



“VALORIZACIÓN DE GLORIA S.A.”

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

Presentado por:

**Sr. Luigi Faverio Izaguirre
Sr. Víctor Miranda Benavides
Sr. Hans Rodríguez Uribe**

Asesor: Profesor Jorge Lladó Márquez

2016

Dedicamos el presente trabajo a nuestras familias, por su apoyo incondicional.

Agradecemos a todos nuestros profesores y, en especial, al profesor Jorge Lladó, por su orientación, asesoramiento y dedicación.

Resumen ejecutivo

La presente valorización se ha basado en información financiera anual proyectada a diez años, entre el periodo 2016-2025, así como en una revisión histórica entre los años 2009-2015 de Gloria S.A (Gloria). Para ello, se ha utilizado las siguientes metodologías: 1) Flujos de Caja Descontados y 2) Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables, encontrándose en todos los casos un valor fundamental por encima de la cotización de mercado (S/. 5.90) a la fecha de valorización (31.12.2015) para la acción de inversión.

Tabla 1. Metodología de valorización

	Acción de Inversión	Cotización al 31.12.2015
Flujos de Caja Descontados	S/. 7.31	S/. 5.90
Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables	S/. 6.49	

Fuente: Elaboración propia.

Basado en un WACC de 8.91%, los valores obtenidos para la acción de inversión fueron de S/. 7.31, bajo la metodología de Flujos de Caja Descontados, y de S/. 6.49 por Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables.

La empresa presenta un continuo crecimiento de sus ingresos, los cuales se han incrementado en promedio 9.9% en los últimos seis años¹, y 5.1% en el 2015, respecto del año 2014, lo que refleja claramente una evolución positiva en el desempeño de la empresa con márgenes estables e indicadores de solvencia y liquidez holgados.

El desempeño esperado de Gloria en el horizonte de proyección es de un crecimiento en ventas de 8.1%, el cual se ubica conservadoramente por debajo del crecimiento histórico y se encuentra relacionado con el crecimiento del consumo privado de la economía peruana. Los indicadores financieros presentan una evolución favorable, manteniendo la holgura mostrada históricamente, con énfasis en continuas inversiones e innovación en su abanico de productos.

Estos resultados se sostienen porque Gloria mantiene una sólida y consolidada posición de liderazgo (83% de participación) en el mercado de la industria peruana de lácteos. Se trata de la empresa que, «a nivel mundial, cuenta con una de las más grande planta de producción de leche

¹ En un periodo de tiempo más largo, del año 2000 al 2015, el crecimiento promedio anual de las ventas ha sido de 10.9%.

evaporada (Perú consume más leche evaporada que fresca, caso atípico en el mundo)» (Zavala Pope, 2010).

Asimismo, Gloria pertenece a un grupo económico con actividades diversificadas, que le permite conseguir sinergias, sumado a la integración vertical de la empresa, obteniendo economías de escala.

Índice

Resumen ejecutivo.....	iv
Índice de tablas.....	viii
Índice de gráficos	viii
Índice de anexos	x
Introducción	iv
Capítulo I. Descripción del negocio	2
1. Operaciones.....	2
2. Líneas de negocio, market share y política comercial	3
3. Tipo de acciones.....	4
4. Gobierno corporativo y responsabilidad social.....	6
5. Estructura de la deuda	6
6. Política de dividendos	7
7. Factores de riesgo.....	7
Capítulo II. Análisis del sector	8
Capítulo III. Análisis financiero	9
1. Evolución de los ingresos, costos de ventas y márgenes	9
1.1 Costos.....	9
1.2 EBITDA	9
1.3 Gasto financiero	9
2. Indicadores financieros	9
2.1 Indicadores de cobertura	9
2.2 Indicadores de liquidez	10
2.3 Indicadores de rentabilidad	10
2.4 Indicadores de solvencia	10
Capítulo IV. Metodologías de valorización.....	11
1. Flujo de caja descontado (Free Cash Flow to the Firm – FCF)	11
1.1 Ingresos por ventas.....	12

1.2 Costo de ventas	12
1.3 Gastos operativos (gasto de ventas y gastos administrativos).....	12
1.4 Impuestos	13
1.5 Inversiones	13
2. Múltiplos comparables	14
2.1 Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC).....	14
Conclusiones y recomendaciones	16
Bibliografía	17
Anexos	21
Nota biográfica	63

Índice de tablas

Tabla 1. Metodología de valorización.....	iv
Tabla 2. Plantas de producción	2
Tabla 3. Capacidad instalada y utilización.....	3
Tabla 4. Distribución del accionariado común.....	4
Tabla 5. Distribución del accionariado de inversión.....	5
Tabla 6. Distribución de dividendos por acción (2010-2015).....	7
Tabla 7. Análisis DuPont	10
Tabla 8.Descomposición CAPM.....	11
Tabla 9.Cálculo WACC.....	11
Tabla 10. Flujo de caja proyectado de Gloria en S/. M. (2016-2025).....	13
Tabla 11. Análisis de sensibilidad WACC- crecimiento (g).....	14
Tabla 12. Cuadro comparativo de empresas del sector lácteo- año 2015	15
Tabla 13. Resultados del método de valorización.....	15

Índice de gráficos

Gráfico 1: Cotización de la acción de Gloria S.A. (Gloria I1) e IGBVL en soles	5
Gráfico 2. Obligaciones financieras Gloria S.A. al 31.12.2015	7

Índice de anexos

Anexo 1. Descripción del grupo económico	22
Anexo 2. CIIU 1520: Descripción del subsector.....	24
Anexo 3. Evolución histórica y principales hechos de importancia.....	25
Anexo 4. Operaciones	27
Anexo 5. Marcas	28
Anexo 6. Líneas de productos y <i>market share</i>	29
Anexo 7. Políticas comerciales	30
Anexo 8. Matriz FODA de la empresa.....	32
Anexo 9. Importaciones	33
Anexo 10. Exportaciones	34
Anexo 11.Regresión del rendimiento de la acción de Gloria.....	35
Anexo 12.Gobierno corporativo e iniciativas de responsabilidad social empresarial.....	35
Anexo 13.Análisis del sector	38
Anexo 14. Consumo per cápita	41
Anexo 15. Crecimiento de la población de vacas de ordeño	42
Anexo 16. Indicadores y gráficos financieros históricos	43
Anexo 17. Indicadores financieros proyectados	47
Anexo 18. Factores de riesgo	48
Anexo 19. Cálculo del WACC y Betas Considerados	51
Anexo 20.Valor patrimonial.....	54
Anexo 21. Supuestos de proyección	54
Anexo 22.Análisis de sensibilidad del valor de la acción de inversión	56
Anexo 23. Múltiplos comparables	59
Anexo 24. Cálculo del “g”	60

Introducción

La presente valuación empresarial es sobre la empresa peruana, Gloria S.A., la cual es una empresa dedicada a la producción de productos lácteos y sus derivados, que factura anualmente montos superiores a los US\$ 1.000MM (US\$ 1.032MM en el 2015), cuenta con numeroso capital humano, conformado por 2.002 personas, entre funcionarios, empleados y obreros, y además cuenta con veintitrés centros de acopio de leche fresca a nivel nacional, que le permite abastecerse de más de veinte mil ganaderos nacionales.

Gloria S.A. pertenece al Grupo Gloria, conglomerado no financiero que está integrado por tres holdings, un fondo de inversiones y otros negocios, que concentran más de veinte empresas divididas en diferentes negocios, como el alimentario, el cementero y el azucarero, ente otros.

Gloria S.A. posee dos tipos de acciones: comunes y de inversión, y cotiza estas últimas únicamente en la Bolsa de Valores de Lima, otorgando derecho a dividendos. Asimismo, la empresa tiene acceso al mercado de capitales peruano, habiendo colocado bonos con plazos de hasta veinte años. Encontramos gran motivación para el desarrollo de esta valorización, considerando que Gloria S.A. es el líder del mercado de lácteos en el Perú (83% de participación de mercado en el 2015), tiene una marca ampliamente posicionada (Gloria), además, por su magnitud y representatividad, es el sostén de miles de productores pecuarios y de micro y pequeños comerciantes, entre otros.

Gloria S.A. es una de las pocas empresas de capital nacional que consideramos ha trascendido, ya que se mantiene vigente en el mercado desde 1941 hasta la fecha (75 años de antigüedad), demostrando amplia experiencia en su negocio y liderazgo, habiendo superado varios ciclos económicos y periodos de crisis.

Es una empresa peruana que se ha internacionalizado y a la fecha exporta (ver anexo 10) leche evaporada a cuarenta países, entre el Caribe, América Latina, el Medio Oriente y el Oeste de África.

Capítulo I. Descripción del negocio

Gloria S.A. es una empresa del Grupo Económico Gloria, en donde Gloria Foods Jorb S.A. actúa como holding de las empresas dedicadas al negocio lácteo y alimentario (ver anexo 1). Gloria es una empresa privada, cuyo principal negocio es la producción, la venta y la distribución a nivel nacional de productos lácteos, tales como leche evaporada, leche ultra pasteurizada (UHT), yogurt y quesos, además de otros productos (refrescos, conservas de pescado, mermeladas y otros). Las actividades principales de Gloria corresponden al CIIU 1520 (ver anexo 2). Actualmente, se consolida como la empresa líder en la producción, venta y distribución de productos lácteos y derivados a nivel nacional, lo cual lo ha logrado con sus continuas inversiones y adquisición de empresas dedicadas a la producción de diversos productos lácteos y alimentarios (ver anexo 3).

La empresa factura la venta local en moneda nacional. El riesgo de tipo de cambio surge de la venta al exterior (10.5% de la venta total), de los préstamos otorgados a empresas relacionadas y otras cuentas por cobrar. Posee, adicionalmente, saldo en efectivo y equivalente de efectivo en moneda extranjera. La empresa tiene cuentas por pagar comerciales, a relacionadas y otras cuentas por pagar en moneda extranjera. El pasivo en moneda extranjera al cierre del 2015 supera al saldo de activos en moneda extranjera, pero la exposición es corta debido a que los activos tienen vencimiento corriente (no más de noventa días). No tiene deuda a largo plazo en moneda extranjera.

1. Operaciones

Para sus actividades, Gloria cuenta con seis plantas industriales en el país (ver anexo 4).

Tabla 2. Plantas de producción

Unidades de Producción	Ubicación	Principales Actividades
Complejo Industrial de Recepción y Procesamiento de Leche	Lima (Huachipa)	Se produce leche evaporada, derivados lácteos (yogurt, quesos, mantequillas, entre otros), jugos de fruta y además envases y embalajes.
Complejo Industrial de Leche Evaporada	Arequipa (Arequipa)	Unidad de producción de leche evaporada para la región sur del país.
Planta de Recepción y Concentración de Leche	Arequipa (Majes)	Se concentra, evapora y pretrata la leche fresca proveniente de los ganaderos de la zona, la cual es transportada a las plantas industriales de Huachipa o de Arequipa.
Planta de Producción de otros Productos	Arequipa (Arequipa)	Se elabora yogurt y refrescos líquidos, y permite reforzar las operaciones descentralizadas de Gloria.
Planta de Concentración y Elaboración de Derivados Lácteos	Cajamarca	Se concentra leche fresca, se elaboran derivados lácteos, como queso, mantequilla y manjar blanco.
Complejo Industrial de Leche Evaporada	La Libertad (Trujillo)	Donde se acopia, procesa y evapora leche fresca proveniente de las regiones de Cajamarca, La Libertad, Lambayeque y Ancash, para ser trasladada al complejo industrial de Huachipa.

Fuente: Elaboración propia, con base en el Informe de clasificación de riesgo Class & Asociados S.A. Mayo 2015.

La compañía busca mantener el liderazgo en lácteos y sus derivados, así como incrementar su participación nacional e internacional. Para tal fin, orienta sus estrategias y planes de acción a la mejora continua de sus procesos y productos, así como al desarrollo de nuevos productos que aumenten la diversificación de su cartera y satisfagan las expectativas de los consumidores, posicionando cada vez más las respectivas marcas (ver anexo 5). De esa forma, mantiene adecuados niveles de capacidad de planta, como se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 3. Capacidad instalada y utilización

Líneas	Capacidad de Planta	Utilización de Capacidad
Leche evaporada	27,960,000 cajas x 48 u/año	81.90%
Leche UHT/jugos	236,412,000 litros/año	56.00%
Yogurt/refrescos	301,089,217 litros/año	66.50%
Queso fresco	4,020,000 kg/año	31.20%
Queso maduro	3,624,000 kg/año	82.80%
Manjarblanco	2,364,000 kg/año	89.30%

Fuente: Informe de Clasificación de Riesgo Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A., Mayo 2015.

2. Líneas de negocio, market share y política comercial

Los principales ingresos de Gloria S.A. se concentran en tres líneas de negocios (leche evaporada, leche fresca UHT y yogurt), que representaron el 83% de los ingresos totales en el año 2015. Asimismo, hay que resaltar que la empresa cuenta con la mayor participación del mercado peruano sobre estos productos, manteniendo el 83.2% (promedio ponderado) del mismo. La empresa Gloria S.A. produce y comercializa diferentes productos, los cuales pasamos a detallar, de acuerdo con el orden en que impactan sobre las ventas (ver anexo 6).

En el 2015, la leche evaporada se mantiene como el principal generador de ingresos, con el 57.4% del total generado; sin embargo, se ha reducido su participación en 3%, dentro de los ingresos de Gloria S.A., producto del considerable esfuerzo comercial para desarrollar otras líneas de negocio, como estrategia de diversificación de productos. Aun así, mantiene el liderazgo y cuenta con 84.8% del mercado total.

La línea de yogurt es la segunda línea de negocio más importante dentro de los ingresos de Gloria (16.7%), habiendo crecido 7.4% respecto del 2014 y manteniendo el liderazgo en el mercado, con el 81.9% de participación.

La tercera línea de negocio más importante de Gloria es la leche fresca UHT, la cual muestra una participación en los ingresos del 9.3%, que representa un crecimiento del 24.8% respecto del año 2014, siendo esta la línea de negocio de crecimiento más representativo dentro de las tres principales de Gloria S.A. Esta, con respecto del mercado, tiene el 76.8% de participación del mismo. Además, hay que resaltar que la línea de bebidas no carbonatadas también ha mostrado crecimiento (8% respecto al 2014), liderazgo que mantiene producto de sus adecuadas políticas comerciales (ver anexo 7), aplicación de sus fortalezas y aprovechamiento de sus oportunidades (ver anexo 8).

3. Tipo de acciones

Gloria S.A. presenta los siguientes tipos de acciones:

-Comunes (con derecho a voto): según información de EEFF Auditados a diciembre de 2015, el capital social de la empresa es de S/. 382.502.106, representado por igual número de acciones comunes de valor nominal de S/1.00. Las acciones comunes no cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), debido a la estrategia de los actuales accionistas de mantener el control y la gestión de la empresa. La composición accionarial es la siguiente:

Tabla 4. Distribución del accionariado común

Accionistas	Participación	País
Gloria Foods JORB S.A.	75.5%	Perú
Silverstone Holding Inc.	11.2%	Islas Vírgenes
Racionalización Empresarial S.A.	8.8%	Perú
Vito Rodríguez Rodríguez	2.6%	Perú
Jorge Rodríguez Rodríguez	1.7%	Perú
Otros	0.1%	Perú
Total	100.0%	

Fuente: Memoria Gloria. Año 2015.

-De inversión (sin derecho a voto): este es el tipo de acciones que cotizan en la BVL. A diciembre de 2015, la empresa cuenta con 39.117.107 acciones de inversión, con un valor nominal de S/1.00 cada una, presentando una cotización de mercado de S/. 5.90 a diciembre de 2015 y 100% de negociación de acuerdo con los EEFF Auditados. Este tipo de acciones tiene derecho únicamente a dividendos acordados por la junta general de accionistas. La participación accionarial es la siguiente:

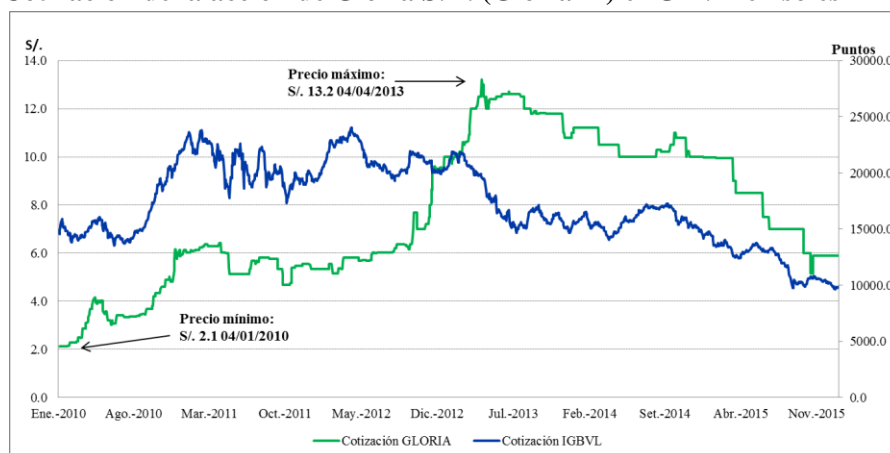
Tabla 5. Distribución del accionariado de inversión

Tenencia	Número de Titulares	Participación
Menor al 1%	985	18.3%
Entre 1% - 5%	2	3.0%
Entre 5% - 10%	1	5.9%
Mayor al 10%	2	72.9%
Total	990	100.0%

Fuente: Memoria Gloria. Año 2015.

Cabe mencionar que la porción de las acciones, cuyo número de titulares varía según la información pública de la empresa (18.3% del accionariado), presenta el mayor número de accionistas (985 titulares), por lo que se puede considerar que esta participación corresponde al *freefloat*² de la empresa (7.158.431 acciones). El 72.9% corresponde a José Rodríguez Banda S.A. (55.2%) y Jorge Rodríguez Rodríguez (17.7%), y el 5.9% a Vito Rodríguez Rodríguez. La acción de Gloria no forma parte del Índice General³, ni del Índice Selectivo⁴ de la BVL.

Gráfico 1: Cotización de la acción de Gloria S.A. (Gloria I1) e IGBVL en soles



Fuente: Elaboración propia, con base en Bloomberg.

En el gráfico anterior, se muestra la serie diaria del precio de la acción de Gloria y del valor del IGBVL en el período 2010-2015. Es posible visualizar que obtuvo un precio mínimo de S/. 2.1 el 04/01/2010, y alcanzó un máximo de S/. 13.2 el 04/04/2013. La acción registra una tendencia

² El *free float* = Acciones de circulación menos las acciones restringidas.

³ El Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) está conformado por las principales acciones inscritas en la Bolsa por su nivel de negociación.

⁴ El Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL) está compuesto por las quince principales acciones inscritas en la Bolsa por su nivel de negociación.

similar (mayormente ascendente) a la del IGBVL hasta enero de 2013. A partir de ese momento, el IGBVL cambia marcadamente su tendencia; sin embargo, el precio de la acción de Gloria recién cambia su tendencia a partir de junio de 2013, mostrando un rezago en su comportamiento respecto del IGBVL. Así, el precio de la acción cae hasta S/. 5.90 a diciembre de 2015, mostrando valores similares a los alcanzados en el año 2012. Se debe indicar que se calculó una regresión de los rendimientos mensuales de la acción de Gloria versus los rendimientos mensuales del IGBVL en el período mencionado anteriormente, obteniéndose un valor de 0.59 (Beta < 1) (ver anexo 11), con lo cual se puede indicar que la acción de Gloria es de característica defensiva y que su rentabilidad presenta una menor variabilidad que la del IGBVL. Sin embargo, no se ha usado este valor, habiéndose evaluado otras opciones (ver anexo 19) que permitan capturar la tendencia de esta variable de revertir en el futuro al valor de 1⁵.

4. Gobierno corporativo y responsabilidad social

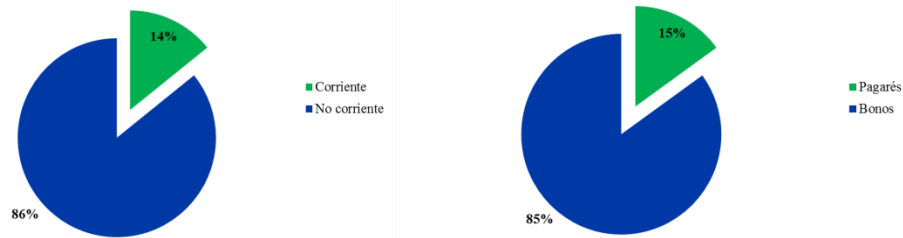
La información financiera se elabora siguiendo la normativa referida a las normas de Información Financiera, la cual garantiza que los accionistas y el mercado de valores tengan la información disponible, veraz y oportuna cuando esta se ponga a disposición de ellos, cumpliendo de esta manera con el principio de transparencia, con la finalidad de que los inversionistas cuenten con la información suficiente. Dada la magnitud de la empresa y la fuerte posición de liderazgo que tiene en la industria láctea, el manejo, la gestión y las políticas son de gran repercusión sobre el sector pecuario nacional, por lo cual tiene una clara política de responsabilidad social (ver anexo 12).

5. Estructura de la deuda

La empresa cuenta con deuda bancaria y bonos. El vencimiento máximo de los pagarés es en el 2018 y posee una tasa de interés anual de 5.15% a 7.70% en moneda nacional y de 2.8% en moneda extranjera. Por el lado de los bonos, estos no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos de Gloria, estando respaldados genéricamente con su patrimonio. Los bonos se emitieron en moneda nacional con tasa de interés anual promedio de 6.38% y tienen un plazo de vencimiento hasta de veinte años. La composición de la deuda en moneda extranjera (0.4%) se ha reducido notablemente en los últimos periodos, al haber realizado todas sus exposiciones en moneda nacional en el mercado de capitales, y de esa forma haber sustituido la deuda en dólares que tenía, a través de pagarés bancarios.

⁵ De las opciones evaluadas, se ha optado por la mayor que corresponde al valor de ajuste propuesto por Marshall Blume, obteniéndose un beta desapalancado de 0.73.

Gráfico 2. Obligaciones financieras Gloria S.A. al 31.12.2015



Fuente: Elaboración propia, con base en EEFF Auditados.

6. Política de dividendos

De acuerdo con lo indicado en la Memoria Anual del 2015, con fecha 12 de marzo, la empresa aprobó la política de dividendos⁶.

Tabla 6. Distribución de dividendos por acción (2010-2015)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Monto distribuido (en miles de nuevos soles)	145,305	167,757	178,080	200,000	148,400	156,870
Resultado del ejercicio	212,565	195,099	241,622	250,965	244,903	214,014
Resultado acumulado	757,618	1,002,788	902,556	953,521	1,045,800	1,102,885
% Distribuido/ resultado del ejercicio	68.36%	85.99%	73.70%	79.69%	60.60%	73.30%
% Distribuido/ resultado acumulado	19.18%	16.73%	19.73%	20.97%	14.19%	14.22%
Por acción común	S/. 0.515252	S/. 0.594868	S/. 0.631473	S/. 0.474362	S/. 0.351976	S/. 0.372060
Por acción de inversión				S/. 0.631473	S/. 0.474362	S/. 0.351900

Nota: Según la política de dividendos, esta es con base en los resultados acumulados y no solo los del ejercicio.

Fuente: Elaboración propia, con base en EEFF Auditados.

7. Factores de riesgo

La gestión de riesgos es llevada a cabo por la Dirección Corporativa de Finanzas, siendo esta la que administra, supervisa y monitorea los riesgos de la empresa (ver anexo 18).

⁶Política de dividendos: «Si la empresa, luego de cumplir con las detracciones de ley y estatutarias, y demás obligaciones, tuviera utilidades que sean de libre disposición en la cuenta de resultados acumulados, éstas se distribuirán vía dividendos, para lo cual se podría disponer hasta el 60% de dichas utilidades. Asimismo, se acordó que las utilidades retenidas de ejercicios anteriores que sean de libre disposición incrementaran la cuenta de resultados acumulados».

Capítulo II. Análisis del sector

El sector lácteo en el Perú está compuesto por los ganaderos, la agroindustria rural (la que está atomizada y conformada por 600 pequeñas plantas de lácteos formales dedicadas a la fabricación preferente de queso fresco y miles de fabricantes artesanales de queso fresco, mayormente informales), la gran agroindustria (la que está concentrada y conformada por Gloria, Laive y Nestlé) y empresas importadoras de lácteos y derivados de menor tamaño.

En el año 2015, la producción nacional de lácteos en términos de volumen mostró crecimiento en casi todas las líneas de negocio, salvo en crema de leche que presentó decrecimiento del 15.2%. Respecto a las principales líneas de negocio (leche evaporada, yogurt y leche fresca) mostraron crecimiento superior al 5%. La leche evaporada representa el principal producto lácteo a nivel nacional, el mismo que creció 7.4% respecto al 2014 (ver anexo 6).

Sobre la evolución de las ventas de lácteos, el Gobierno del Perú a través del Ministerio de Agricultura señaló que se ha planteado la meta de que el consumo anual per cápita de leche se incremente de 68.7 en el 2015 a 120 kilos al 2021, con lo cual alcanzaríamos al actual consumo per cápita promedio de la región. El objetivo del sector es contribuir a una alimentación saludable de la población, de acuerdo a las recomendaciones de la Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO).

Según el Fundamento de Clasificación de Riesgo de Gloria-Diciembre 2014 elaborado por Class & Asociados SA, el mercado de productos lácteos en el Perú se caracteriza por su elevada concentración, ya que son tres las principales empresas (Gloria, Nestlé y Laive) que concentran casi el 90% del mercado, y el restante 10% está constituido por los productores artesanales.

Los productos lácteos y derivados se encuentran relacionados con el crecimiento de la economía peruana en general y del consumo privado en particular. Al respecto, en el periodo 2000 – 2015, la tasa de crecimiento promedio del PBI fue de 5.2% y el consumo privado 4.9%, en tanto que los ingresos de Gloria crecieron en promedio 10.9% en el mismo periodo. De esa forma, la evolución de los ingresos de la empresa ha acompañado el desempeño de la economía nacional sobre reaccionando a su variación en promedio⁷. Esta relación es la que utilizaremos para nuestras proyecciones. Asimismo, encontraremos el análisis del sector a través de las cinco fuerzas de Porter en el anexo 13.

⁷El detalle de la evolución de las variables mencionadas se encuentra en el anexo 21 (supuestos de proyección).

Capítulo III. Análisis financiero

Se ha realizado el análisis sobre estados financieros (ver anexo 16) auditados entre los años 2010 y 2015.

1. Evolución de los ingresos, costos de ventas y márgenes

Los ingresos de la empresa presentan comportamiento creciente del 5.1% en el periodo 2015 respecto del 2014, y crecimiento promedio de 9.9% entre los años 2010 a 2015. Este crecimiento experimentado se sustenta en lo siguiente: a) Las mayores ventas de leche evaporada, yogurt y refrescos; b) La estrategia de diversificación en productos como yogurt, leche fresca UHT, quesos y mantequilla, con el objetivo de disminuir la participación de la leche evaporada en las ventas totales; y c) La estrategia de penetración, con la finalidad de incrementar su posición en el mercado y de poder llegar a más clientes dentro de la pirámide social de la población, lanzando productos con diferentes envases y marcas, para llegar a más personas.

1.1 Costos

Se incrementaron en el 2015, en 5.5 % respecto del 2014, producto del incremento de precios de las materias primas (principalmente leche fresca local y leche en polvo importada), impactando en un menor margen bruto, pasando a ser 24.4% (menor en 0.3 pp del margen del 2014); sin embargo, por el incremento de los ingresos, la utilidad bruta se incrementó en 4.3%.

1.2 EBITDA

Se observa que en el 2015 aumentó en 8.5% respecto del 2014. Este aumento se produce por la expansión de las ventas y los menores gastos operativos conseguidos en el periodo.

1.3 Gasto financiero

Incremento en el 2015, por el mayor nivel de obligaciones (bonos y préstamos bancarios), los mismos que se han destinado a la reestructuración de pasivos y nuevas inversiones.

2. Indicadores financieros

2.1 Indicadores de cobertura

La cobertura de gastos financieros se ubicó en 7.40x (11x en el 2014). Asimismo, la cobertura de servicio de deuda alcanzó 2.65x (1.93x en el 2014), mostrando holgura de pago.

2.2 Indicadores de liquidez

Durante los periodos de análisis, se observa capital de trabajo positivo como consecuencia de activos operativos de rápida rotación. La prueba de liquidez general se ubicó en 2.80x (1.88x en el 2014). En el caso de los activos corrientes, estos se concentran mayormente en existencias (53.4%) y en cuentas por cobrar comerciales (33.3%).

2.3 Indicadores de rentabilidad

Como consecuencia del ajuste observado en los márgenes de rentabilidad de la empresa y en los niveles de generación en el 2015, los indicadores ROE y ROA de la empresa disminuyeron su valor, hasta ubicarse en 13.37% (15.86% en el 2014) y 6.74% (8.59% en el 2014), respectivamente.

2.4 Indicadores de solvencia

El apalancamiento financiero (Deuda Financiera/Ebitda) se ubicó en 1.71x (1.58x en el 2014). Eso indica que Gloria podría cancelar la totalidad de su deuda financiera por medio de generación propia en un plazo de 1.71 años. En el caso del Ratio Pasivo Total/Ebitda, este se ubicó en 3.58x (3.22x en el 2014). El apalancamiento patrimonial se ubicó en 0.98x (0.85x en el 2014), incremento obtenido por los mayores pasivos, los cuales aumentaron en 22.1%, principalmente bonos, mientras el patrimonio aumento solo en 3.7%.

DuPont⁸: En el caso de Gloria, tenemos la siguiente evolución del indicador:

Tabla 7. Análisis DuPont

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Utilidad Neta/ Ventas	9.29%	7.60%	8.61%	8.26%	7.32%	6.08%
Ventas/Activos	1.07	1.13	1.15	1.19	1.17	1.11
Activos/Patrimonio	1.73	1.70	1.74	1.77	1.85	1.98
ROE	17.3%	14.6%	17.3%	17.3%	15.9%	13.4%

Fuente: Elaboración propia, con base en EEFF Auditados y de Situación de Gloria S.A.

Se puede observar que la eficiencia operativa ha disminuido en el 2015 respecto del 2014 y de años anteriores. La rentabilidad de las ventas ha caído como consecuencia de los mayores gastos de venta y el incremento de los gastos financieros. La eficiencia en el uso de activos se ha reducido.

⁸ ROE= Eficiencia operativa (utilidad neta/ ventas) * Eficiencia uso activos (ventas/ activos) * Apalancamiento (activos/ patrimonio).

Capítulo IV. Metodologías de valorización

1. Flujo de caja descontado⁹ (Free Cash Flow to the Firm – FCFF)

Se efectúa con las proyecciones del estado de resultados y del balance de situación del cliente. Asimismo, se calculó la tasa WACC, trayendo a valor presente los flujos de la empresa. Los resultados obtenidos son los que se detallan a continuación:

Tabla 8.Descomposición CAPM

RF	2.24%
Riesgo Soberano	3.90%
CRP	2.36%
Lambda	1.65
Prima de riesgo	4.54%
Beta reapalancado	0.88

Tasa de descuento (r)	10.15%
-----------------------	--------

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 9.Cálculo WACC

Deuda/Deuda+Capital	22.66%
Capital/Deuda+Capital	77.34%
Tasa imponible	28.00%
Costo de la deuda	6.47%
Costo de capital	10.15%

WACC	8.91%
------	-------

Fuente: Elaboración propia.

Se obtuvo el valor de 10.15% como tasa de costo de capital a partir de la siguiente versión¹⁰ del modelo CAPM: $k_e = R_f + \beta^*(\text{Prima de Riesgo}) + \text{Sovereign Risk}$

Donde: Sovereign Risk = CRP* λ

CRP = EMBI Perú

λ (Lambda) = Desv. Estándar renta variable local/Desv. Estándar renta fija local

La tasa WACC obtenida fue de 8.91%¹¹.

Pasamos a detallar los supuestos de proyección (ver anexo 21).

⁹ Esta metodología tiene mayor relevancia en la presente valorización debido a que se trata de una empresa en marcha que genera flujos de caja significativos y que mantiene también una estructura de financiamiento a lo largo del tiempo.

¹⁰ Esta versión es introducida por Damodarán (1999 y 2003). Asimismo, es utilizada por el CFA Institute en sus libros de texto (Ver Clayman Michelle, Fridson Martin, y George Throughton (2012)). La introducción del término Lambda ajusta el riesgo país con la volatilidad del mercado de acciones respecto al mercado de bonos. Este término empíricamente tiene un valor superior a 1 debido a que la volatilidad en el mercado de renta variable es mayor al de renta fija. De esa forma, se eleva la rentabilidad exigida por el capital del accionista, elevando también el WACC y teniendo un enfoque más conservador para la valorización por flujos descontados. Esta ecuación es de particular relevancia en países en desarrollo, donde existe un riesgo de inversión mayor que en países desarrollados.

¹¹ El cálculo en detalle se encuentra en el anexo 19 (Cálculo del WACC).

1.1 Ingresos por ventas

Basado en la relación histórica entre el crecimiento de los ingresos de la empresa y el crecimiento del consumo privado del Perú, se ha realizado una regresión entre el logaritmo natural de estas variables para encontrar una relación porcentual (2.01x), con el fin de considerar el crecimiento futuro de los ingresos de Gloria. En los primeros tres años de proyección (2016-2018), se ha tomado el pronóstico de crecimiento del consumo privado efectuado por el MEF (que va entre 3.6% y 4.5%), que significa un crecimiento de ingresos de Gloria de entre 7.2% y 9.0%. Se debe indicar que el crecimiento proyectado representa un valor conservador, ya que se encuentra por debajo del promedio de crecimiento de la empresa en los últimos diez años (10.5%)¹² (ver anexo 17).

Existe oportunidad para el crecimiento en el consumo de lácteos en el Perú ya que, si bien viene creciendo anualmente, el consumo anual per cápita (68.7 kg por persona en 2015) se encuentra por debajo de estándares internacionales (120-140 kg), siendo uno de los más bajos de la región (la mayoría de países está por encima de los 120 kg) y del consumo promedio per cápita de los países desarrollados (más de 150 kg). Sin embargo, de acuerdo con la segmentación de la FAO, nos encontramos en nivel de consumo medio (entre 30 y 150 kg por persona al año). (Ver anexo 14).

1.2 Costo de ventas

Se ha considerado el costo de ventas como porcentaje de las ventas totales, del cual se ha obtenido el promedio de los últimos siete periodos, consiguiendo la proporción media del 74.3% (inferior al de los dos últimos años) durante el periodo de proyección. Esto se sustenta en el incremento de la participación de productos de mayor valor agregado (yogurt, jugos, quesos y conservas, entre otros), lo cual permite la recomposición de su portafolio de productos, con una menor participación de la leche evaporada. Esto se ve reflejado en una mejora en el margen bruto de la empresa en el primer año de proyección, y posteriormente se asume un comportamiento estable.

1.3 Gastos operativos (gasto de ventas y gastos administrativos)

Los gastos operativos promedio de los últimos seis periodos se encuentran en una proporción sobre las ventas del 12%, como parte de un mayor esfuerzo comercial para impulsar y mantener un nivel adecuado de ventas e introducción, lanzamiento y relanzamiento de nuevos productos.

¹²Cabe indicar que la empresa presenta uso de capacidad de planta que le permite soportar con holgura el crecimiento de la demanda. Asimismo, registra inversiones continuas con el fin de incrementar su capacidad de producción.

1.4 Impuestos

Se considera una tasa del 28% para el 2016, 27% para el 2017 y 2018, y 26% del 2019 en adelante, tasas que han sido definidas en la nueva ley del impuesto a la renta de la República del Perú.

1.5 Inversiones

De acuerdo con el plan de crecimiento anual proyectado y la capacidad de planta actual, se ha proyectado un plan de inversiones para aumentar la capacidad de planta instalada en el presente. Se debe indicar que este crecimiento se encuentra sustentado por la exitosa emisión de bonos de Gloria en el mercado de capitales local (emisión en soles). Se ha proyectado una inversión mínima de S/.109,500 M y una máxima de S/.282,300 M y se ha proyectado expansiones de planta e inversiones diversas para cubrir el crecimiento de ventas proyectado. Las inversiones se van a realizar cada año y van a tener una relación con la deuda financiera a largo plazo en base al año 2015. Se elaboró una proyección en un horizonte de diez años (2016- 2025), obteniéndose un flujo de caja para la firma (FCFF) en el mencionado periodo de:

Tabla 10. Flujo de caja proyectado de Gloria en S/. M. (2016-2025)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
g (ventas)	7.22%	9.02%	9.02%	8.02%	8.02%	8.02%	8.02%	8.02%	8.02%	8.02%
EBIT (% de ventas)	11.75%	11.66%	11.64%	11.70%	11.77%	11.86%	11.97%	12.08%	12.15%	12.24%
Ventas	3,773,862	4,114,418	4,485,705	4,845,521	5,234,199	5,654,054	6,107,587	6,597,500	7,126,711	7,698,372
EBIT	443,329	479,562	522,159	566,747	616,061	670,605	730,787	797,142	865,963	942,343
Tax rate	28.0%	27.0%	27.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
EBIT (1-t)	319,197	350,080	381,176	419,393	455,885	496,248	540,782	589,885	640,813	697,334
Inversión neta	-210,333	-168,759	-106,423	-115,359	-149,411	-79,348	-103,216	-213,256	-175,618	-139,177
FCFF	108,864	181,321	274,753	304,034	306,474	416,899	437,566	376,629	465,195	558,157

Fuente: Elaboración propia.

A partir de la obtención del flujo para la empresa y del valor terminal¹³ creciendo a una tasa g del 4% (ver anexo 24), se logran los valores presentes de la tasa WACC obtenida (ver anexo 19). El detalle de la inversión neta para la proyección; se obtiene del CAPEX menos la depreciación del ejercicio y más la variación del capital de trabajo (ver anexo 21).

Para obtener el valor de la empresa, se corrige por el *cash* y la deuda financiera. Posteriormente, con el fin de hallar el valor de la acción de inversión de Gloria, se utiliza una razón¹⁴ entre el precio

¹³El valor terminal corresponde a la perpetuidad de los ingresos del cliente creciendo a una tasa “g” (4%), traída a valor presente.

¹⁴El objetivo es obtener el valor de las acciones a través de la siguiente ecuación: Valor Fundamental del Patrimonio = Valor Fundamental de acción común*#acciones comunes + Valor Fundamental de acción de inversión*#acciones de

de las acciones comunes y de inversión de una empresa comparable (Alicorp). El valor obtenido para la acción de inversión de Gloria es de S/. 7.31 (ver anexo 20), el cual se encuentra por encima de la cotización al 31.12.2015 (S/. 5.90), por lo que se desprende una recomendación de compra.

Asimismo, se puede elaborar un análisis de sensibilidad sobre la base de variaciones porcentuales para la tasa de crecimiento de la empresa en el valor terminal (g), y el WACC. Así, se puede apreciar que el mayor impacto sobre la recomendación de inversión en el escenario base, se produce cuando la tasa g cae medio punto porcentual a 3.5% y aumenta el WACC hasta 10.06%. En el anexo correspondiente, se sensibiliza el precio de la acción de inversión de Gloria considerando los riesgos altos asociados. (Ver anexo 22).

Tabla 11. Análisis de sensibilidad WACC- crecimiento (g)

		Crecimiento (g)					
		3.50%		4.00%		4.50%	
WACC ₁	10.06%	Comprar	S/. 6.59	Comprar	S/. 7.14	Comprar	S/. 7.81
WACC ₂	9.48%	Comprar	S/. 6.67	Comprar	S/. 7.23	Comprar	S/. 7.89
WACC ₃	8.91%	Comprar	S/. 6.76	Comprar	S/. 7.31	Comprar	S/. 7.98
WACC ₄	8.79%	Comprar	S/. 6.77	Comprar	S/. 7.33	Comprar	S/. 8.00
WACC ₅	8.34%	Comprar	S/. 6.85	Comprar	S/. 7.40	Comprar	S/. 8.07

Fuente: Elaboración propia.

2. Múltiplos comparables¹⁵

2.1 Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)¹⁶

El ejercicio de comparación y valoración se realiza con compañías cotizadas en mercados de valores. Para nuestro caso, se seleccionaron empresas del sector lácteo a nivel mundial (Perú, Suiza, USA, México e Italia). La principal limitación para la utilización de este método radica en el hecho de que generalmente existen pocas compañías cotizadas comparables (tamaño, negocios,

inversión. Con este fin, se ha usado como instrumento el promedio de los precios diarios de la acción común sobre el de los precios de la acción de inversión de Alicorp en el periodo 2013-2015, siendo la relación obtenida de 1.78x.

¹⁵ La base de datos para hallar este valor se construye a partir de reunir una muestra suficiente de múltiplos de empresas comparables. Esta metodología tiene muy buena aplicación cuando existe suficiente información y debe ser considerada como complementaria a la valoración por flujos de caja descontados. La aplicación de este método está sujeta a la existencia de información disponible.

¹⁶ La valoración por MCC es uno de los métodos más utilizados, por la referencia de mercado que aporta y por su facilidad de aplicación. Indica cómo cotiza o cómo se debe valorar, en términos de múltiplos, la compañía a analizar en relación con empresas comparables o similares.

posicionamiento geográfico, crecimientos, márgenes y estructura de capital). Por tanto, las conclusiones que se puedan derivar de la aplicación de este método suelen ser bastante limitadas. A continuación, los resultados obtenidos:

Tabla 12. Cuadro comparativo de empresas del sector lácteo- año 2015

	Pais	Market Cap	EBITDA	Margen EBITDA	P/E	EV/Sales	EV/EBITDA	Dividend Yield	EV/EBIT	Price/Share	Beta desapalancada
Nestle	Suiza	230,018	16,365	17.7%	25.71	2.77	15.69	3.02	19.66	75.30	0.70
Whitewave Food	Usa	6,858	452	11.7%	36.40	2.31	19.79	-	26.94	38.91	1.59
Grupo Lala	Mexico	5,751	430	14.1%	25.36	1.87	13.24	-	15.98	2.33	0.26
Parmalat	Italia	4,818	527	7.4%	30.10	0.63	8.63	0.71	14.80	2.61	0.49
Emmi AG	Suiza	2,409	328	9.8%	20.05	0.86	8.78	1.09	14.67	454.80	0.61
Gloria	Peru	817	156	11.0%	14.37	0.87	7.92	5.35	9.98	1.81	
Máximo		230,018	16,365	17.7%	36.40	2.77	19.79	5.35	26.94	454.80	1.59
Promedio		41,779	3,043	11.9%	25.33	1.55	12.34	1.69	17.01	95.96	0.73
Mediana		5,284	441	11.3%	25.53	1.37	11.01	0.90	15.39	20.76	0.61
Mínimo		817	156	7.4%	14.37	0.63	7.92	-	9.98	1.81	0.26

Fuente: Bloomberg, información al 31/12/20015

Para seleccionar las compañías comparables se tomaron en cuenta los siguiente criterios:

Sector: Compañías del sector lácteo y derivados lácteos

Geografía: Se hizo a nivel de América y Europa

Margen EBITDA: Compañías con márgenes entre 7 % al 18%

Se estima un rango razonable EV/EBITDA de 12.34 X

Fuente: Bloomberg, información al 31/12/2015.

Este valor promedio de 12.34 para el EV/EBITDA nos da como resultado S/. 5.431.339.940 como *Enterprise Value*, y si le deducimos la deuda financiera neta de S/. 752.202.000 para el año 2015, el importe neto resultante del *Enterprise Value* es de S/.4.679.137.940 de Gloria. Asimismo, utilizando el supuesto de la relación del precio de las acciones comunes y de inversión de Alicorp S.A. como premisa para poder hallar el valor de la acción de inversión de la empresa, nos da como resultado el importe de S/. 6.49. De esa forma, se compara con la cotización de la empresa al 31.12.2015 (S/. 5.90), y se obtiene una recomendación de compra (ver anexo 23).

Se puede observar de esa manera que bajo las metodologías aplicadas se obtienen valores por encima de la cotización al 31.12.2015 (S/.5.90). El resumen de valores obtenidos es el siguiente:

Tabla 13. Resultados del método de valorización

	Acción de Inversión	Cotización al 31.12.20015
Flujos de Caja Descontados	S/. 7.31	S/. 5.90
Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables	S/. 6.49	

Fuente: Elaboración propia.

Conclusiones y recomendaciones

El valor fundamental de la acción de Gloria obtenido a través de las metodologías de Flujos de Caja Descontados (S/. 7.31) y de Múltiplos de Compañías Cotizadas Comparables (S/. 6.49) con información histórica al 31.12.2015, y con información proyectada al 31.12.2025 se encuentra por encima de la cotización de mercado al 31.12.2015 (S/. 5.90).

Gloria ha presentado muy buen desempeño financiero y operativo en el periodo de análisis, el cual le ha permitido consolidarse como la empresa líder en su sector. Con base en el análisis realizado, se considera que este liderazgo se seguirá manteniendo en los próximos diez años, acompañado de sólidos indicadores financieros sobre la base de un escenario conservador de crecimiento de sus ingresos y de una expansión orgánica de su nivel de operaciones.

La demanda por los productos de Gloria se encuentra relacionada directamente con el desempeño de la economía nacional y con el consumo privado en particular, al crecer en un porcentaje mayor que estos en el periodo de análisis (2009-2015). Asimismo, los productos lácteos tienen presencia en la canasta básica familiar, lo cual evidencia una rigidez a la baja en el consumo, aún en escenarios de debilidad de la economía. Por otro lado, existe espacio para la expansión de los productos lácteos en el Perú, dado su bajo nivel de consumo per cápita en comparación con otros países de la región.

Sobre la base del análisis realizado, se recomienda la compra de la acción de inversión de la empresa. Esta recomendación se mantiene en el escenario base, aun cuando se produzcan variaciones dentro de los rangos establecidos en el “g” y WACC. Además, se han considerados dos escenarios adicionales asociados a los riesgos mal altos de la empresa, de los cuales se desprenden recomendaciones de compra y de venta según los valores del “g” y de WACC.

Bibliografía

- Apoyo y Asociados Internacionales SAC, “Informe de Clasificación Gloria SA”, <http://www.aai.com.pe>, Junio 2015, fecha de consulta 15 de Octubre de 2015.
<http://www.aai.com.pe/files/instituciones_no_financieras/gloria/cu/gloria_jun2015.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), “Cuadros de la Nota Semanal”, <http://www.bcrp.gob.pe>, 2016, fecha de consulta: 01 de Abril de 2016.
<<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-de-la-nota-semanal.html>>
- Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), “Panorama Actual y Proyecciones Macroeconómicas 2016-2017”, <http://www.bcrp.gob.pe>, marzo2016, fecha de consulta: 01 de Abril de 2016.
<<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2016/marzo/reporte-de-inflacion-marzo-2016.pdf>>
- Beltrán, Gris y Asociados SCRL (Deloitte), “Gloria S.A, Dictamen de los auditores independientes, Estados Financieros Separados Años terminados 31 de diciembre de 2014 y 2013”.<http://www.bvl.com.pe>, 2015, fecha de consulta: 10 de Octubre de 2015.
<http://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2014&Trimestre=A&Rpj=006166&RazoSoci=GLORIA%20S.A.&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>
- Beltrán, Gris y Asociados SCRL (Deloitte), “Gloria S.A, Dictamen de los auditores independientes, Estados Financieros Separados Años terminados 31 de diciembre de 2013 y 2012”.<http://www.bvl.com.pe>, 2014, fecha de consulta: 10 de Octubre de 2015.
<http://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2013&Trimestre=A&Rpj=006166&RazoSoci=GLORIA%20S.A.&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>
- Beltrán, Gris y Asociados SCRL (Deloitte), “Gloria S.A, Dictamen de los auditores independientes, Estados Financieros Separados Años terminados 31 de diciembre de 2012 y 2011”.<http://www.bvl.com.pe>, 2013, fecha de consulta: 10 de Octubre de 2015.
<http://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2012&Trimestre=A&Rpj=006166&RazoSoci=GLORIA%20S-A&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>
- Blume, Marshall, “On the Assessment of Risk” Journal of Finance, Vol 26, No 1: 1 – 10. 1971
- Centran, “Reporte Financiero Burkenroad Perú – Gloria SA”, <http://centrum.pucp.edu.pe>, 30 de abril de 2013, fecha de consulta: 15 de Octubre de 2015.

<http://centrum.pucp.edu.pe/adjunto/upload/publicacion/archivo/mbag_tc18_grupo_3_gloria_sa.pdf>

- Citicorp Perú SA SAB, “Actualización N° 3 del Prospecto Marco para la emisión del primer programa de bonos corporativos de Gloria SA”, <http://www.bvl.com.pe>, 17 de junio de 2015, fecha de consulta: 10 de Octubre de 2015.

<<http://www.bvl.com.pe/hhii/006166/GLORIA%20BC5%20%20Prospecto%20Marco%20actualizacion.pdf>>

- Class & Asociados SA. ”Fundamento de clasificación de riesgo de Gloria SA”. <http://www.classrating.com>, 12 de junio 2015, fecha de consulta: 15 de Octubre de 2015.

<<http://www.classrating.com/Gloria.pdf>>

- Clayman Michelle, Fridson Martin, y George Throughton (2012), *Corporate Finance: A Practical Approach Second Edition*. CFA Institute.

- Damodaran Aswath, “Damodaran Online”, <http://www.stern.nyu.edu/>, 2016, fecha de consulta: 01 de Abril de 2016.

<<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

- Damodaran Aswath, “Estimating Equity Risk Premiums”, New York University Working Paper. 1999.

- Damodaran Aswath, “Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice”, New York University Working Paper. 2003.

- Dongo-Soria Gaveglio y Asociados SCRL (PWC), “Gloria S.A., Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2011 y 31 de Diciembre de 2010”. <http://www.bvl.com.pe>, 2012, fecha de consulta: 10 de Octubre de 2015.

<http://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2011&Trimestre=A&Rpj=006166&RazoSoci=GLORIA%20S.A.&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>

- Dongo-Soria Gaveglio y Asociados SCRL (PWC), “Gloria S.A., Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2010 y 31 de Diciembre de 2009”. <http://www.bvl.com.pe>, 2011, fecha de consulta: 10 de Octubre de 2015.

<http://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2010&Trimestre=A&Rpj=006166&RazoSoci=GLORIA%20S.A.&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>

- Equilibrium Clasificadora de Riesgo SA, “Informe de Clasificación de Gloria SA”. <http://www.equilibrium.com.pe>, 29 de mayo 2015, fecha de consulta 15 de Octubre de 2015. <<http://www.equilibrium.com.pe/Gloria.pdf>>
- Final fundamentos. “7. Responsabilidad Social”. <http://finalfundamentos.wikispaces.com> , 2013, fecha de consulta: 15 de Diciembre de 2015. <<http://finalfundamentos.wikispaces.com/7.+Responsabilidad+Social?showComments=1>>
- Gestión. “Gloria es la empresa con mayor reputación en el 2014”, <http://www.gestion.com.pe> 2014, fecha de consulta: 15 de Diciembre de 2015. <<http://gestion.pe/economia/gloria-empresa-mayor-reputacion-2014-2096790>>.
- Ministerio de Economía y Finanzas. República del Perú (MEF), “Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018”, <http://www.mef.gob.pe>, 2016, fecha de consulta: 01 de Abril de 2016. <https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2016_2018.pdf>
- Ministerio de la Producción (Produce), “Descripción del Subsector, estructura subsectorial, desempeño del subsector e inversión”, <http://www.produce.gob.pe>, 1996, fecha de consulta: 15 de Octubre de 2015. <<http://www2.produce.gob.pe/RepositorioAPS/2/jer/SECTPERFMAN/1520.pdf>>
- Paredes, Zaldívar y Burga Asociados SCRL (Ernst & Young), “Gloria S.A., Estados financieros separados al 31 de diciembre 2015 y de 2014 junto con el dictamen de los auditores independientes”. <http://www.bvl.com.pe>, 2016, fecha de consulta: 20 de Febrero de 2016. <http://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2015&Trimestre=A&Rpj=006166&RazoSoci=&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>
- Perulactea. “Grupo Gloria Ayudará a Mejorar Sistema de Agua Potable en Moche, La Libertad”. <http://www.perulactea.com>, 2013, fecha de consulta: 15 de Diciembre de 2015. <<http://www.perulactea.com/2013/01/25/grupo-gloria-ayudara-a-mejorar-sistema-de-agua-potable-en-moche-la-libertad>>
- Rodríguez R., Jorge C.- Presidente del Directorio de Gloria SA, “Gloria S.A., Memoria Anual 2015”, <http://www.bvl.com.pe>, 16 de Febrero de 2016, fecha de consulta: 15 de Febrero de 2016. <http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa36100_R0xPUklBSTE.html>
- Rodríguez R., Jorge C.- Presidente del Directorio de Gloria SA, “Gloria S.A., Memoria Anual 2014”, <http://www.bvl.com.pe>, 24 de Febrero de 2015, fecha de consulta: 15 de Octubre de 2015. <http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa36100_R0xPUklBSTE.html>

- Rodríguez R., Jorge C.- Presidente del Directorio de Gloria SA, “Gloria S.A., Memoria Anual 2013”, <http://www.bvl.com.pe>, 25 de Febrero de 2014, fecha de consulta: 15 de Octubre de 2015.
<http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa36100_R0xPUklBSTE.html>
- Rodríguez R., Jorge C.- Presidente del Directorio de Gloria SA, “Gloria S.A., Memoria Anual 2012”, <http://www.bvl.com.pe>, 25 de Febrero de 2013, fecha de consulta: 15 de Octubre de 2015.
<http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa36100_R0xPUklBSTE.html>
- Rodríguez R., Jorge C.- Presidente del Directorio de Gloria SA, “Gloria S.A., Memoria Anual 2011”, <http://www.bvl.com.pe>, 21 de Febrero de 2012, fecha de consulta: 15 de Octubre de 2015.
<http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa36100_R0xPUklBSTE.html>
- Rodríguez R., Jorge C.- Presidente del Directorio de Gloria SA, “Gloria S.A., Memoria Anual 2010”, <http://www.bvl.com.pe>, 22 de Febrero de 2011, fecha de consulta: 15 de Octubre de 2015.
<http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa36100_R0xPUklBSTE.html>
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). “(10150) Reporte sobre el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo”, www.smv.gob.pe, Año 2014, fecha de consulta: 15 de Noviembre de 2015.
<www.smv.gob.pe/sil/RGG0000200500140001.doc>
- Zavala Pope, Mauricio. “Análisis del sector lácteo peruano”. <http://www.infolactea.com>, 2010, fecha de consulta: 30 de Noviembre de 2015.
<http://www.infolactea.com/.../uploads/2016/02/analisis_sector_lacteo_peruano.>

Anexos

Anexo 1. Descripción del grupo económico

Gloria forma parte de uno de los más importantes conglomerados industriales peruanos, el cual está conformado por empresas que operan en diversos sectores (ver anexo 1): alimentos, cemento y concreto; papeles, cartones y empaques; sector agroindustrial (azúcar) y sector del alcohol. Tienen también presencia en diferentes sectores de servicios, como transporte, manejo logístico y distribución comercial, y cuentan con operaciones en siete países de América Latina (Perú, Bolivia, Argentina, Colombia, Puerto Rico, Ecuador y Panamá).

Organigrama del grupo económico



Fuente: Elaboración propia, con base en el Informe de clasificación de riesgo Class & Asociados SA. Mayo 2015. .

Holding cementero, creado a partir de la escisión del bloque patrimonial de Gloria, dedicado a los negocios cementero, minero y de explosivos. La empresa holding es Consorcio Cementero del Sur S.A., conformada por:

- Yura S.A, dedicada a la producción de cemento, concreto y *clinker*.
- Cal & Cemento Sur S.A., dedicada a la producción y venta de cal y cemento.
- Industrias Cachimayo S.A., fábrica nitrato de amonio y fertilizantes nitrogenados.
- SOBOCE, importante empresa cementera de Bolivia (50% de participación de mercado), adquirida en el 2011 mediante un financiamiento puente con el banco JP Morgan en el cual intervienen el Consorcio Cementero del Sur- Concesur (US\$20MM) y Yura (US\$50MM).

Holding alimentario, en donde JORBSA (Gloria Foods) actúa como empresa holding de las empresas dedicadas al negocio lácteo y alimentario, compuesto por:

- Gloria S.A., que produce y comercializa leche industrializada y derivados lácteos en el Perú. Sus empresas subsidiarias son EMOEM (holding que opera los negocios del grupo en Bolivia, propietaria de Pil Andina S.A.), Logística del Pacífico SAC, Agroindustrial del Perú SAC y Lácteos San Martín S.A.
- Distribuidora Exclusiva de Productos de Calidad SAC (DEPRODECA), empresa proveedora de servicios de marketing, de ventas nacionales y de exportación, distribución y almacenaje a las empresas del grupo.
- Grupo Gloria Holding Corporation, domiciliada en Puerto Rico, que está integrada por empresas productoras de leche industrializada, jugos y bebidas a base de fruta, fabricante de envases plásticos y comercializadora de café.
- Algarra S.A. de Colombia, subsidiaria de Inversiones Gloria Colombia S.A., adquirida en el 2004, dedicada al procesamiento y la comercialización de leche y sus derivados y a la producción de jugos Tampico para la región Cundinamarca.
- Inversiones Gloria Argentina S.A., propietaria de la Compañía Regional de Lácteos de Argentina S.A., creada en el 2005 en asociación con la empresa argentina La Ramada S.A., a través de la cual se ha construido una planta de elaboración de leche en polvo en la provincia de Santa Fe.
- Lechera Andina S.A., dedicada a la producción y la comercialización de derivados lácteos, ubicada en Ecuador.

Holding azucarero, conformado por empresas adquiridas a través de la holding Corporación Azucarera del Perú S.A., que ha permitido al Grupo Gloria consolidarse como el primer grupo agroindustrial del Perú con una participación en el sector de 42%, compuesto por:

- Casagrande S.A., ingenio azucarero con la mayor capacidad productiva del país, el cual pertenece al grupo desde el 2005.
- Cartavio S.A., empresa azucarera de la cual posee el 80.64% de su capital desde el 2007.
- Empresa Agraria Chiquitoy S.A., subsidiaria de Cartavio, que cultiva caña de azúcar.
- Empresa Agrícola Sintuco S.A., dedicada a la producción de caña de azúcar.
- Agroindustrias San Juan SAC, cuyos cultivos de caña serán destinados principalmente al proyecto de producción de etanol.
- Agroindustrias San Jacinto S.A., adquirida en Octubre de 2009, a través de la compra del 72.57% de las acciones, mediante la cesión del íntegro de las acciones de Farmacéutica del Pacífico S.A.

Fondo de Inversiones Diversificadas S.A., que tiene participación sobre las siguientes empresas:

- Trupal S.A., dedicada a la fabricación y la comercialización de papeles y cartones, así como de todo tipo de cajas y empaques flexibles.
- Tableros Peruanos S.A., dedicada a la producción de tableros aglomerados de madera de pino y de bagazo de caña de azúcar con resina, comercializados bajo la marca Maderba.

Otras inversiones: Directas de los Sres. Vito y Jorge Rodríguez Rodríguez son Lakebar Holding S.A. (domiciliada en Panamá), Distribuidora Feria Pucallpa SAC., Feria Oriente SAC., Agropecuaria Chachani SAC. y Transformaciones Técnicas S.A. A su vez, es propietaria de Inmobiliaria Hersel S.A. y participa en Racionalización Empresarial, dedicada a brindar servicios de transporte de carga, tanto a empresas del grupo como a terceros, y servicios de asesoría y gestión empresarial a empresas del grupo.

Fuente: Class & Asociados 2015.

Anexo 2. CIU 152017: Descripción del subsector

Delimitación: esta clase incluye la elaboración de leche: clasificación, filtración, inspección y refrigeración de crema y de leche entera, fresca y líquida; separación de la crema de la leche; pasteurización, esterilización, homogenización, pectonización y maternización de la leche; congelación y batido de la crema, concentración, fermentación y cultivo de leche, envase de leche y crema en botellas y recipientes de cartón; producción de leche y crema en forma sólida, a saber, en bloques, polvo y gránulos. Producción de mantequilla natural y de mantequilla desecada, resolidificada o convertida en mantequilla rancia. Producción de mantequilla de leche de búfala (Ghee). Producción de queso y cuajada: fresco, curado, de pasta dura o fundido. Producción de suero: fresco, concentrado o desecado. Producción de helados y otros productos comestibles similares, con crema o chocolate o sin ellos. Producción de caseína y lactosa.

Articulación con otras actividades económicas: la industria de productos lácteos está articulada básicamente con el desarrollo de la actividad pecuaria, toda vez que es proveedora de la materia prima más utilizada por el subsector, como es la leche fresca. Además, existen encadenamientos con otros subsectores proveedores de insumos utilizados por el subsector, tales como la industria del azúcar, la industria de envases plásticos y de hojalata y la industria química, entre otras. Evidentemente, el subsector está vinculado con el sector terciario para la comercialización de

¹⁷ CIU: el código CIU es la sigla de la Clasificación Industrial Internacional Uniforme de todas las actividades económicas. (PRODUCE, 2001)

productos elaborados. Cabe precisar que el uso de la leche fresca en el Perú se orienta hacia las empresas procesadoras, al gobierno (programas sociales de PRONAA y FONCODES) y al sector informal o al autoconsumo.

Principales líneas de producción y productos: en el mercado de productos lácteos se obtiene una gran variedad de productos finales. La leche industrial que se consume en forma fluida es el más importante, siendo los derivados lácteos (mantequilla, quesos, yogurt y cremas) de poco peso. Leche (evaporada, pasteurizada, condensada), derivados lácteos (queso, yogurt, cremas, mantequilla).

Fuente: Produce 2001.

Anexo 3. Evolución histórica y principales hechos de importancia

Gloria S.A, es una empresa que inició sus operaciones en la ciudad de Arequipa el 5 de febrero de 1941, bajo la denominación de Leche Gloria S.A., con aportes voluntarios de General Milk Company Inc. Posteriormente, y tras una época marcada por fusiones y adquisiciones, José Rodríguez Banda se hizo de la mayoría del accionariado, siendo controlada por dicho Grupo desde el año 1986.

La empresa continuó con la producción y la comercialización de la leche evaporada como su principal producto e incursionó en otros productos lácteos, como los yogures, cuando adquirió en 1993 la empresa Sociedad Agraria Ganadera Luis Martín, en el distrito de Puente de Piedra en Lima, y en 1994, con la compra de Industrial Derivados Lácteos S.A. (INDERLAC), se ingresó en el mercado de las leches listas para tomar UHT, crema de leche, quesos y jugos.

Como el mercado principal radicaba en la capital, se tomó la decisión de construir la primera etapa del Complejo Industrial en Huachipa, Lima, y el 11 de enero de 1999 se inició la producción de leche evaporada, constituyendo una de las mejores plantas de su tipo en el mundo, con tecnología de punta. Un año más tarde concluyó la construcción de la planta de derivados lácteos para la fabricación de yogures, quesos, leche y jugos en caja y bolsa UHT.

En julio de 1999, Gloria compró el 99.98% del capital social de Carnilac S.A (Carnilac), empresa propietaria de tres plantas productoras de derivados lácteos, ubicadas en Huacho, Trujillo y Cajamarca, la cual fue posteriormente absorbida por Gloria.

Continuando con su proceso de expansión local, en setiembre de 1999, Gloria adquirió los activos de Friesland Peru S.A., suscribiendo un contrato con la empresa matriz Friesland Brands B.V

(Holanda), para la cesión de uso de la licencia y el pago de regalías de las marcas Bella Holandesa y Yomost.

A partir del año 2003, a través de su matriz JORBSA, Gloria inicio la expansión de sus negocios en el mercado internacional, a través de la adquisición de diversas empresas y la conformación de asociaciones, cuyas actividades principales se desarrollaran en el sector lácteo, logrando diversificar las fuentes de su principal insumo (leche), abasteciéndose de plantas ubicadas en el exterior. Gloria tiene presencia en otros países de la región, como Bolivia (1996), Puerto Rico (2003), Colombia (2004) y Argentina. En los últimos años Gloria viene ampliando constantemente su cartera de productos con el afán de satisfacer mejor a sus consumidores nacionales y es así que a la fecha cuenta con las marcas Gloria, Bonlé, Pura Vida, Bella Holandesa, Mónaco, Chicolac, Yomost, Yogurello y La Mesa y con una diversidad de productos como leche evaporada, leche fresca UHT en caja y en bolsa, yogures, quesos, base de helados, crema de leche, manjar blanco, mantequilla, mermelada, jugos, refrescos, café y conservas de pescado.

Detalle cronológico:

- 1941: la empresa General Milk Company Inc. constituyó la empresa Leche Gloria S.A. en la ciudad de Arequipa.
- 1942: se inicia la fabricación de leche evaporada “Gloria”. Posteriormente, General Milk Company Inc. fue adquirida por Carnation Company.
- 1978: Leche Gloria S.A. cambió su razón social a Gloria S.A.
- 1985: Nestlé de Suiza se convierte en propietaria por mayoría de Gloria S.A. al adquirir la empresa Carnation Company a nivel internacional.
- 1986: la empresa peruana José Rodríguez Banda S.A. (JORSA) adquiere un paquete mayoritario de acciones de Gloria, siendo este el inicio de lo que hoy en día se conoce como Grupo Gloria.
- 1993: adquiere la empresa Sociedad Agraria Ganadera Luis Martín, incursionando en la elaboración de otros productos lácteos, como yogures.
- 1994: compra de Industrial Derivados Lácteos S.A., ingresando al mercado de leches listas para tomar UHT, crema de leche, quesos y jugos.
- 1995: decide iniciar operaciones en la Bolsa de Valores de Lima.
- 1999: compra el 99.98% del capital social de Carnilac S.A., empresa propietaria de tres plantas productoras de derivados lácteos, ubicadas en Huacho, Trujillo y Cajamarca. Asimismo,

suscribió un contrato con la empresa matriz Friesland Brands, para la producción y la comercialización de productos con las marcas Bella Holandesa y Yomost para el Perú.

- 2000: expande su mercado hacia el mundo en Sudamérica, América Central, el Caribe, Medio Oriente y África.
- 2003: efectúa la primera emisión de bonos corporativos hasta por S/.52.1 millones.
- 2009: se emitió y colocó la primera emisión de papeles comerciales por S/.25 millones. Se emitió y colocó la novena y décima emisión de bonos corporativos por S/.50 y S/.78 millones, respectivamente.
- 2010: realiza un contrato de compra-venta por el que adquiere los signos distintivos de Milkito de Agraria El Escorial, relanzando la marca Milkito en el mercado.
- 2011: el directorio acordó la fusión por absorción de Empaq S.A., empresa dedicada a la fabricación de envases de hojalata.
- 2012: adquiere el 55% de las acciones de Ecolat Uruguay S.A., a través de la empresa Litrex S.A., subsidiaria de JORBSA.
- 2013 - 2014: El 16 de diciembre de 2013, la junta general de accionistas aprobó el proyecto de fusión de la empresa con su relacionada Lácteos San Martín SAC, efectiva a partir del 1 de enero de 2014 con el objeto de integrar sus actividades a las de la empresa.
- 2015: Gloria decidió cerrar sus operaciones en Uruguay, la cual realizaba a través de la firma Ecolat.

Anexo 4. Operaciones

Gloria cuenta con veintitrés centros de acopio y enfriamiento donde recibe la leche fresca de cerca de dieciséis mil proveedores ganaderos, contando con una amplia cobertura a nivel nacional. La producción parte de la relación entre Gloria y los ganaderos de las principales cuencas lecheras del Perú, los cuales acopian la leche fresca en las plantas de recepción. La leche fresca es transportada a diversas plantas receptoras, ubicadas en las principales cuencas lecheras a nivel nacional, las que se extienden desde Tacna, al extremo sur del país, hasta Piura y Cajamarca, en el norte, donde la leche es enfriada y luego transportada a las plantas de procesamiento.

De este modo, cuenta con una amplia cobertura, que constituye una de sus principales fortalezas y barreras de entrada para otros competidores, lo cual, a su vez, le permite tener un alto poder de negociación con los ganaderos productores de leche fresca cruda. Sin embargo, la empresa ha desarrollado una estrecha relación con los ganaderos, brindándoles apoyo en capacitación.

Gloria ha logrado desarrollar la integración vertical en sus operaciones, empezando por el acopio, transporte, producción, envasado y distribución. Además, hay fuerte sinergias con empresas del grupo económico: Trupal (elaboración de envases), Casagrande y Cartavio (proveedores de azúcar), Raciemsa (servicios de transporte) y Deprodeca (logística de distribución). Su red de distribución le permite llegar a casi todos los puntos de venta en el Perú. La integración vertical desarrollada en sus operaciones le ha permitido generar economías de escala, lo cual le ha permitido lograr la consolidación de su liderazgo.

Anexo 5. Marcas

La empresa ofrece sus productos a través de diversas marcas, estrategia que responde, principalmente, al segmento objetivo al cual se desea penetrar. Asimismo, la segmentación de los productos se da a partir de los diversos aditivos, vitaminas y sabores que se incorporan al producto.

	Marca	Varietades
Leche	Gloria	Evaporada: entera, light, calcio + hierro, súper light, deslactosada y niños con DHA.
		UHT: entera light, chocolatada, súper light, calcio + hierro, sin lactosa, chocolatada, sin lactosa, personalizada, niños con DHA y ActiAvena
		Leche condensada
		Crema de leche
	Pura Vida	UHT: entera, light y chocolatada
		Evaporada: nutrimax
	Bella Holandesa	UHT: entera, chocolatada y sin lactosa
Leche de vaca instantánea en polvo		
Soy Vida	Evaporada: entera y light	
Chicolac	Evaporada y UHT a base de soya	
La Mesa	UHT: chocolatada	
Yogurt	Gloria	Crema de leche
		Bebible entero y light, Acti-Bio, Batti Shake, Bebida de Yogurt, Frutado, Prodefensis, Calcifem, Batti Mix, Pasión, Niños, Go, Vitacol y Crunch
	Pura Vida	Nutribio Bebible Entero y Mix
	Soy Vida	Yogurt a base de soya
	Milkito	Yogurt entero
	Yo Most	Bebible en caja UHT
Jugos y Refrescos	Gloria	Néctar de frutas y chicha morada
	Pura Vida	Néctar de frutas
	Aruba	Refrescos citrus punch
	Tampico	Refrescos citrus punch, island punch y tropical punch
	Leaf Tea	Té Verde
Otros Alimentos	Gloria	Conservas de pescado: sólido de atún, filete de atún, filete de caballa, trozos de atún, graté de jurel y graté de caballa
		Mermelada de fresa
		Mantequilla
		Panetón
	Bonle	Queso: Edam, Edam light, Danbo, Gouda, Paria, Parmesano, Fundido, Mozzarella, Fresco y Fresco light.
		Manjarblanco
	La Mesa	Manjarblanco
Monaco	Café: instantáneo, expreso y descafeinado	

Fuente: Elaboración propia, con base en Equilibrium Clasificadora de Riesgo, 2015.

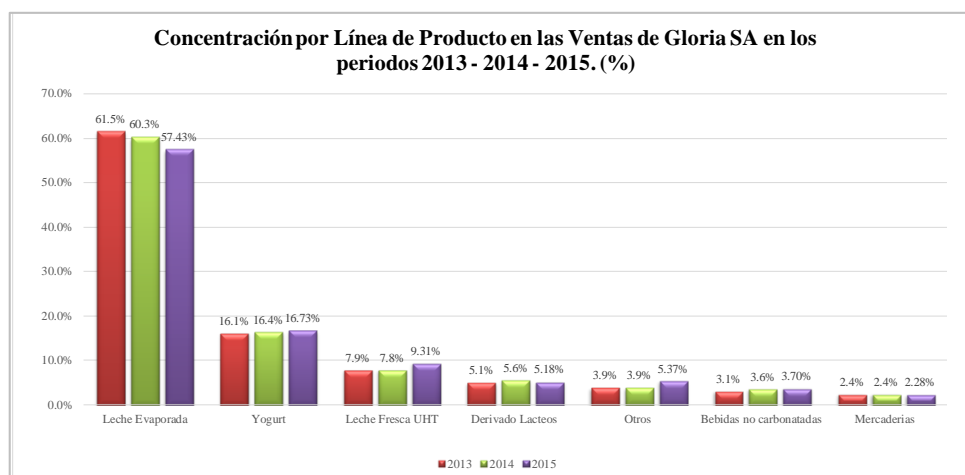
Anexo 6. Líneas de productos y *market share*

La empresa Gloria S.A. produce y comercializa diferentes productos, los cuales pasamos a detallar de acuerdo con el orden en el que impactan sobre las ventas:

Líneas de Productos	Gloria SA		Mercado Total Perú							
	2014	Partic (%)	2015	Partic (%)	Var (%)	Partic (%)	2014	Partic (%)	2015	Var (%)
Leche Evaporada	2,016,977	60.3%	2,021,544	57.4%	0.23%	84.6%	2,384,697.33	84.8%	2,383,896.23	-0.03%
Leche Fresca UHT	262,730	7.8%	327,771	9.3%	24.76%	77.0%	341,207.79	76.8%	426,785.16	25.08%
Yogurt	548,133	16.4%	588,696	16.7%	7.40%	83.8%	654,096.66	81.9%	718,798.53	9.89%
Subtotal	2,827,840	84%	2,938,011	83%	32%	83.7%	3,380,002	83.2%	3,529,480	4.42%
Derivados Lácteos (queso, leche en polvo, crema leche, base helados, mantequilla, manjarblanco, condensada)	187,311	5.6%	182,212	5.2%	-2.72%					
Bebidas No Carbonatadas (jugos, refrescos, te, agua)	120,510	3.6%	130,188	3.7%	8.03%					
Envases metálicos	19,939	0.6%	25,307	0.7%	26.92%					
Mercaderías (conservas, café, mermeladas, paneton, snack's)	80,088	2.4%	80,372	2.3%	0.35%					
Otros (agropecuarios, inseminacion, servicios corporativos, otros)	111,757	3.3%	163,673	4.7%	46.45%					
Total General	3,347,445	100.0%	3,519,763	100.0%	5.15%					

Fuente: Elaboración propia, con base en la Memoria 2015 de Gloria S.A.

Como se puede observar, en el 2015 la leche evaporada se mantiene como el principal generador de ingresos con el 57.4% del total generado. Sin embargo, se ha reducido su participación en 3% dentro de los ingresos de Gloria S.A., producto del considerable esfuerzo comercial para desarrollar otras líneas de negocio, como estrategia de diversificación de productos. Aun así mantiene el liderazgo, contando con 84.8% del mercado total. La línea de yogurt es la segunda línea de negocio más importante dentro de los ingresos (16.7%) de Gloria, habiendo crecido 7.4% respecto del 2014, y con relación al mercado, tiene participación de 81.9%. La tercera línea de negocio más importante de Gloria es la leche fresca UHT, la cual muestra participación en los ingresos del 9.3%, lo cual representa un crecimiento del 24.76% respecto de la participación en los ingresos del 2014, siendo la línea de negocio con crecimiento más representativo dentro de las tres principales líneas de negocios de Gloria S.A. Respecto del mercado, tiene el 76.8% de participación del mismo. Además, hay que resaltar que la línea de bebidas no carbonatadas (+8%) también ha mostrado crecimiento del 8% respecto del 2014. Cabe destacar que las líneas de mayor valor agregado (yogurt, bebidas no carbonatadas y derivados lácteos, entre otros) representan para la empresa mayores márgenes. En el siguiente gráfico se puede observar, de forma desagregada y comparativa con dos periodos previos al 2015, la concentración por línea de negocio sobre las ventas de la empresa:



Fuente: Elaboración propia, con base en la Memoria Anual 2014 y 2015.

Es importante mencionar que las exportaciones de la empresa representaron el 10.5% de las ventas en el 2015 (13% en el 2014, 11.6% en el 2013).

Anexo 7. Políticas comerciales

Proveedores: el principal insumo de la empresa es la leche fresca, y sus principales abastecedores son los ganaderos de Arequipa, Lima, Cajamarca y Trujillo, teniendo más de quince mil proveedores lácteos y veintitrés centros de acopio y enfriamiento a nivel nacional. Actualmente, la leche fresca representa entre el 70% y 75% de las compras del periodo, mientras que las importaciones del periodo representan entre el 25% y 30% de las compras. La oferta nacional de leche fresca resulta insuficiente para satisfacer la demanda nacional, la misma que presenta una reducida tasa de crecimiento de la población de vacas de ordeño (0% en el 2013, 1.78% en el 2014), (ver anexo 15), lo que determina la importación (11% de sus compras totales y 30% de sus importaciones del 2015) de leche en polvo de Nueva Zelanda, Bolivia y Argentina, reduciendo así el riesgo de desabastecimiento. Las importaciones de Gloria se concentran en su mayoría en leche en polvo, así como productos laminados para la elaboración de latas, seguido por *butteroil*, tapas y tapones, azúcares, suero de mantequilla y polietileno, entre otros.

Política de compras: mantienen política de pago de máximo sesenta días. Asimismo, hay que resaltar que las cuentas por pagar presentan un estable periodo de pago de 57 días.

Clientes: el principal cliente (40% de sus ventas) es la subsidiaria Deprodeca, con la cual tiene contrato de dos años (renovable) para la distribución mayorista de sus productos, la misma que distribuye en Lima y algunas provincias, llegando a distribuidores y comercializadores mayoristas. El resto de los clientes mantuvo una participación individual menor al 6% de las ventas totales en el 2015, entre ellos Supermercados Peruanos, Cencosud, Aurelac y Makro, entre otros. Cuenta con una cadena de distribución propia, con siete oficinas regionales en Piura, Chiclayo, Trujillo, Huancayo, Ica, Arequipa y Cuzco. Asimismo, tiene un almacén central en Lima y diez en provincias. Es importante mencionar que las exportaciones de la empresa representaron el 10.5% de las ventas en el 2015 (13% en el 2014, 11.6% en el 2013) (ver anexo 10).

Política de ventas y cuentas por cobrar: la política es vender principalmente al contado, a través de descuentos sobre el precio (para mayoristas). Sin embargo, su principal distribuidor es la empresa subsidiaria Deprodeca, la misma que cuenta con plazos de cobro de sesenta días.

Anexo 8. Matriz FODA de la empresa

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> • Liderazgo y posicionamiento en lácteos. • Integración vertical de sus procesos. • Economías de escala. • Sólido desempeño financiero. • Presencia en países de América Latina. • Marcas posicionadas y de prestigio. • Poder de negociación respecto de proveedores (alrededor de 20M ganaderos). • Redes de acopio a nivel nacional. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bajo consumo per cápita de lácteos. • Expansión a otras categorías de productos alimenticios para diversificar los ingresos. • Incremento de las exportaciones. • Baja presencia de productos lácteos finales importados. • Importación de leche en polvo y de otros insumos lácteos para la elaboración de leche evaporada y derivados. • Mayor penetración de supermercados a nivel nacional impulsarán los lácteos.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> • Dependencia de los insumos importados, así como volatilidad en los precios de los mismos. • Déficit de proveedores locales de leche fresca. • Costos del sector ganadero dependen de la volatilidad de insumos agrícolas, como el maíz y la soya. • Carencia de sistemas de electrificación, refrigeración y transporte impactan en bajos rendimientos e inocuidad de la leche que se acopia. • Reducción de la disponibilidad de terrenos para el forraje y pastoreo del ganado vacuno. • Concentración de ingresos en leche evaporada. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ingreso de competidores extranjeros. • Factores climáticos que afecten el abastecimiento de leche fresca. • Incremento del costo de las materias primas. • Presión de los ganaderos para reducir la importación de leche en polvo, la misma que cuenta con arancel del 0%. • Volatilidad de los insumos agrícolas para la ganadería y para la industrialización de la leche. • Medidas comerciales implementadas en países de la región podrían incidir en menor volumen de exportaciones.

Elaboración propia, 2016.

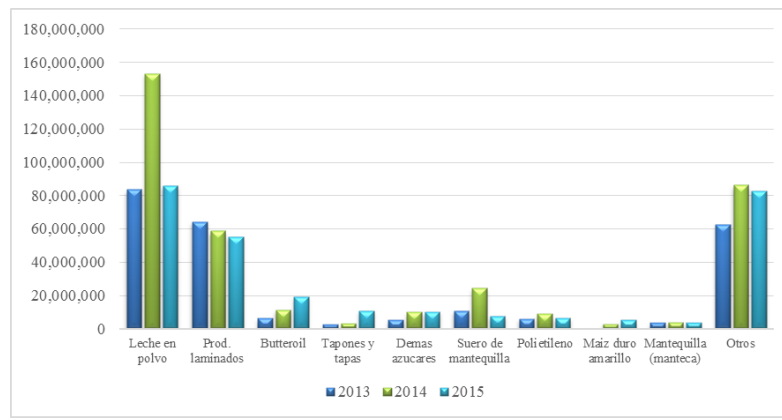
Anexo 9. Importaciones

Tabla de importaciones por periodo

Descripción arancelaria	2013		2014		2015	
	US\$ CIF	%	US\$ CIF	%	US\$ CIF	%
Leche en polvo	83,656,487	34.2%	153,203,426	42.3%	85,915,665	29.9%
Prod. laminados	64,161,812	26.2%	58,755,941	16.2%	55,140,860	19.2%
Butteroil	6,327,052	2.6%	11,377,190	3.1%	19,371,423	6.8%
Tapones y tapas	2,505,629	1.0%	3,072,867	0.8%	10,814,467	3.8%
Demas azucares	5,328,736	2.2%	10,095,146	2.8%	10,178,429	3.5%
Suero de mantequilla	10,779,130	4.4%	24,243,542	6.7%	7,649,244	2.7%
Polietileno	6,049,324	2.5%	8,886,535	2.5%	6,445,964	2.2%
Maiz duro amarillo	0	0.0%	2,742,543	0.8%	5,196,514	1.8%
Mantequilla (manteca)	3,575,187	1.5%	3,887,950	1.1%	3,573,265	1.2%
Otros	62,581,391	25.5%	86,267,806	23.8%	82,672,706	28.8%
	244,964,750	100.0%	362,532,946	100.0%	286,958,537	100.0%

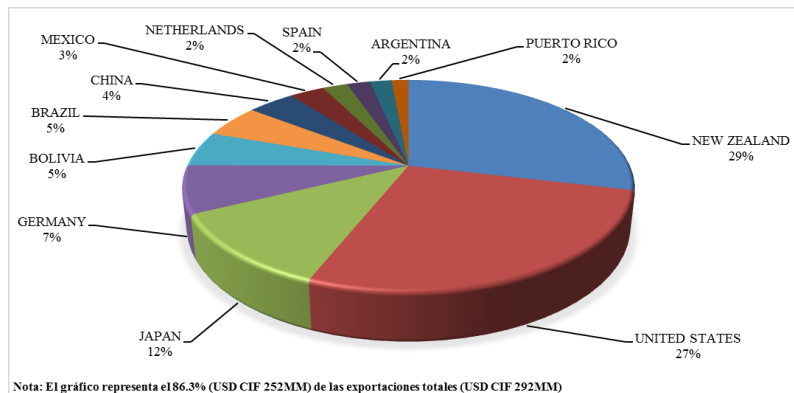
Fuente: Elaboración propia, con base en Data Trade.

Gráfico de importaciones por producto (USD CIF)



Fuente: Elaboración propia, con base en Data Trade.

Gráfico de importaciones por países (2015)



Fuente: Elaboración propia, con base en Data Trade.

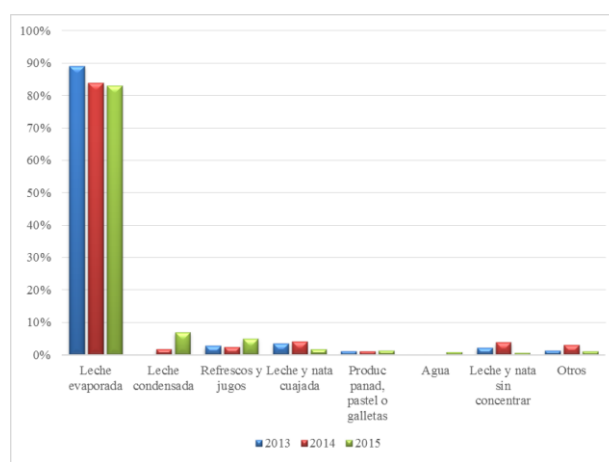
Anexo 10. Exportaciones

Tabla de exportaciones por periodo

Descripción Arancelaria	2013		2014		2015
	US\$ FOB	%	US\$ FOB	%	US\$ FOB
Leche evaporada	91,017,104	89.1%	106,495,147	84.0%	86,599,226
Leche condensada	0	0.0%	2,222,547	1.8%	7,207,655
Refrescos y jugos	2,776,726	2.7%	3,047,367	2.4%	5,064,207
Leche y nata cuajada	3,599,792	3.5%	5,098,543	4.0%	1,683,670
Produc panad, pastel o galletas	1,182,275	1.2%	1,324,294	1.0%	1,338,473
Agua	0	0.0%	0	0.0%	788,691
Leche y nata sin concentrar	2,217,028	2.2%	4,802,428	3.8%	595,445
Otros	1,308,397	1.3%	3,834,999	3.0%	1,061,332
TOTAL	102,101,323	100.0%	126,825,325	100.0%	104,338,699

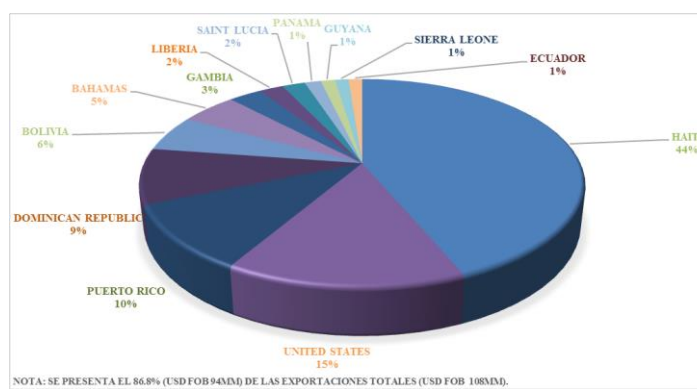
Fuente: Elaboración propia, con base en Veri Trade.

Gráfico de exportaciones por producto (%)



Fuente: Elaboración propia, con base en Veri Trade.

Gráfico de exportaciones por países (2015)



Fuente: Elaboración propia, con base en Veri Trade.

Anexo 11.Regresión del rendimiento de la acción de Gloria

Dependent Variable: GLORIA_RENDIMIENTO				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/16 Time: 16:58				
Sample: 2010M01 2015M12				
Included observations: 72				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IGBVL_RENDIMIENTO	0.595456	0.177475	3.355161	0.0013
C	0.021278	0.011913	1.786137	0.0784
R-squared	0.138537	Mean dependent var		0.019603
Adjusted R-squared	0.126230	S.D. dependent var		0.108045
S.E. of regression	0.100995	Akaike info criterion		-1.720100
Sum squared resid	0.714004	Schwarz criterion		-1.656859
Log likelihood	63.92360	Hannan-Quinn criter.		-1.694924
F-statistic	11.25710	Durbin-Watson stat		1.950196
Prob(F-statistic)	0.001284			

Fuente: Elaboración propia, con base en la BVL.

Anexo 12.Gobierno corporativo e iniciativas de responsabilidad social empresarial

«La compañía a través de la Junta General de Accionistas y el Directorio de la sociedad han acordado que el auditor externo sea una de las firmas auditoras más prestigiosas (Ernst&Young), a efectos de asegurar una adecuada fiscalización. Es por este motivo, que se han establecido los mecanismos idóneos para asegurar que la información financiera sea presentada a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en tiempo y modo oportuno; tanto trimestral, semestral y anualmente, tal como lo establece el Reglamento de Información Financiera y Manual para la Preparación de la Información Financiera; y, que los Hechos de Importancia sean comunicados de acuerdo a lo establecido en la Resolución SMV N° 005-2014-SMV/01, Reglamento de Hechos de Importancia e información Reservada.

Igualmente, se ha dispuesto de los mecanismos necesarios para garantizar los derechos de los accionistas a ser debidamente informados, convocados y que participen en las Juntas Generales de Accionistas con voz y voto.

Por otro lado, la empresa cuenta con valores definidos, los cuales son parte fundamental de su cultura, entre los cuales resaltan: - Cumplimiento de las obligaciones: Enfocados en actos que se

rigen por una conducta honesta, transparente y ética, así como por el fiel cumplimiento de sus obligaciones y el estricto acatamiento de las leyes de los mercados en que operan. - Dedicación al trabajo: Fomentan una cultura de trabajo donde el esfuerzo y dedicación de los colaboradores se oriente a brindar servicios y productos de la más alta calidad para asegurar la satisfacción de los clientes y consumidores. - Prudencia en la administración de los recursos: Reconocen la importancia de planificar y gestionar racionalmente los recursos de la Corporación para asegurar su solidez y continuidad en beneficio de sus proveedores, clientes, colaboradores, accionistas y las comunidades en las que actúa. - Cultura del éxito: Se trazan objetivos exigentes y trabajan tenazmente hasta alcanzarlos. Buscan mantener y/o alcanzar posiciones de liderazgo en todas las actividades que desarrollan. - Responsabilidad Social Empresarial: Hay un claro compromiso con el entorno donde invierte y realiza sus operaciones, presentándose como una empresa socialmente responsable» (Superintendencia del mercado de valores, 2014). Es así, que hemos encontrado algunos hechos en fuentes como los periódicos Gestión, La Primera y la web de Perú láctea de los años 2013 y 2014, información que permiten evidenciar este compromiso y que inclusive le han significado obtener distinciones entre la comunidad empresarial.» (Superintendencia del Mercado de Valores, 2014).

A continuación se presentan algunas iniciativas llevadas a cabo por la empresa en los últimos años:

- «El 25/01/2013, el Grupo Gloria ayudó a mejorar el Sistema de Agua Potable en Moche, La Libertad, con una inversión de S/. 5'364,050 dotará de servicios básicos de agua y desagüe a las comunidades de El Palmo, Larrea y Barrio Nuevo, que durante 34 años no han contado con dichos servicios, contribuyendo a mejorar la salud de las personas (pudiendo prevenir mejor y enfrentar enfermedades gastrointestinales y de la piel) y el cuidado del medio ambiente. En esta zona, precisamente, Gloria S.A. cuenta con una planta de concentración de leche, esencial para el desarrollo ganadero de la zona y la articulación productiva de la región. Esta obra la hace a través del mecanismo de “Canje de Obras por Impuestos”, según la Ley 29230». (Perulactea, 2013)
- «Si bien, los ganaderos lecheros del Perú hasta parte del 2013 denunciaban al Grupo Gloria por no tener un precio justo, por no aumentarles el precio de compra de la leche en porcentaje similar al incremento del costos de los ganaderos (por un incremento de los insumos que se utilizan para alimentar a las vacas). Mientras que, el Grupo Gloria, les reclamaba a los ganaderos por su tecnología desfasada, la cual deberían de mejorarla para reducir sus costos. Cabe mencionar que el Grupo Gloria compra entre el 75% y el 80% de toda la producción

nacional de leche, explotando así su poder de compra. Es que a partir del 2013, el Grupo Gloria toma medidas para trabajar con precio justo, lo cual se refleja en la reducción del margen bruto que ha pasado de 28% en el 2013 a 23.6% a Jun.2015.

- Cartavinos participaron masivamente en campaña de salud.- Miles de personas recibieron atención médica especializada gratuita en la campaña médica que organizó GLORIA S.A. en Cartavio. Evento que se realizó en respuesta al compromiso que tiene Gloria S.A para mejorar la nutrición, salud y el bienestar de la población.
- Niños de Inicial recibieron charla nutricional de la empresa Gloria a los niños de inicial del colegio América del Callao y al final de ésta obsequió a cada niño un yogurt con cereales y un cuaderno para colorear referente al tema.
- Grupo Gloria y Agrorural producen plántones forestales. Un total de 50 mil plántones forestales de diversas especies serán donados por el Grupo Gloria a las comunidades rurales que proveen de leche, sumándose así a la Campaña Nacional de Forestación de 230 millones de árboles promovidos por el Ministerio de Agricultura a través de Agro Rural. Esto se hace posible en el marco de la cooperación estratégica entre el Grupo Gloria y el Ministerio de Agricultura a través de Agro Rural, uniendo esfuerzos para mitigar los efectos del cambio climático mundial». (Finalfundamentos, 2013)
- «A consecuencia de que el Grupo Gloria ha replanteado su estrategia frente a su entorno, buscando ser una empresa socialmente responsable, realizando inversiones, actividades y eventos, es que en el 2013 y 2014 consigue el reconocimiento, luego del estudio RepTrak Pulse Perú realizado por Reputation Institute e Inmark Perú como la empresa peruana de mejor reputación en los ojos de los consumidores peruanos. Seguido en la lista se encuentra la empresa Coca Cola, Alicorp, RPP, Nestlé, América Televisión, Unique, San Fernando, Molitalia y Frecuencia Latina. Para este ranking, se analizó a 64 empresas dentro de 13 industrias distintas en el país. El estudio identifica cuál es para los consumidores peruanos el perfil ideal de una empresa reputada, que corresponde para una compañía con una oferta comercial de calidad, ética y transparente e innovadora. El estudio analiza la reputación corporativa a partir de la evaluación de siete dimensiones básicas de este intangible en otros tantos ámbitos del desempeño corporativo: Calidad de la oferta de productos y servicios, Innovación, Entorno de trabajo, Integridad (transparencia y ética), Ciudadanía (compromiso social y medioambiental), Liderazgo (calidad de gestión) y Resultados financieros. Obteniendo las siguientes conclusiones:

- Los consumidores peruanos confían más en las empresas que operan en el país.
- La crisis financiera no ha hecho mella en la confianza de la población hacia sus empresas. Con respecto al 2013, la media de las diez empresas con mejor reputación en el 2014 ha aumentado.
- Las compañías del Perú están redefiniendo su papel en la sociedad y preocupándose no sólo por ofrecer unos productos y servicios de verdadera calidad y capaces de satisfacer las expectativas de sus consumidores, sino también por construir una historia de confianza y credibilidad en torno suyo.
- El estudio también confirma el impacto directo que una buena reputación corporativa tiene en la cuenta de resultados a través de los comportamientos favorables que este intangible propicia en los consumidores.
- Cada vez más, las decisiones de comprar, invertir o solicitar trabajo a una empresa dependen en mayor medida de aquello que la compañía sugiere a sus stakeholders. En la actualidad, lo que la empresa es y representa para los grupos de interés influye en sus decisiones en un 60% y la calidad de sus productos/servicios es un 40%.
- Además el estudio demuestra que existe una fuerte correlación entre la reputación y los comportamientos favorables hacia una empresa. Así, por cada cinco puntos que una empresa mejora su reputación incrementa en un 6.4% la intención de recomendarla, en un 5.7% la intención de comprar sus productos o en un 5.6% la intención de hacer un esfuerzo especial para concederle el beneficio de la duda en caso de crisis o de cualquier otra situación problemática». (Gestión, 2014)

Anexo 13. Análisis del sector

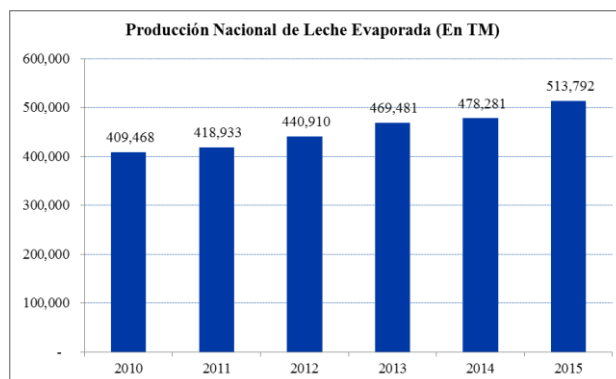
Tabla de la producción de lácteos en el Perú

D. PRODUCCIÓN MANUFACTURERA							
C.I.L.U.	DESCRIPCIÓN	U.M.	ENERO - DICIEMBRE				
			2013 (*)	2014 (*)	Variación (%)	2015 (*)	Variación (%)
101-107	Producción, Procesamiento y Conservación de Productos Alimenticios						
	29 LECHE EVAPORADA	TM	478,117	487,466	2.0%	513,792	5.4%
	30 YOGURT	KG	175,000,787	187,923,609	7.4%	204,511,011	8.8%
	31 LECHE FRESCA (PASTEURIZADA)	KG	117,399,896	117,255,611	-0.1%	124,430,979	6.1%
	32 HELADOS	KG	1,131,882	1,299,612	14.8%	1,454,550	11.9%
	33 QUESOS MADUROS	KG	5,434,933	4,868,686	-10.4%	5,890,859	21.0%
	34 QUESOS FRESCOS	KG	2,920,276	2,923,034	0.1%	3,116,161	6.6%
	35 MANTEQUILLA	KG	3,527,521	3,562,525	1.0%	4,223,508	18.6%
	36 CREMA DE LECHE	LT	49,893,953	47,057,587	-5.7%	39,915,255	-15.2%

Fuente: Produce-Demi, "Encuesta estadística Industrial Mensual", 31/01/2016.

La leche evaporada representa el principal producto lácteo a nivel nacional, el mismo que creció 7.4% respecto del 2014, como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

Gráfico de la producción nacional de leche evaporada por periodo



Fuente: Elaboración propia, con base en MINAG.

Sobre la evolución de las ventas de lácteos, el Gobierno del Perú, a través del Ministerio de Agricultura, señaló que se había planteado la meta de que el consumo anual per cápita de leche se incremente de 70 a 120 kilos al 2021, año en el que nuestro país cumple su bicentenario. El objetivo de ese sector es contribuir a una alimentación saludable de la población, de acuerdo con las recomendaciones de la Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO).

Según el fundamento de clasificación de riesgo de Gloria, Diciembre 2014, elaborado por Class & Asociados S.A., el mercado de productos lácteos en el Perú se caracteriza por su elevada concentración, ya que son tres las principales empresas (Gloria, Nestlé y Laive) que concentran casi el 90% del mercado, y el restante 10% está constituido por los productores artesanales.

Los productos lácteos y derivados se encuentran relacionados con el crecimiento de la economía peruana en general, y del consumo privado en particular. Al respecto, en el periodo 2000-2015, la tasa de crecimiento promedio del PBI fue de 5.2% y el consumo privado 4.9%, en tanto que los ingresos de Gloria crecieron en promedio 10.9% en el mismo periodo. De esa forma, la evolución de los ingresos de la empresa ha acompañado el desempeño de la economía nacional sobre reaccionando a su variación en promedio¹⁸. Esta relación es la que utilizaremos para nuestras proyecciones.

¹⁸El detalle de la evolución de las variables mencionadas se encuentra en el anexo 21 (Supuestos de proyección).

Análisis del sector a través de las cinco fuerzas de Porter

Amenazas de entrada

La amenaza al mercado es baja, ya que hay un fuerte posicionamiento y liderazgo por parte de Gloria, Laive y Nestlé. Además, estas empresas han desarrollado sus procesos bajo integración vertical, con lo cual consiguen economías de escala, reduciendo sus costos y siendo más competitivas.

Poder de negociación de los proveedores

La principal materia prima de la industria láctea y sus derivados es la leche fresca cruda, la cual cuenta con una reducida tasa de crecimiento de vacas de ordeño (0% en el 2013 y 1.78% en el 2014). La leche fresca es acopiada por centros ganaderos ubicados en todo el país, por lo que, dada su atonicidad, no representan una gran amenaza, más bien resalta el poder de compra de Gloria por los fuertes volúmenes de compra que requiere. Asimismo, dada la concentración en leche evaporada, esta puede ser producida con leche fresca o leche en polvo, por lo que la leche en polvo es un importante insumo sustituto de la industria, que permite mantener el equilibrio con los proveedores locales y cubrir el déficit de producción de leche fresca.

Poder de negociación de los clientes

Los productos lácteos son de consumo masivo, por lo que el número de clientes es elevado (mayoristas y minoristas), representando un bajo poder de negociación. El distribuidor más representativo de Gloria es su empresa afiliada Deprodeca, por lo que se hace poco probable que los clientes puedan ejercer algún poder de negociación.

Amenaza de productos sustitutos

Los productos lácteos forman parte de la canasta básica familiar peruana. Además, tienen un aporte nutricional identificado por la población. Asimismo, hay que tener presente que Gloria tiene un portafolio de productos diversificados, dentro del cual produce y comercializa algunos productos sustitutos como la leche de soya, lo cual le permite mitigar esta amenaza.

Rivalidad competitiva

Son pocos los actores en el mercado de lácteos y derivados. Ellos son Gloria, Laive y Nestlé, entre los cuales tienen el 96% de la participación de mercado, siendo Gloria la más competitiva y sobresaliente con, una participación de mercado del 83%.

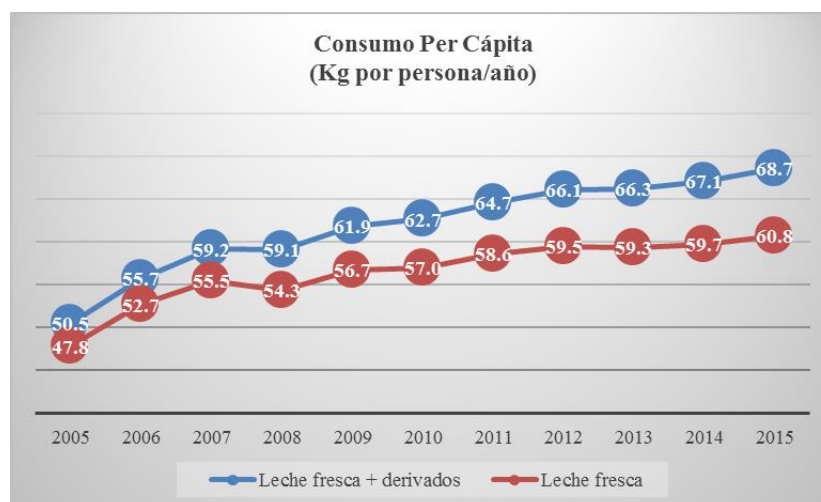
Anexo 14. Consumo per cápita

De acuerdo con la FAO (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura), el consumo de leche per cápita se enmarca en los siguientes rangos:

- «Elevado: consumo mayor a los 150 kg per cápita al año. El cual se encuentra en América del Norte, Argentina, Armenia, Australia, Costa Rica, Europa, Israel, Kirguistán y Pakistán.
- Medio: consumo entre 30 y 150 kg per cápita al año. Los países más representativos son la India, Japón, Kenia, México, Mongolia, Nueva Zelanda, La República Islámica de Irán, África Septentrional y Meridional, La mayoría del oriente próximo y la mayor parte de América Latina y el Caribe.
- Bajo (menor que 30 kilogramos per cápita al año) en Vietnam, Senegal, la mayoría de África Central y la mayor parte de Asia oriental y sudoriental» (FAO, 2016)

En el caso del Perú, debemos tener presente que aún existe oportunidad para el crecimiento en el consumo de lácteos, ya que si bien este viene creciendo anualmente, el consumo anual per cápita de lácteos fue de 68.7 kg por persona en el 2015, encontrándose por debajo de estándares internacionales (120-140 kg), y del consumo promedio per cápita de los países desarrollados (más de 150 kg), siendo además uno de los más bajos de la región (la mayoría de países está por encima de los 120 kg). Sin embargo, de acuerdo con la segmentación de la FAO, nos encontramos en un nivel de consumo medio (entre 30 y 150 kg por persona al año).

Gráfico histórico del consumo per cápita en el Perú



Fuente: Elaboración propia, con base en MINAG e INEI.

Anexo 15. Crecimiento de la población de vacas de ordeño

Tabla de la población nacional de vacas de ordeño

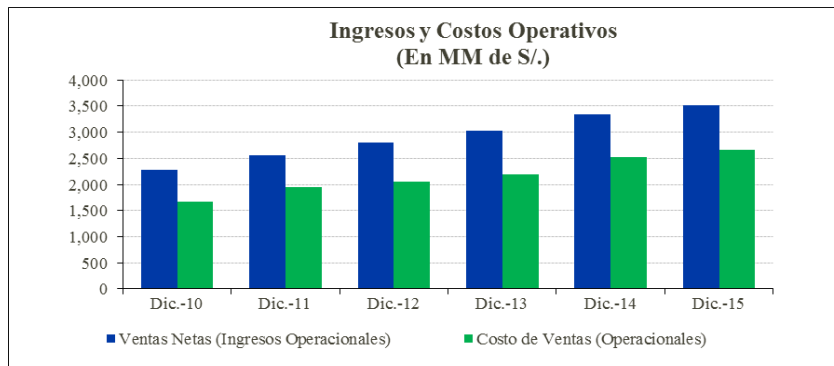
		POBLACIÓN DE VACAS EN ORDEÑO, SEGÚN UNIDAD AGRARIA, 2004 - 2014 (en unidades)											
Unidad Agraria De departamental		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 P/	2014 P/	Concentración
Tasa Crecimiento			4.90%	7.85%	1.28%	2.70%	1.78%	0.04%	3.51%	5.44%	0.00%	1.78%	
Total		657 352	689 564	743 700	753 189	773 508	787 256	787 604	815 251	859 630	859 634	874 941	100.00%
I	Tumbes	318	205	274	312	386	468	503	513	548	618	638	0.07%
II	Piura	28 000	30 800	35 139	34 728	34 457	34 191	30 208	35 419	38 995	34 915	34 685	3.96%
III	Lambayeque	12 500	11 495	13 733	11 917	12 550	12 432	13 419	15 349	16 016	15 929	18 394	2.10%
IV	La Libertad	30 935	31 910	33 386	34 127	34 893	35 121	35 989	37 489	38 090	38 786	39 057	4.46%
V	Áncash	15 172	15 138	15 084	15 428	15 207	14 076	14 449	14 358	14 592	13 862	14 497	1.66%
VI	Lima	67 701	72 396	73 854	74 318	73 291	74 109	75 086	75 684	75 347	75 768	78 501	8.97%
VII	Ica	6 536	6 635	6 646	6 730	7 086	7 588	7 724	7 811	8 270	8 929	9 578	1.09%
VIII	Arequipa	82 771	84 419	85 869	79 079	78 782	79 665	69 701	69 147	80 214	73 334	75 738	8.66%
IX	Moquegua	6 771	6 870	6 669	6 181	5 751	5 607	5 608	5 406	5 106	5 294	5 306	0.61%
X	Tacna	7 584	7 044	7 115	7 516	7 336	7 311	7 154	7 075	6 168	6 027	6 061	0.69%
XI	Cajamarca	106 854	110 070	111 986	122 855	123 689	133 538	131 082	136 630	140 044	142 803	146 401	16.73%
XII	Amazonas	52 238	57 182	55 010	54 898	58 893	59 729	60 701	59 696	60 572	63 081	64 800	7.41%
XIII	San Martín	6 854	7 617	7 362	8 608	11 413	17 445	17 224	18 300	17 898	17 882	17 920	2.05%
XIV	Huánuco	22 288	25 270	28 936	29 011	30 504	32 688	33 823	32 902	31 689	29 252	28 250	3.23%
XV	Pasco	21 340	21 448	28 867	28 841	24 494	25 378	25 471	24 424	25 984	25 040	24 350	2.78%
XVI	Junín	23 200	23 080	23 360	22 937	23 588	22 699	22 013	28 327	29 927	30 607	31 721	3.63%
XVII	Huancavelica	14 702	14 683	16 772	16 696	13 553	12 038	13 750	16 366	18 523	20 593	20 205	2.31%
XVIII	Ayacucho	22 898	25 778	22 789	24 300	24 706	26 416	31 807	33 551	34 782	34 138	34 747	3.97%
XIX	Apurímac	15 633	12 881	41 704	47 110	49 166	45 948	42 573	34 514	30 971	31 026	32 875	3.76%
XX	Cusco	23 884	33 699	35 232	30 059	40 433	35 564	40 723	53 373	77 508	82 467	84 286	9.63%
XXI	Puno	84 663	85 930	87 943	91 148	96 740	98 240	101 723	101 006	100 734	100 971	98 742	11.29%
XXII	Loreto	543	599	949	1 112	1 281	1 475	1 465	1 741	1 452	1 479	1 434	0.16%
XXIII	Ucayali	2 553	3 057	3 562	3 732	3 346	3 445	3 387	3 508	3 362	3 357	3 354	0.38%
XXIV	Madre de Dios	1 414	1 358	1 460	1 549	1 963	2 088	2 018	2 664	2 838	3 474	3 400	0.39%

Fuente: Ministerio de Agricultura y Riego – Dirección General de Evaluación y Seguimiento de Políticas – SIEA.

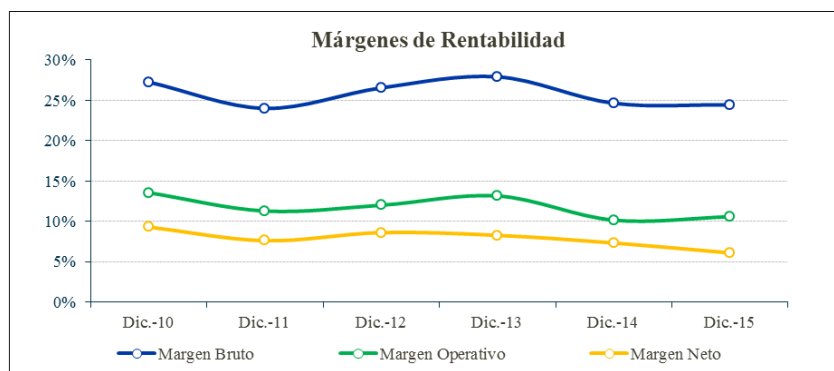
Anexo 16. Indicadores y gráficos financieros históricos

GLORIA S.A.							
Estado Financiero Individual							
Miles de Nuevos Soles							
Indicadores	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Balance General							
Activo Corriente	1,000,045	1,062,491	959,221	1,050,579	1,198,749	1,413,118	1,512,864
Activo Corriente para Prueba Ácida	708,045	638,557	528,719	476,915	576,876	634,862	684,087
Activo No Corriente	985,507	1,065,955	1,310,115	1,386,232	1,361,994	1,437,117	1,664,731
Activo Total	1,985,552	2,128,446	2,269,336	2,436,811	2,560,743	2,850,235	3,177,595
Pasivo Corriente	348,806	466,638	516,698	631,137	699,430	752,513	840,721
Pasivo No Corriente	465,811	431,392	416,664	406,158	410,832	553,862	735,870
Pasivo Total	814,617	898,030	933,362	1,037,295	1,110,262	1,306,375	1,576,591
Patrimonio	1,170,935	1,230,416	1,335,974	1,399,516	1,450,481	1,543,860	1,601,004
Deuda Financiera	475,451	406,687	447,576	441,685	416,716	642,977	752,202
Corto Plazo	97,412	64,084	126,267	130,481	100,614	173,795	106,857
Largo Plazo	378,039	342,603	321,309	311,204	316,102	469,182	645,345
Estado de Ganancias y Pérdidas							
Ventas Netas (Ingresos Operacionales)	2,006,165	2,287,593	2,566,412	2,806,691	3,036,935	3,347,445	3,519,762
Costo de Ventas (Operacionales)	1,507,985	1,663,753	1,950,026	2,061,345	2,188,592	2,522,275	2,659,258
Utilidad Bruta	498,180	623,840	616,386	745,346	848,343	825,170	860,504
Gastos Operacionales	230,690	255,052	286,127	348,567	385,612	419,385	446,003
Utilidad Operativa	213,786	310,059	289,430	336,813	399,403	339,610	372,168
Diferencia de Cambio	4,022	245	5,482	12,276	-23,303	1,346	-741
Impuesto a la Renta	-54,962	-83,180	-88,565	-108,639	-117,713	-104,125	-100,363
Ingresos Financieros	15,694	8,039	7,455	6,869	5,191	1,575	2,412
Gastos Financieros	-36,795	-26,560	-26,815	-25,648	-32,276	-36,610	-59,462
Utilidad Neta del Año	181,631	212,565	195,099	241,622	250,965	244,903	214,014
EBITDA y Cobertura							
Total de Ingresos Brutos	2,006,165	2,287,593	2,566,412	2,806,691	3,036,935	3,347,445	3,519,762
Margen Bruto (acum. en el periodo)	24.83%	27.27%	24.02%	26.56%	27.93%	24.65%	24.45%
Margen Operativo (acum. en el periodo)	10.66%	13.55%	11.28%	12.00%	13.15%	10.15%	10.57%
Margen Neto (acum. en el periodo)	9.05%	9.29%	7.60%	8.61%	8.26%	7.32%	6.08%
EBIT (12 meses)	213,786	310,059	289,430	336,813	399,403	339,610	372,168
EBITDA (12 meses)	267,490	368,788	330,259	396,779	462,731	405,785	440,141
Servicio de Deuda (12 meses)	134,093	90,641	152,760	156,129	132,890	210,405	166,319
EBITDA / Servicio de Deuda (12 meses)	1.99	4.07	2.16	2.54	3.48	1.93	2.65
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	5.81	11.67	10.79	13.13	12.37	9.28	6.26
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	7.27	13.89	12.32	15.47	14.34	11.08	7.40
Solvencia							
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.58	0.45	0.48	0.43	0.38	0.49	0.48
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0.40	0.35	0.31	0.29	0.28	0.36	0.46
Deuda Financiera / Patrimonio	0.41	0.33	0.34	0.32	0.29	0.42	0.47
Pasivo Total / Patrimonio	0.70	0.73	0.70	0.74	0.77	0.85	0.98
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	1.74	1.17	1.26	1.02	0.89	1.36	1.67
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1.78	1.10	1.36	1.11	0.90	1.58	1.71
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	3.05	2.44	2.83	2.61	2.40	3.22	3.58
Rentabilidad							
ROA (12 meses)	9.15%	9.99%	8.60%	9.92%	9.80%	8.59%	6.74%
ROE (12 meses)	15.51%	17.28%	14.60%	17.26%	17.30%	15.86%	13.37%
Calce de Cuentas de Corto Plazo							
Liquidez General	2.87	2.28	1.86	1.66	1.71	1.88	1.80
Prueba Ácida	2.03	1.37	1.02	0.76	0.82	0.84	0.81

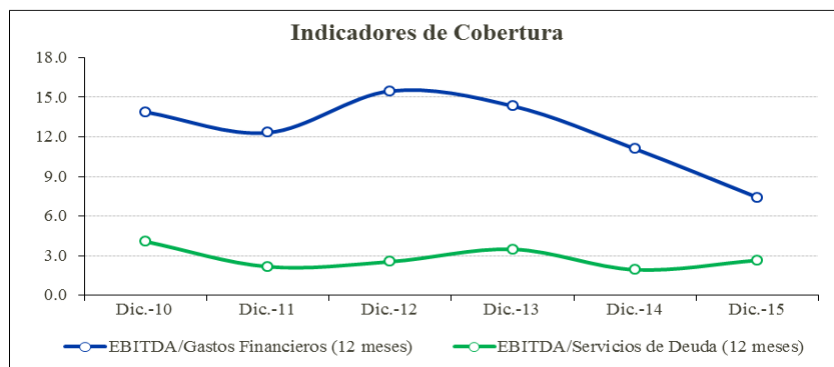
Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.



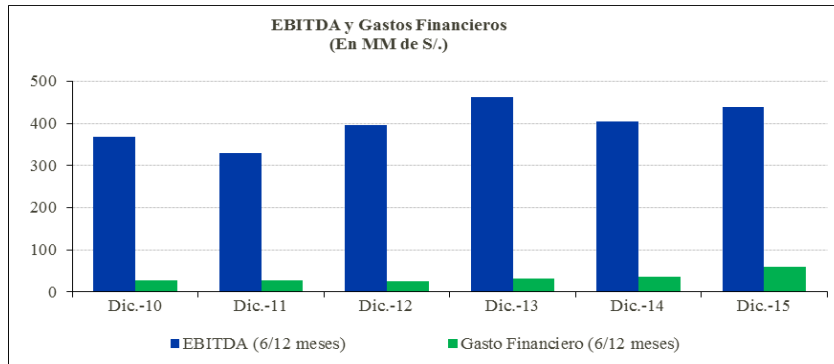
Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.



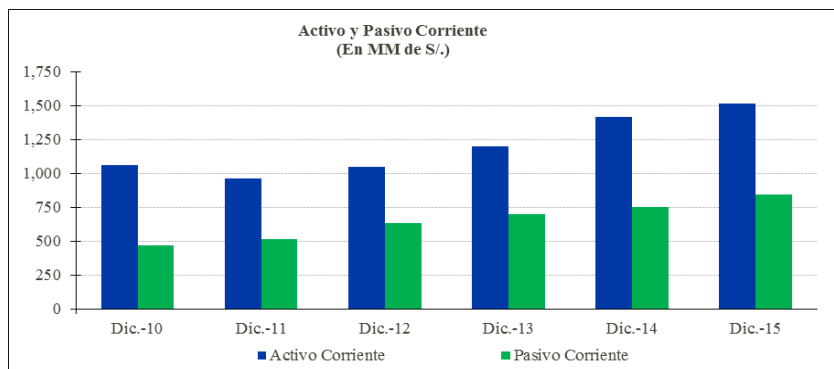
Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.



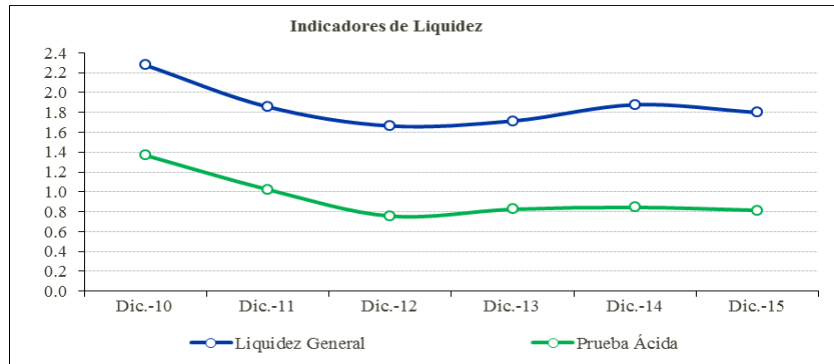
Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.



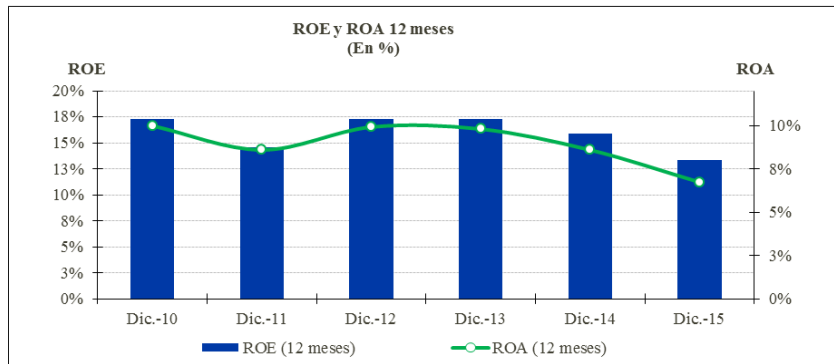
Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.



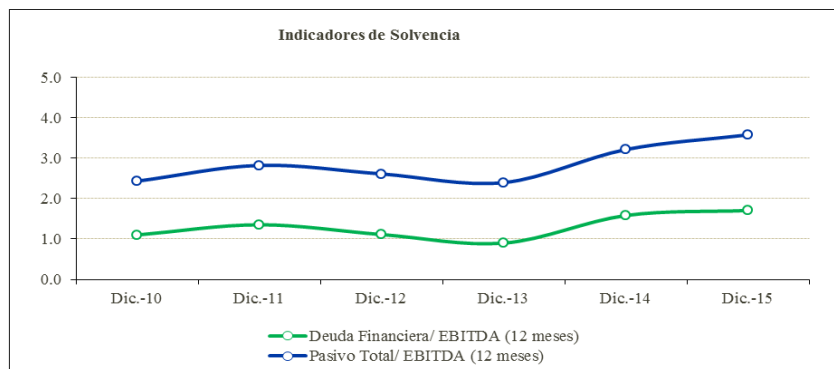
Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.



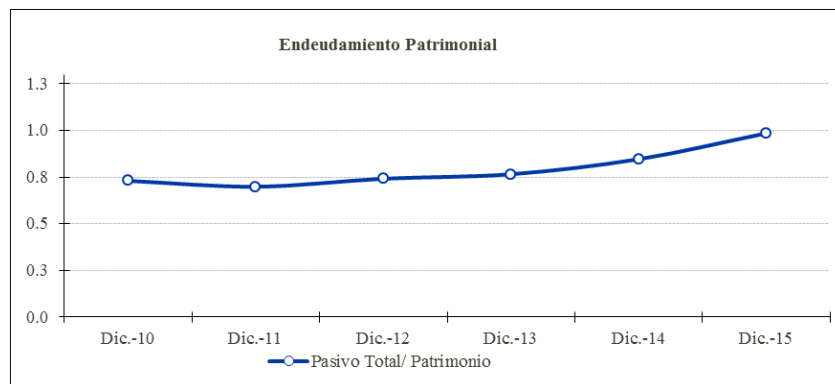
Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.



Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.



Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.



Fuente: EEFF Auditados Gloria S.A.

Anexo 17. Indicadores financieros proyectados

GLORIA S.A.										
Estado Financiero Individual										
Miles de Nuevos Soles										
Indicadores	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Balance General										
Activo Corriente	1,592,869	1,723,622	1,866,174	2,004,321	2,153,549	2,314,748	2,488,877	2,676,974	2,880,159	3,099,642
Activo Corriente para Prueba Ácida	738,507	794,025	854,553	913,211	976,574	1,045,020	1,118,956	1,198,822	1,285,095	1,378,289
Activo No Corriente	1,875,064	2,041,026	2,134,168	2,211,268	2,268,447	2,304,360	2,315,622	2,386,246	2,420,829	2,421,415
Activo Total	3,467,933	3,764,647	4,000,342	4,215,589	4,421,996	4,619,108	4,804,499	5,063,220	5,300,988	5,521,056
Pasivo Corriente	915,747	1,126,321	1,285,913	1,575,181	1,606,020	1,612,659	1,719,805	1,614,969	1,831,488	1,901,093
Pasivo No Corriente	859,482	846,445	814,549	621,235	666,851	714,563	635,651	826,712	661,729	608,586
Pasivo Total	1,775,229	1,972,766	2,100,462	2,196,416	2,272,871	2,327,222	2,355,456	2,441,680	2,493,217	2,509,679
Patrimonio	1,692,704	1,791,881	1,899,880	2,019,173	2,149,125	2,291,887	2,449,043	2,621,540	2,807,770	3,011,377
Deuda Financiera	779,686	839,346	834,166	829,023	849,413	789,330	718,596	761,364	756,343	701,180
Corto Plazo	66,218	155,163	192,382	388,446	369,508	266,183	276,683	135,483	299,683	299,017
Largo Plazo	713,468	684,183	641,784	440,577	479,905	523,147	441,912	625,881	456,660	402,163
Estado de Ganancia y Pérdidas										
Ventas Netas(Ingresos Operacionales)	3,773,862	4,114,418	4,485,705	4,845,521	5,234,199	5,654,054	6,107,587	6,597,500	7,126,711	7,698,372
Costo de Ventas(Operacionales)	2,805,008	3,058,134	3,334,101	3,601,543	3,890,436	4,202,503	4,539,602	4,903,741	5,297,089	5,721,988
Utilidad Bruta	968,854	1,056,284	1,151,604	1,243,978	1,343,762	1,451,551	1,567,985	1,693,759	1,829,622	1,976,383
Gastos Operacionales	453,477	494,399	539,014	582,250	628,955	679,406	733,903	792,772	856,364	925,056
Utilidad Operativa	443,329	479,562	522,159	566,747	616,061	670,605	730,787	797,142	865,963	942,343
Diferencia de Cambio	-741	-741	-741	-741	-741	-741	-741	-741	-741	-741
Impuesto a la Renta	-119,976	-123,410	-134,387	-141,012	-153,612	-168,753	-185,769	-203,902	-220,137	-240,676
Ingresos Financieros	2,484	2,559	2,636	2,715	2,796	2,880	2,966	3,055	3,147	3,242
Gastos Financieros	-48,354	-56,072	-58,091	-58,133	-59,069	-55,461	-50,284	-46,985	-53,458	-50,933
Utilidad Neta del Año	308,510	333,665	363,343	401,343	437,203	480,298	528,727	580,337	626,543	685,002
EBITDA y Cobertura										
Total de Ingresos Brutos	3,773,862	4,114,418	4,485,705	4,845,521	5,234,199	5,654,054	6,107,587	6,597,500	7,126,711	7,698,372
Margen bruto (acum. en el periodo)	25.67%	25.67%	25.67%	25.67%	25.67%	25.67%	25.67%	25.67%	25.67%	25.67%
Margen operativo (acum. en el periodo)	11.75%	11.66%	11.64%	11.70%	11.77%	11.86%	11.97%	12.08%	12.15%	12.24%
Margen neto (acum. en el periodo)	8.17%	8.11%	8.10%	8.28%	8.35%	8.49%	8.66%	8.80%	8.79%	8.90%
EBIT (12 meses)	443,329	479,562	522,159	566,747	616,061	670,605	730,787	797,142	865,963	942,343
EBITDA (12 meses)	515,377	561,885	612,590	661,728	714,808	772,145	834,082	900,987	973,259	1,051,327
Servicio de deuda (12 meses)	114,572	211,235	250,473	446,579	428,577	321,644	326,968	182,469	353,141	349,949
EBITDA / Servicio de Deuda (12 meses)	4.50	2.66	2.45	1.48	1.67	2.40	2.55	4.94	2.76	3.00
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	9.17	8.55	8.99	9.75	10.43	12.09	14.53	16.97	16.20	18.50
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	10.66	10.02	10.55	11.38	12.10	13.92	16.59	19.18	18.21	20.64
Solvencia										
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.44	0.43	0.40	0.38	0.37	0.34	0.31	0.31	0.30	0.28
Pasivo No Corriente / Patrimonio	0.51	0.47	0.43	0.31	0.31	0.31	0.26	0.32	0.24	0.20
Deuda Financiera / Patrimonio	0.46	0.47	0.44	0.41	0.40	0.34	0.29	0.29	0.27	0.23
Pasivo Total / Patrimonio	1.05	1.10	1.11	1.09	1.06	1.02	0.96	0.93	0.89	0.83
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	1.67	1.51	1.33	0.94	0.93	0.93	0.76	0.92	0.68	0.58
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	1.51	1.49	1.36	1.25	1.19	1.02	0.86	0.85	0.78	0.67
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	3.44	3.51	3.43	3.32	3.18	3.01	2.82	2.71	2.56	2.39
Rentabilidad										
ROA (12 meses)	8.90%	8.86%	9.08%	9.52%	9.89%	10.40%	11.00%	11.46%	11.82%	12.41%
ROE (12 meses)	18.23%	18.62%	19.12%	19.88%	20.34%	20.96%	21.59%	22.14%	22.31%	22.75%
Calce de Cuentas de Corto Plazo										
Liquidez General	1.74	1.53	1.45	1.27	1.34	1.44	1.45	1.66	1.57	1.63
Prueba Ácida	0.81	0.70	0.66	0.58	0.61	0.65	0.65	0.74	0.70	0.72

Elaboración propia.

Anexo 18. Factores de riesgo

Pasamos a detallar los principales riesgos:

Riesgo de mercado

El cual contempla: (a) Riesgo de tipo de cambio, que se origina de las ventas al exterior, ya que la venta local es en soles. También de los préstamos en dólares (de afiliadas, bancos y mercado de valores). Al respecto, la empresa no utiliza derivados financieros; sin embargo, tiene como objetivo mantener una posición neta que evite cualquier variación significativa en el tipo de cambio y a Junio 2015 la empresa ha emitido bonos en soles con la finalidad de reducir los pasivos en dólares. (b) Riesgo de tasa de interés. Sin embargo, la empresa tiene la política de tomar financiamiento a tasa fija. (c) Riesgo de precio, el cual se origina por la variación de los precios de las materias primas para la producción, lo cual es cubierto con negociaciones corporativas del grupo económico Gloria.

Riesgo de crédito

Este riesgo se origina en el efectivo, equivalente al efectivo y los depósitos en bancos e instituciones financieras, así como en la exposición al crédito de los clientes (cuentas por cobrar comerciales y a entidades relacionadas). Al respecto, la compañía mantiene los depósitos y los excedentes de efectivo en bancos y entidades financieras de prestigio. Así mismo, tiene la política de mantener el efectivo en diferentes entidades, con la finalidad de evitar concentración. Sobre las cuentas por cobrar, el área de créditos y cobranzas evalúa la calidad crediticia de los clientes, tomando en consideración su posición financiera, la experiencia pasada y otros factores, y se establecen límites individuales sobre la base de las calificaciones internas, monitoreando permanentemente el uso de los límites de crédito. En términos generales, la compañía considera que no tiene riesgo significativo de crédito, mantiene adecuados periodos de cobro (entre 30 y 42 días) y su cartera no ha presentado problemas significativos de incobrabilidad.

Riesgo de liquidez

La gerencia tiene la responsabilidad principal de la administración del riesgo de liquidez, la cual ha establecido políticas y procedimientos en cuanto al endeudamiento a corto, mediano y largo plazo. La compañía administra el riesgo de liquidez mediante el monitoreo de flujos

de efectivo y los vencimientos de sus activos y pasivos financieros. Asimismo, la compañía mantiene líneas de crédito en bancos locales y solventa su capital de trabajo con los flujos de efectivo provenientes de sus actividades de operación, financiamiento y de inversión.

Riesgo de refinanciamiento

Gloria mantiene saldos de deuda financiera considerables. Un cambio adverso que limite el acceso a los mercados financieros o de capitales o que afecte la generación de caja podría reducir la capacidad de esta para cancelar y renovar obligaciones financieras al vencimiento.

Riesgo de la estructura de capital

Los objetivos de la compañía al administrar el capital son el salvaguardar su capacidad de continuar como empresa en marcha, con el propósito de generar retornos a sus accionistas, beneficios a otros grupos de interés y mantener una estructura de capital óptima para reducir el costo de capital. Por ello, la compañía evalúa su ratio de apalancamiento (Pasivo total – pasivo por impuesto a las ganancias diferido) / Patrimonio, el mismo que trata de mantener en máximo 1x.

Riesgo regulatorio

Las operaciones de Gloria se encuentran sometidas al marco regulatorio del sector industrial en el Perú y a la interpretación y supervisión del cumplimiento de las mismas que realicen las autoridades gubernamentales competentes. Los cambios en las regulaciones han afectado a Gloria en forma similar que al resto de empresas que operan en la industria. La leche fresca, el principal insumo del proceso de producción de Gloria, se produce en el Perú. En 1990, el gobierno peruano puso fin a una política de control de precios sobre la leche fresca que se mantuvo en vigencia por más de 30 años. Aunque la política económica del gobierno actual indica que tales controles no se volverían a implementar, el inversionista debe considerar que la eventual implementación de tales políticas controlistas podría influir negativamente en los márgenes de Gloria. Adicionalmente, la importación (ver anexo 9) de insumos lácteos al país entre los que se encuentran la leche en polvo, leche descremada en polvo y grasa anhidra de leche está afecto al pago de los siguientes tributos: (i) derechos ad valorem equivalente al 0% del valor CIF de la mercancía conforme a lo dispuesto en Arancel de Aduanas vigente, aprobado por Decreto Supremo No. 238-2011-EF; (ii) derecho adicional variable, cuyas tablas se modifican semestralmente, de acuerdo a lo regulado en el Decreto Supremo No.

115-2001-EF y el Decreto Supremo No.378-2014-EF; (iii) IGV equivalente a 16%; este tributo se aplica sobre el resultado de sumar el valor CIF del bien importado (base imponible) con los derechos arancelarios (ad valorem y derechos específicos); y, (iv) Impuesto de Promoción Municipal equivalente al 2%, el cual se aplica del mismo modo que el IGV.

Riesgo de abastecimiento

Gloria compra la mayor parte de su insumo principal, leche fresca, de un gran número de proveedores ubicados en los departamentos de Arequipa, Moquegua, Tacna, Puno, Lima, Ancash, La Libertad, San Martín y Cajamarca. De acuerdo con las prácticas de la industria, Gloria no ha celebrado contratos de compra de leche fresca con sus proveedores. El precio de la leche se determina libremente por oferta y demanda, teniendo en consideración factores tales como volúmenes entregados, distancia de recojo y el contenido graso de la leche, entre otros. Al 31 de diciembre de 2014, Gloria ha incrementado sus volúmenes de acopio de leche fresca en el ámbito nacional en 6.5% con respecto al mismo periodo del año 2013. Si bien Gloria ha mantenido una estrecha relación con sus proveedores de leche fresca, el inversionista debe considerar el riesgo de que un competidor comprometa el abastecimiento de Gloria en esta zona ofertando precios mayores por el insumo. (CiticorpPerú, 2015)

Fuentes

- Notas de los EEFF auditados de Gloria SA al 31 de diciembre de 2014 y 2015. Auditados por los auditores de Paredes Zaldívar, Burga & Asociados SCRL, refrendado por CPCC Carlos Ruiz (Matrícula N° 8016), los cuales pertenecen a la empresa internacional Ernst& Young.
- Actualización N°3 del prospecto marco del primer programa de bonos corporativos de Gloria S.A., hasta por un importe máximo en circulación de US\$ 250MM. Teniendo a Citibank Perú S.A. como entidad estructuradora y a Citicorp Perú S.A.SAAB como agente colocador. Elaborado el 17 de junio de 2015.

Anexo 19. Cálculo del WACC y Betas Considerados

Para calcular el WACC a diciembre 2015, se partió por comparar los betas obtenidos:

Betas obtenidos	Beta desapalancado	Beta apalancado	WACC	Price/Share
Regresión rendimiento del IGBVL con el rendimiento de la acción Gloria	0.595	0.721	8.34%	S/. 7.40
Beta Bottom-up considerando Gloria	0.700	0.848	8.78%	S/. 7.33
Beta Damodaran	0.702	0.850	8.79%	S/. 7.33
Beta ajustado (calculado)	0.730	0.884	8.91%	S/. 7.31
Promedio simple de Betas sin considerar Gloria	0.730	0.884	8.91%	S/. 7.31

- Regresión del rendimiento del IGBVL con el rendimiento de la acción de Gloria (datos mensuales), desde enero 2010 a diciembre de 2015, obteniéndose un dato de 0.595.
- Beta “Bottom – up” obtenido del promedio ponderado por ventas de los betas de las compañías comparables incluyendo Gloria, obteniéndose un valor de 0.700. La fuente de los betas de las compañías comparables fue Bloomberg.
- Beta desapalancado obtenido de Damodarán para empresas del sector para países emergentes, obteniéndose un dato de 0.702.
- Beta ajustado, a partir de la técnica planteada por Marshall Blume: $\text{Beta ajustado} = (2/3) * \text{Beta no ajustado} + (1/3) * (1.0)$ obteniéndose un dato de 0.730.
- Promedio simple de betas de las compañías comparables sin considerar Gloria, obteniéndose 0.730.

Se ha elegido el dato mayor (beta ajustado), respondiéndose a un criterio conservador, y se ha reapalancado con la estructura Deuda Capital de la empresa, obteniéndose el valor de 0.884.

Información diciembre 2015 y obtención de Beta

Deuda a valor de mercado	S/. 1,246,000,000.00
Equity (Market Cap.)	S/. 4,253,876,185.47
Acciones comunes	382,502,106.00
Acciones de inversión	39,117,107.00
Beta desapalancado	0.73
Beta reapalancado	0.88
Valor de la acción al 31.12.2015	S/. 5.90

Fuente: Elaboración propia, con base en BVLy Damodarán,

La deuda a valor de mercado, se obtuvo de Bloomberg, y difiere de su valor contable al 31 de diciembre de 2015. La deuda contable es de S/. 752.2MM y la deuda a valor de mercado es de S/. 1,246.0MM. De acuerdo a la metodología utilizada, se ha utilizado la deuda a valor de mercado. La diferencia radica en que esta última, en el caso de Gloria, es valorizada por el mercado de forma superior sobre la base de expectativas en la tasa de descuento asociada.

GLORIAI1 PE Equity 96) Acción 97) Exportar 98) Paráms				
Gloria SA Plazos 10 Anuale				
1) Estads clave 2) C/R 3) B/S 4) F/C 5) Ratios 6) Segmentos 7) Más 8) ESG 9) Person				
11) Crear personal 12) A.Colmenares 13) Aaron 14) EV 15) MAC FIN 16) debt 17) Más...				
31) Cpos 32) Guard				
En Millones de PEN excepto por acción	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015
12 meses fin	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015
Total debt	569.8	636.3	979.7	1,246.0
Crecimiento (YoY)	-	11.7	54.0	27.2

Para hallar el valor del market capitalization se utilizó la técnica mencionada anteriormente de la relación de precios de la acción de inversión y la acción común de Alicorp (en cuyo caso ambas acciones cotizan en la Bolsa de Valores de Lima), ya que la acción común de Gloria no cotiza en el mercado; a diferencia de solo multiplicar el precio de la acción de inversión de Gloria por el número total de acciones (comunes, y de inversión).

Asimismo, se utilizaron los siguientes datos para elaborar la ecuación de CAPM:

- Tasa Libre de Riesgo: Tasa del Tesoro de USA a 10 años. Último Dato: 2.24% Fuente: BCRP.

- Riesgo soberano: 3.90%. Se utilizó EMBI Perú y Volatilidad diaria de Retornos de IGBVL y Bono Global Perú 2025 desde enero 2010 a diciembre 2015. Fuente: BCRP y Bloomberg.
- Prima de Riesgo: 4.54%. Diferencial entre el rendimiento geométrico de acciones S&P y los T – Bonds entre 1928 y 2015. Fuente: Damodarán.

La tasa de capital obtenida es de 10.15%:

Datos para CAPM

RF	2.24%
Riesgo Soberano	3.90%
CRP	2.36%
Lambda	1.65
Prima de riesgo	4.54%
Beta reapalancado	0.88

Tasa de descuento (r)	10.15%
-----------------------	--------

Fuente: Elaboración propia, con base en BCRP, Bloomberg y Damodarán,

Para obtener el costo de la deuda, se observó las últimas emisiones realizadas por GLORIA S.A. en el año 2015 y se ponderó la tasa por el monto colocado, obteniéndose una tasa de 6.47%.

PRIMER PROGRAMA DE EMISION DE BONOS CORPORATIVOS GLORIA

Emisión	Fecha de Emisión	Monto (S./MM)	Saldo S./.(MM)	Tasa	Fecha de Vcto.	Plazo (años)
Tercera	feb-15	140	140	5.56%	feb-20	5
Cuarta	feb-15	150	150	7.13%	feb-35	20
Quinta	jun-15	153	153	6.66%	jun-20	5

Fuente: Elaboración propia, con base en la BVL.

De esa forma, de acuerdo con los datos presentados, el WACC calculado para el cliente es de 8.91%.

Deuda/Deuda+Capital	22.66%
Capital/Deuda+Capital	77.34%
Tasa imponible	28.00%
Costo de la deuda	6.47%
Costo de capital	10.15%

WACC	8.91%
------	-------

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 20. Valor patrimonial

WACC	8.91%
Valor terminal (año 10)	
WACC valor terminal	9.35%
g	4.00%
Valor terminal	10,860,260
Valor patrimonial	
VP FCFF	2,016,061
VP del V. Terminal	4,444,778
Cash	56,172
Activos para venta	
Deuda a valor de mercado	-1,246,000
Valor patrimonial	5,271,011
Nro acciones comunes	382,502,106
Nro acciones de inversión	39,117,107
Valor por acción inversión	S/. 7.31
Valor acción al 31.12.2015	S/. 5.90

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 21. Supuestos de proyección

En la siguiente tabla presentamos el detalle de los principales rubros que contienen los supuestos:

Supuestos empleados	Metodología utilizada	Proyecciones									
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Incremento anual de ventas	Relacionado al crecimiento del Consumo Privado	7.2%	9.0%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Costo de ventas como porcentaje de las ventas	Promedio 2009 - 2015	74.3%	74.3%	74.3%	74.3%	74.3%	74.3%	74.3%	74.3%	74.3%	74.3%
Gastos de ventas como porcentaje de las ventas	Promedio 2009 - 2015	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
Gastos administrativos como porcentaje de las ventas	Promedio 2009 - 2015	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
Depreciación del periodo como porcentaje del activo fijo	Promedio 2009 - 2015 de la depreciación del periodo	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
Gasto Financiero para bonos	Tasa obtenida en su última emisión en el mercado	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
Gasto Financiero para deuda bancaria	Último gasto financiero bancario / último pasivo bancario	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Tasa del impuesto a las ganancias	De igual a ley IR (Decremento progresivo)	28.0%	27.0%	27.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
Caja necesaria como porcentaje de las ventas	Promedio 2013 - 2015	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
Cuentas por cobrar como porcentaje de las ventas	Promedio 2013 - 2015	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
Existencias como porcentaje de las ventas	Promedio 2013 - 2015	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%
Cuentas por pagar como porcentaje del costo de ventas	Promedio 2013 - 2015	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
Días de rotación de Cuentas por cobrar	Promedio 2013 - 2015	52.0	52.0	52.0	52.0	52.0	52.0	52.0	52.0	52.0	52.0
Días de rotación de Existencias	Promedio 2013 - 2015	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
Días de rotación de Cuentas por pagar	Promedio 2013 - 2015	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0
Recursos propios sobre recursos totales	Del último año disponible	48.8%	47.6%	47.5%	47.9%	48.6%	49.6%	51.0%	51.8%	53.0%	54.5%
Reparto de dividendos (% de la Utilidad Neta)	Promedio 2009 - 2015	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%	70.3%
Inversiones en base a deuda financiera de largo plazo	Del último año disponible	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%

Fuente: Elaboración propia.

Detalle de la Inversión neta:

En (\$/. 000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
+ Depreciación y amortización	72,049	82,323	90,431	94,981	98,747	101,541	103,295	103,845	107,295	108,985
- Capex	-282,381	-248,286	-183,573	-172,081	-155,926	-137,454	-137,454	-174,469	-141,879	-109,570
- Incremento de KT	-	-2,796	-13,281	-38,259	-92,232	-43,435	-69,057	-142,632	-141,034	-138,592
Inversión neta	-210,333	-168,759	-106,423	-115,359	-149,411	-79,348	-103,216	-213,256	-175,618	-139,177

Fuente: Elaboración propia.

En la mayor parte de las variables se ha considerado, para su proyección, recoger el promedio del comportamiento evolutivo de los últimos siete años (2009-2015). En el caso de los ingresos de Gloria, en lugar de tomar un promedio histórico, se ha optado por relacionarlo con la variable macroeconómica consumo privado, tomando el siguiente modelo:

Regresión de los ingresos de Gloria

Dependent Variable: LN_GLORIA_				
Method: Least Squares				
Date: 04/13/16 Time: 22:18				
Sample: 1999 2015				
Included observations: 17				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LN_CONSUMO_PRIVADO_	2.005346	0.087309	22.96835	0.0000
C	-10.14343	1.064671	-9.527289	0.0000
R-squared	0.972353	Mean dependent var		14.30482
Adjusted R-squared	0.970509	S.D. dependent var		0.541661
S.E. of regression	0.093019	Akaike info criterion		-1.801904
Sum squared resid	0.129787	Schwarz criterion		-1.703879
Log likelihood	17.31618	Hannan-Quinn criter.		-1.792160
F-statistic	527.5453	Durbin-Watson stat		0.325506
Prob (F-statistic)	0.000000			

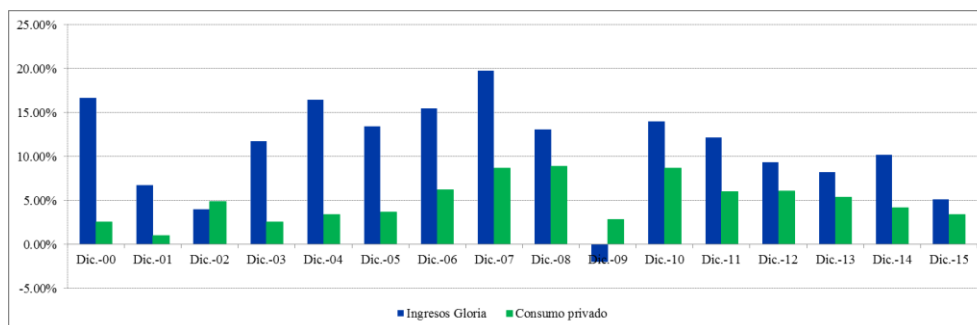
Fuente: Elaboración propia, con base en la BVL y BCRP.

Al encontrarse las variables en logaritmos naturales, los coeficientes expresarían la elasticidad (cambio porcentual ante un cambio porcentual de 1%) de la variable dependiente respecto de la explicativa. Así, se observaría que los ingresos de Gloria cambian en 2.01% cuando el consumo privado se mueve en 1%.

Asimismo, se ha tomado los valores del consumo privado indicados en el Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018 para dichos años, y en los siguientes un promedio de los años 2015-2018. Se debe indicar que, bajo esta modalidad, el crecimiento calculado es

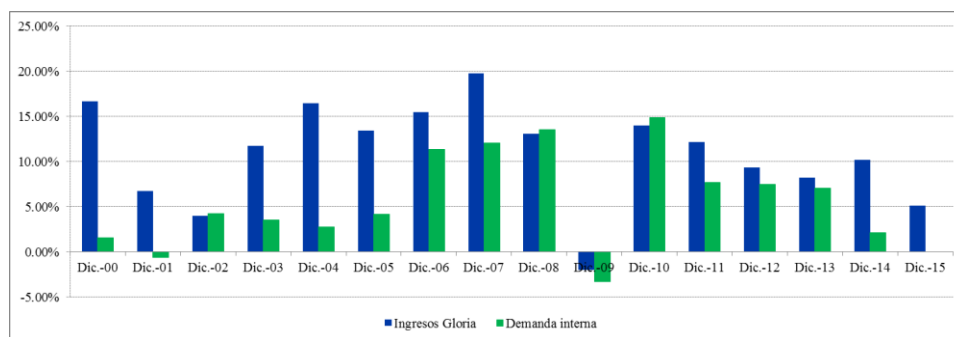
más conservador que si se hubiera considerado el promedio de los últimos años. A continuación se muestra la evolución porcentual de las variables:

Variación porcentual de los ingresos de Gloria y del consumo privado (2000-2015)



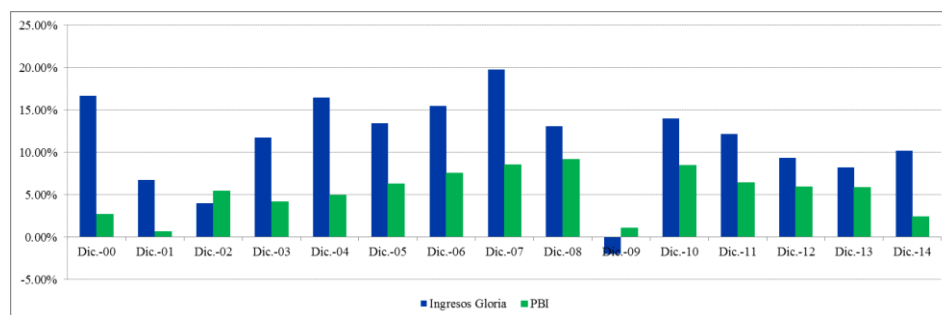
Fuente: Elaboración propia con base en BCRP y Gloria S.A.

Variación porcentual de los ingresos de Gloria y de la demanda interna (2000-2015)



Fuente: Elaboración propia con base en BCRP y Gloria S.A.

Variación porcentual de los ingresos de Gloria y del PBI (2000-2015)



Fuente: Elaboración propia con base en BCRP y Gloria S.A.

Anexo 22. Análisis de sensibilidad del valor de la acción de inversión

- **Sensibilización del flujo proyectado base**

El escenario base corresponde a un WACC de 8.91% y a un g de 4%, obteniéndose un valor de S/. 7.31 para la acción de inversión. Un incremento (disminución) del WACC y una disminución (aumento) del g, reduce (aumenta) el valor de la acción hasta a S/. 6.59 (S/. 8.07). A partir de observar movimientos de estas dos variables, se desprende una recomendación de compra o venta.

WACC₁: Basado en un beta no apalancado de 1.

WACC₂: Basado en un beta no apalancado de 0.86.

WACC₃: Basado en el valor del beta ajustado, y promedio de betas de empresas comparables (0.73).

WACC₄: Basado en el valor del beta de Damodarán (0.70).

WACC₅: Basado en el valor del beta de la regresión (0.59).

		Crecimiento (g)					
		3.50%		4.00%		4.50%	
WACC ₁	10.06%	Comprar	S/. 6.59	Comprar	S/. 7.14	Comprar	S/. 7.81
WACC ₂	9.48%	Comprar	S/. 6.67	Comprar	S/. 7.23	Comprar	S/. 7.89
WACC ₃	8.91%	Comprar	S/. 6.76	Comprar	S/. 7.31	Comprar	S/. 7.98
WACC ₄	8.79%	Comprar	S/. 6.77	Comprar	S/. 7.33	Comprar	S/. 8.00
WACC ₅	8.34%	Comprar	S/. 6.85	Comprar	S/. 7.40	Comprar	S/. 8.07

Fuente: Elaboración propia.

- **Sensibilización del flujo proyectado por impacto de los riesgos altos de la empresa**

Los riesgos altos de la empresa son aquellos que consideramos de alto impacto para el negocio, por lo cual hemos definido y sensibilizado los siguientes:

- **Riesgo de abastecimiento y regulatorio.** Los cuales afectarían el margen bruto de la empresa, puesto que son riesgos que son parte de la operativa del negocio, ambos riesgos elevarían el costo de ventas, el mismo que por la naturaleza de los productos (consumo masivo) no se puede trasladar tan fácilmente a los consumidores. En el riesgo de abastecimiento, contemplamos el encarecimiento del precio de acopio de leche cruda (aprox. Entre 70 y 75% del costo de ventas de Gloria SA). Mientras que por el lado regulatorio, tenemos historia de la aplicación de aranceles a materias primas importadas (hasta fines del 2007), entre ellas: la leche en polvo (11% de sus compras totales y 30% de sus importaciones

del 2015), los productos laminados para la elaboración de latas, seguido por butteroil, tapas y tapones, azúcares, suero de mantequilla y polietileno, entre otros.

Bajo este contexto, tomamos el margen bruto del 2003 al 2007 (periodo en que se aplicaban aranceles altos) como un ciclo de cinco años que se repite en los periodos proyectados, el mismo que incluye el menor margen bruto (21%) de los últimos 14 años.

Tabla histórica del margen bruto, mayor a 10 años (2002-2015)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
cambio en ventas (%)		12%	16%	13%	15%	20%	13%	-2%	14%	12%	9%	8%	10%	5%
Ventas	887	991	1,154	1,309	1,511	1,810	2,048	2,006	2,288	2,566	2,807	3,037	3,347	3,520
cambio en el costo (%)		14%	19%	17%	12%	18%	15%	-4%	10%	17%	6%	6%	15%	5%
Costo de ventas	649	741	879	1,030	1,157	1,370	1,574	1,508	1,664	1,950	2,061	2,189	2,522	2,659
Utilidad bruta	238	250	275	279	354	440	474	498	624	616	745	848	825	861
Mg bruto	27%	25%	24%	21%	23%	24%	23%	25%	27%	24%	27%	28%	25%	24%

Fuente: Elaboración propia.

Obteniendo el siguiente resultado:

		Crecimiento (g)					
		3.50%	4.00%	4.50%			
WACC ₁	10.06%	Vender	S/. 5.20	Vender	S/. 5.68	Comprar	S/. 6.27
WACC ₂	9.48%	Vender	S/. 5.26	Vender	S/. 5.74	Comprar	S/. 6.33
WACC ₃	8.91%	Vender	S/. 5.32	Vender	S/. 5.81	Comprar	S/. 6.39
WACC ₄	8.79%	Vender	S/. 5.34	Vender	S/. 5.82	Comprar	S/. 6.41
WACC ₅	8.34%	Vender	S/. 5.39	Vender	S/. 5.87	Comprar	S/. 6.46

Fuente: Elaboración propia.

. Riesgo de liquidez y refinanciamiento. Si bien, las ventas se encuentran en escenario de bajo consumo per-cápita en la región, el mismo que se ha venido mejorando en todos los periodos de análisis, mostrando la empresa crecimiento promedio anual en ventas del 11%, vemos que el 2009 tuvo una contracción del -2% respecto al periodo anterior, lo cual está asociado a la caída del consumo privado (cayó 6.1 pp el 2009 respecto al 2008). De esta manera, sensibilizamos las ventas con la finalidad de reducir la generación y flujos del negocio para acercarnos a un escenario de menor liquidez y posible refinanciamiento de las deudas. Por lo cual, tomamos para nuestras proyecciones el consumo privado de los periodos 2001-2005, el cual es un ciclo de cinco años con los menores registros de consumo privado de los últimos 15 años.

Tabla histórica del consumo privado en el Perú (2000-2015)

	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15
Consumo Privado (mill. S/. de 2007)	2.5%	1.0%	4.9%	2.5%	3.4%	3.7%	6.2%	8.6%	8.9%	2.8%	8.7%	6.0%	6.1%	5.3%	4.1%	3.40%

Fuente: Elaboración propia, con base en Data BCRP.

Obteniendo el siguiente resultado:

		Crecimiento (g)					
		3.50%	4.00%	4.50%			
WACC ₁	10.06%	Vender	S/. 5.06	Vender	S/. 5.50	Comprar	S/. 6.03
WACC ₂	9.48%	Vender	S/. 5.13	Vender	S/. 5.56	Comprar	S/. 6.09
WACC ₃	8.91%	Vender	S/. 5.20	Vender	S/. 5.64	Comprar	S/. 6.17
WACC ₄	8.79%	Vender	S/. 5.21	Vender	S/. 5.65	Comprar	S/. 6.18
WACC ₅	8.34%	Vender	S/. 5.27	Vender	S/. 5.71	Comprar	S/. 6.24

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 23. Múltiplos comparables

Esta metodología procura obtener un valor de la acción, a través de indicadores financieros (por ejemplo: EV/EBITDA, EV/Ventas, EV/MW y EV/Book Value, entre otros) de compañías similares y uno o varios indicadores de la compañía objeto de la valoración. La base de datos para hallar este valor se construye a partir de reunir una muestra suficiente de múltiplos de empresas comparables.

Esta metodología tiene muy buena aplicación cuando existe suficiente información y debe ser considerada como complementaria a la valoración por flujos de caja descontados. La aplicación de este método está sujeta a la existencia de información disponible. Fundamentalmente existen dos tipos de múltiplos comparables:

- **Múltiplos de compañías cotizadas comparables (MCC)**

La valoración por MCC es uno de los métodos más utilizados por la referencia de mercado que aporta y por su facilidad de aplicación.

Indica cómo cotiza o cómo se debe valorar, en términos de múltiplos, la compañía a analizar en relación con compañías comparables o similares.

El ejercicio de comparación y valoración se realiza con compañías cotizadas en mercados de valores. Para nuestro caso, se seleccionaron empresas del sector lácteo a nivel mundial (Perú, Suiza, USA, México e Italia).

La principal limitación para la utilización de este método radica en el hecho de que generalmente existen pocas compañías cotizadas comparables (tamaño, negocios, posicionamiento geográfico, crecimientos, márgenes y estructura de capital). Por tanto, las conclusiones que se puedan derivar de la aplicación de este método suelen ser bastante limitadas.

P/A=	$\frac{5,431,339,940 - 752,202,000}{421,619,213}$	=	<input type="text" value="11.10"/> (referencial)
Valor patrimonial (referencial) en miles de nuevos soles			4,679,137.94
Valor por acción inversión			<input type="text" value="6.49"/>

Fuente: Elaboración propia.

- **Múltiplos de transacciones de mercado (MTM)**

Proporciona información acerca de la actividad de fusiones y adquisiciones en el sector, sobre quién ha vendido y comprado y a qué precios.

Proporciona un marco de referencia para el proceso de negociación, ya que permite conocer y entender cómo se han valorado por el mercado (de fusiones y adquisiciones) transacciones similares durante los últimos años.

El ejercicio se realiza con base en transacciones de activos similares en el mercado, idealmente en la misma región y acotadas a un período temporal reciente. Para este caso, no tenemos actualmente información en el mercado del sector lácteo de compra de empresas.

Anexo 24. Cálculo del “g”

Se ha considerado un $g = 4\%$ con el que crecen los ingresos de Gloria a partir del año 2026 hasta la perpetuidad, tomando en cuenta el VE (*Enterprise Value*) de la empresa en el último año de proyección.

	2025
g (ventas)	8.02%
EBIT (% de ventas)	12.24%
Ventas	7,698,372
EBIT	942,343
Tax rate	26.0%
EBIT (1-t)	697,334
Inversión neta	-139,177
FCFF	558,157

WACC	8.91%
Valor terminal (año 10)	
WACC valor terminal	9.35%
g	4.00%
Valor terminal	10,860,260

Fuente: Elaboración propia.

La suma del valor terminal de la empresa en el año 2025 (tomando en cuenta una tasa g del 4%) y del flujo de caja del mismo año asciende a S/. 11.418.417M, el cual es el *Enterprise Value*.

Dicho valor se divide entre el Ebitda del año 2025, para hallar el múltiplo EV/Ebitda, siendo el valor obtenido de 10.86x, el cual se encuentra por debajo del promedio de las compañías consideradas como comparables del sector en el año 2015, considerándose un valor razonable, ya que de haberse considerado el valor promedio del múltiplo EV/Ebitda de las compañías comparables (12.34x), se debería haber considerado un g de 5.8%, el cual se considera poco conservador, considerando que se encuentra muy por encima de la tasa potencial del crecimiento de la economía peruana actual (4%).

Cuadro comparativo de empresas del sector lácteo – año 2015

Compañías	País	EV/EBITDA
Nestlé	Suiza	15.69
Whitewave Food	USA	19.79
Grupo Lala	México	13.24
Parmalat	Italia	8.63
Emmi AG	Suiza	8.78
Gloria	Perú	7.92
Máximo		19.79
Promedio		12.34
Mediana		11.01
Mínimo		7.92

Fuente: Elaboración propia con base en Bloomberg.

Nota biográfica

Luigi Umberto Faverio Izaguirre

Nació en Lima el 13 de enero de 1973. Es ingeniero industrial egresado de la Universidad Particular Ricardo Palma. Trabajó como asesor de negocios Pyme en Mibanco durante dos años (2002-2004). Luego se incorporó al área de Créditos Pyme del Banco Sudamericano, desempeñándose como analista de campo (2004-2006). Desde septiembre 2006 a la fecha forma parte de la División de Créditos de Scotiabank Perú S.A., colaborando con los segmentos de Microempresa, Pequeña Empresa y Mediana Empresa. Actualmente se desempeña como subgerente de créditos de Mid Market. Cuenta con doce años de experiencia en el área de créditos.

Víctor Felipe Miranda Benavides

Nació en Lima el 13 de mayo de 1983. Es bachiller en economía, egresado de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Ha trabajado dos años como analista en clasificación de riesgo en la clasificadora Pacific Credit Rating. Cuenta con siete años de experiencia en Seguimiento de Riesgos en el sector financiero. Actualmente desempeña el cargo de analista de riesgos en Interbank.

Hans Alessandro Rodríguez Uribe

Nació en Lima el 3 de diciembre de 1979. Cuenta con el título de contador público y es bachiller en administración de empresas, egresado de la Universidad de Lima. Ha trabajado como asistente contable en Doe Run Peru SRL y como asistente contable y ejecutivo financiero en Colgate Palmolive Perú SAC. Cuenta con más diez años de experiencia en el análisis contable y en el área de presupuesto y control. Actualmente desempeña labores de analista contable *senior* en Minera Bateas SAC.