



VALORIZACIÓN DE LAIVE S.A.

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

Presentado por

Sr. Ángel Rojas Bazán

Sr. Niels Mallqui Parra

2017

Dedicamos el presente trabajo a nuestros padres
por su invaluable apoyo.

Índice

Índice de tablas.....	v
Índice de gráficos	vi
Índice de anexos	vii
1. Análisis de la empresa Laive S.A.	1
1.1 Descripción de la empresa	1
1.2 Grupo económico y subsidiarias de Laive	2
1.3 Productos	2
1.4 Cadena productiva, proveedores, canales de distribución y clientes	3
1.4.1 Cadena productiva	3
1.4.2 Principales proveedores de leche	4
1.4.3 Canales de distribución y clientes.....	4
1.5 Estructura accionaria y la acción en la BVL.....	4
1.6 Gobierno corporativo	5
1.7 Responsabilidad social.....	6
2. Análisis de la industria del sector lácteo y posicionamiento competitivo de Laive.....	6
2.1 Participación en el mercado	6
2.2 Consumo	7
2.3 Competencia nacional e internacional	7
2.4 Las cinco fuerzas de Porter de la industria	8
2.5 Análisis PEST	8
2.6 Análisis FODA	9
2.7 Estrategia de Laive.....	9
3. Análisis financiero	10
3.1 Estructura de costos e ingresos	10
3.2 CAPEX	12
3.3 Financiamiento.....	13
3.4 Política de dividendos	13
3.5 Indicadores financieros	14
3.5.1 Indicadores de liquidez	14
3.5.2 Indicadores de gestión	14
3.5.3 Indicadores de solvencia.....	15
3.5.4 Indicadores de rentabilidad.....	15
3.5.5 Análisis DUPONT	16

4. Riesgos y análisis del macroambiente	16
5. Metodologías de valorización	18
5.1 Método flujo de caja descontado	18
5.1.1 Supuestos del método de flujo de caja descontado	18
5.1.2 Resultados de la valorización	19
5.1.3 Análisis de sensibilidad	19
5.2 Método de múltiplos comparables	20
5.2.1 Supuestos del método de múltiplos comparables	20
5.2.2 Resultado de la valorización	20
5.3 Resumen de los métodos utilizados	21
Conclusiones y recomendaciones	22
1. Conclusiones	22
2. Recomendaciones	22
Bibliografía	24
Anexos	27
Nota biográfica	49

Índice de tablas

Tabla 1.	Porcentaje de procesamiento de la empresa Laive	3
Tabla 2.	Volumen de ventas físico en toneladas métricas de Laive (2012-2016)	11
Tabla 3.	Volumen de ventas valorizado en millones de soles de Laive (2012 – 2016).....	11
Tabla 4.	Precios en nuevos soles de yogurt por envase de 1 L.....	12
Tabla 5.	Precios de leche evaporada por envase de 410 g.....	12
Tabla 6.	Precios por productos de leche	12
Tabla 7.	Capex.....	13
Tabla 8.	Indicadores de liquidez.....	14
Tabla 9.	Indicadores de gestión	15
Tabla 10.	Indicadores de solvencia.....	15
Tabla 11.	Análisis de Dupont	16
Tabla 12.	Supuestos de la valorización	18
Tabla 13.	Resultados de la valorización por el flujo de caja descontado	19
Tabla 14.	PER y EV/EBITDA – 2016 (en millones de dólares, excepto por acción)	21

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Línea de tiempo de la evolución de la empresa Laive.....	1
Gráfico 2.	Proceso de la cadena productiva.....	3
Gráfico 3.	Cotización histórica de la acción en la BVL (en soles).....	5
Gráfico 4.	Las cinco fuerzas de Porter.....	8
Gráfico 5.	Matriz FODA	9
Gráfico 6.	Estructura de costos de ventas (en porcentajes)	10
Gráfico 7.	Participación de los insumos importados en el costo de ventas (en porcentajes)..	11
Gráfico 8.	Estructura de financiamiento por empresa del sistema financiero	13
Gráfico 9.	Evolución ratio <i>payout</i> y retención	14
Gráfico 10.	Márgenes de rentabilidad	15
Gráfico 11.	ROE y ROA a 12 meses	16
Gráfico 12.	Resumen de los métodos	21

Índice de anexos

Anexo 1.	Estructura accionaria de Laive	28
Anexo 2.	Composición accionaria de Laive.....	29
Anexo 3.	Buen gobierno corporativo	30
Anexo 4.	Responsabilidad social	31
Anexo 5.	Participación por productos del volumen de ventas de a nivel nacional	31
Anexo 6.	Volumen de ventas de Laive a nivel nacional (en miles de toneladas métricas).....	31
Anexo 7.	Participación por empresas del sector lácteo	32
Anexo 8.	<i>Ranking</i> Brandfootprint Perú 2016.....	32
Anexo 9.	<i>Ranking</i> del sector alimenticio Perú en el 2015.....	32
Anexo 10.	Consumo per cápita de productos lácteos en países de América Latina	33
Anexo 11.	Consumo de productos lácteos por marcas en el 2011-2014.....	33
Anexo 12.	Análisis PEST.....	34
Anexo 13.	Análisis FODA	35
Anexo 14.	Concentración de la industria	38
Anexo 15.	Estructura de ingresos.....	38
Anexo 16.	Riesgos	39
Anexo 17.	Determinantes en la estimación de las ventas de Laive.....	41
Anexo 18.	Flujo de caja considerando un horizonte de 10 años, del 2017 al 2026	43
Anexo 19.	Beta del sector	44
Anexo 20.	Tasa riesgo país	44
Anexo 21.	Costo de la deuda y estimación del <i>rating</i> sintético	45
Anexo 22.	Estimación de relación de precios entre las acciones del tipo A, B y C	46
Anexo 23.	Variación de precios de las acciones del tipo B ante cambio del WACC y de la tasa de crecimiento (g).....	47
Anexo 24.	Variación de precios de las acciones del tipo B ante cambio del precio de los insumos y de la tasa de crecimiento (g).....	47
Anexo 25.	Variación de precios de las acciones del tipo B ante cambio del tipo de cambio y de la tasa de crecimiento (g).....	47
Anexo 26.	Relación de precios usados para la valorización por comparativos.....	48

Resumen ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es valorizar la empresa Laive a diciembre de 2016, para lo cual utilizamos dos métodos, el método del flujo de caja descontado y el de los múltiplos.

En el primer método consideramos un valor del WACC de 8,82% y un valor CAPM 10,56%, con lo cual arrojó un valor de S/ 1,85 para la acción B de Laive, cifra superior en 51,9% a la última cotización que negocio Laive (S/ 1,22 de fecha 14 agosto de 2014).

Este resultado se sustenta principalmente en el crecimiento sostenido de Laive, reflejado en el fortalecimiento y crecimiento de sus activos y ventas. También apreciamos un crecimiento importante de la demanda en el mercado nacional. Todo lo mencionado se desarrolla a lo largo del trabajo.

Finalmente, el método de los múltiplos de empresas comparables arrojó el valor de S/ 1,88 para la acción B de Laive, esto confirma los resultados hallados con los métodos fundamentales, al indicar también una apreciación futura de la acción, sobre la base de que la acción de Laive estaría subvaluada respecto a empresas comparables.

Introducción

Laive S.A. es una empresa peruana con 105 años desde su fundación. La empresa ha pasado por diversas reestructuraciones productivas: en sus inicios se dedicaba a la crianza de ganado vacuno; en los años de la reforma agraria, hizo un giro hacia la producción de lácteos, una década después incursionó también en el segmento de productos cárnicos. En adelante ha construido diversas plantas de productos ultra-pasteurizados y plantas de evaporación de leche. Sus plantas se encuentran ubicadas en Lima y Arequipa.

Laive también contribuye a la sociedad peruana, preocupándose por el medioambiente realizando reciclaje de productos, dando alimentación a escolares de zonas alejadas y construyendo viviendas a personas de bajo nivel socioeconómico.

Los accionistas mayoritarios son: la empresa peruana Valores Agroindustriales, que representa el 38% (S/. 27,3 millones); la empresa chilena Comercial Víctor Manuel, que representan el 38% (S/. 27,3 millones), y la empresa peruana Fundación Cristina e Ismael Cobián que representan el 6% (S/. 14,0 millones). Los accionistas minoritarios representan el 19%.

En el 2016, las ventas de Laive ascendieron a S/ 526 MM con un margen operativo de 4%; en los últimos seis años ha crecido en promedio 9,7% en ventas, con un retorno sobre los activos del 3,2% y retorno sobre el patrimonio del 6,6%, con un pago de dividendos que pasó de S/ 1,5 MM en el 2010 a S/ 4,1 MM en el 2015, en el 2016 y 2017 ascendieron a S/ 2,7 MM y S/ 2,9 MM respectivamente. Por lo dicho anteriormente, este crecimiento general de las cifras se debe cualitativamente a la innovación de sus productos funcionales en el mercado que le permitieron mantenerse en la competencia con grandes empresas como Gloria y Nestlé.

La valorización nos permitirá determinar si la empresa Laive cuenta con la capacidad de generar valor para el accionista en el futuro, en medio de un contexto en el que tiene que competir con empresas de gran tamaño (Gloria y Nestlé) y el entorno económico nacional e internacional.

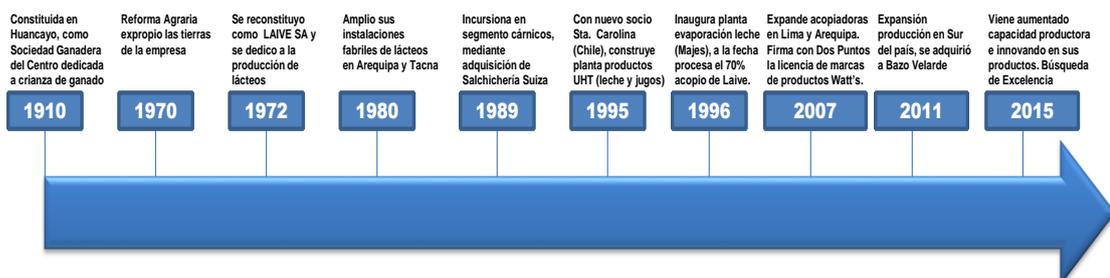
1. Análisis de la empresa Laive S.A.

1.1 Descripción de la empresa

La empresa Laive inició sus operaciones en el año 1905, empezó a operar bajo el nombre de Sociedad Ganadera del Centro y se dedicó a la crianza de ganado vacuno y lanar en la zona central del país. En los años 70 como consecuencia de la reforma agraria, cambió de giro hacia la producción de lácteos, concentrándose en la elaboración de quesos y mantequillas, categorías que mantiene hasta la fecha. En los años 80 inicia su proceso de diversificación productiva al incursionar en el segmento de productos cárnicos mediante la adquisición de la Empresa Salchichería Suiza S.A. En los años 90, con su exsocio Empresas Santa Carolina S.A. de Chile, construye su planta de productos ultrapasteurizados (UHT)- enfocándose en la elaboración de leches y jugos de larga vida, también construyó una planta de evaporación de leche en Majes, donde se procesa hoy en día el 70% del acopio a nivel nacional.

A partir del año 2007, Laive inició una expansión en su red de acopio a nivel nacional, instalando centros de almacenamiento en Arequipa y en Lima. Posteriormente, durante los años 2011 y 2012, la red de acopio continuó su expansión en el sur del país, incorporándose nuevos centros de almacenamiento de leche en Moquegua y Arequipa. Finalmente, en el año 2013 la red de recolección de Lima extendió su presencia a los valles de Cañete y Chincha.

Gráfico 1. Línea de tiempo de la evolución de la empresa Laive



Fuente: Elaboración propia, 2016.

En la actualidad, Laive posee una alta variedad de productos, marcas y presentaciones, con las que puede hacer frente a la demanda de los clientes. Asimismo, Laive apuesta por la investigación y desarrollo, lo cual le permite insertar a los mercados novedosos productos en calidad y presentación, incluso antes que sus competidores. Aprovecha la cobertura que posee a nivel nacional para abastecer la demanda interna (incremento de consumo per cápita a nivel nacional) y externa.

Si bien la economía peruana en el 2016 no tuvo los resultados esperados, las ventas de Laive aumentaron en 6,3% con respecto al 2015¹. Laive también ha venido tomando medidas para tener un crecimiento eficiente, invirtiendo estos últimos años en la ampliación de sus plantas, aumentando capacidad de sus almacenes y una mayor producción en sus plantas.

1.2 Grupo económico y subsidiarias de Laive

La empresa Laive, hasta febrero de 2012, perteneció al grupo económico “LAIVE”, el Grupo Económico se disolvió por la absorción del 100% de las participaciones representativas del capital de NGBV Holding S.A., por Laive S.A. empresa absorbente.

1.3 Productos

La venta y distribución de los productos se realiza a través de una red de distribuidores a nivel nacional, mientras que a las principales cadenas de supermercados y clientes institucionales se les atiende directamente. Durante el 2016 los principales productos comercializados son leches y UHT jugos (62%), lácteos (33%) y cárnicos (4%). En el anexo 5 se aprecia la evolución de la participación y volumen de ventas por productos desde el 2010 hasta el 2016.

Durante los últimos seis años, Laive ha sostenido su crecimiento en ventas a un ritmo promedio de 9,7% anual, llegando en el 2016 a un nivel de S/ 526 MM. Los factores claves en los resultados logrados en el último periodo han sido:

- Crecimiento por encima del mercado en categorías de yogurts, jugos y embutidos.
- Crecimiento sostenido de ventas en todos los canales de comercialización, en el canal moderno, tradicional e institucional ².

Lanzamiento de nuevos productos en las categorías de yogurts, jugos y embutidos, manteniendo una estrategia de diferenciación.

¹Crecimiento de las ventas de Laive del 2009 al 2016, detallado en el anexo 1

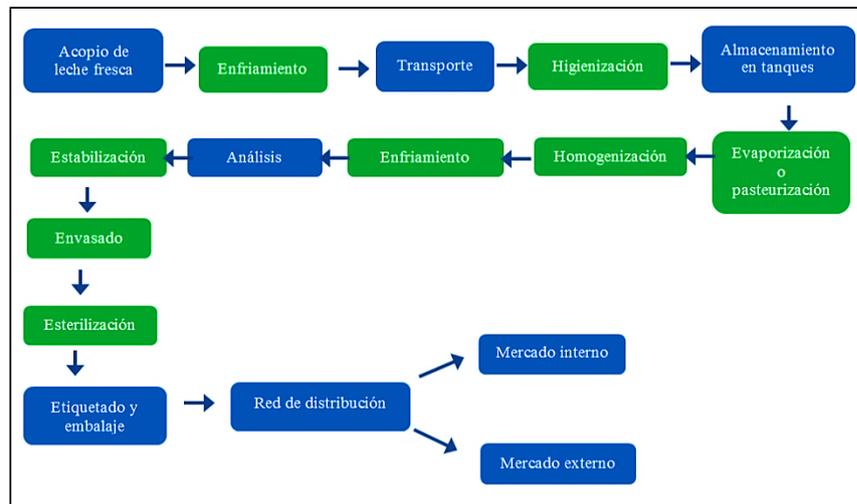
²El canal moderno se refiere a ventas en los supermercados y centros comerciales, el canal tradicional, a ventas en bodegas, minimarket, farmacias; y el canal institucional se refiere a ventas en universidades e instituciones del estado.

1.4 Cadena productiva, proveedores, canales de distribución y clientes

1.4.1 Cadena productiva

La cadena productiva de los productos lácteos se inicia con el acopio de leche en los diversos establos ganaderos, la leche es transportada en camiones isotérmicos, luego pasa por una limpieza rigurosa (higienización) donde se controla la temperatura, la acidez y las partículas microbiológicas; culminada esta etapa, se procede a la evaporización o pasteurización, luego se realiza el proceso de homogenización y enfriamiento; posteriormente, se realiza el proceso de análisis, estabilización, envasado y esterilización, culminado este proceso se realiza el etiquetado y embalaje; finalmente, se distribuye al mercado interno y externo, en el caso de la empresa Laive el 99% de su producción se distribuye en el mercado interno.

Gráfico2. Proceso de la cadena productiva



Fuente: Reporte sectorial fabricación de leche, Instituto de Estudios Económicos, 2014

Laive tiene sus plantas productivas en Lima y Arequipa que a continuación se describen en la siguiente tabla.

Tabla 1. Porcentaje de procesamiento de la empresa Laive

Ubicación de planta	Productos que se elaboran	Nº de Personal en producción	Porcentaje Procesamiento acopio de Laive
Lima-Lima	UHT, Cárnicos y Lácteos	774	30%
Arequipa-Arequipa		73	
Majes-Arequipa	Procesamiento de leche fresca	41	70%

Fuente: Memoria de Laive 2016, Superintendencia de Mercado de Valores, 2016. Elaboración propia.

1.4.2 Principales proveedores de leche

Los principales proveedores de leche de Laive son los ganaderos de la región Lima y sur. En su cuenca tradicional del sur (Moquegua, Arequipa y Majes) la empresa trabaja con más de 1.500 ganaderos. En los últimos años ha incrementado el acopio en la zona de Lima, ampliando su presencia en los valles de Cañete y Chincha. La leche acopiada se envía a las cuatro plantas (dos en Arequipa y dos en Lima), su principal centro de acopio es Majes - Arequipa, para ello cuenta con una amplia red de transporte³.

1.4.3 Canales de distribución y principales clientes

La empresa cuenta con su propia red de distribución a nivel nacional, y mediante la colocación de sus productos en las cadenas de supermercados y clientes institucionales.

En las ventas tiene dos canales, directo e indirecto; dentro de la venta directa (canal moderno) posee clientes importantes como los supermercados Hipermercados Metro, Supermercados Peruanos, Wong e Hipermercado Tottus. Por otro lado, dentro de la venta indirecta (canal tradicional) son los clientes del sector nacional cuya ventas 2016 y 2015 representaron el 99% de sus ventas totales (1% ventas al extranjero). En sus cuentas por cobrar al cierre diciembre 2016 y 2015, se concentran en nueve clientes que representaron, *grosso modo*, el 60% del rubro. Las cuentas por cobrar al cierre diciembre 2016 por tipo de cliente están compuestas por “Distribuidores” (65%), “Autoservicios” (10%) y “Otros” (25%).

1.5 Estructura accionaria y la acción en la BVL

La empresa Laive, al cierre de diciembre de 2016, registra un capital social totalmente suscrito y pagado por S/ 72.425.879, de donde corresponden S/ 63.000.000 a las acciones comunes de Clase “A” (correspondientes a 26 accionistas con derecho a voto), y S/. 9.425.879 a las acciones comunes Clase “B” (correspondientes a 101 accionistas sin derecho a voto), ambas acciones con valor nominal de S/ 1,00 cada una de ellas.

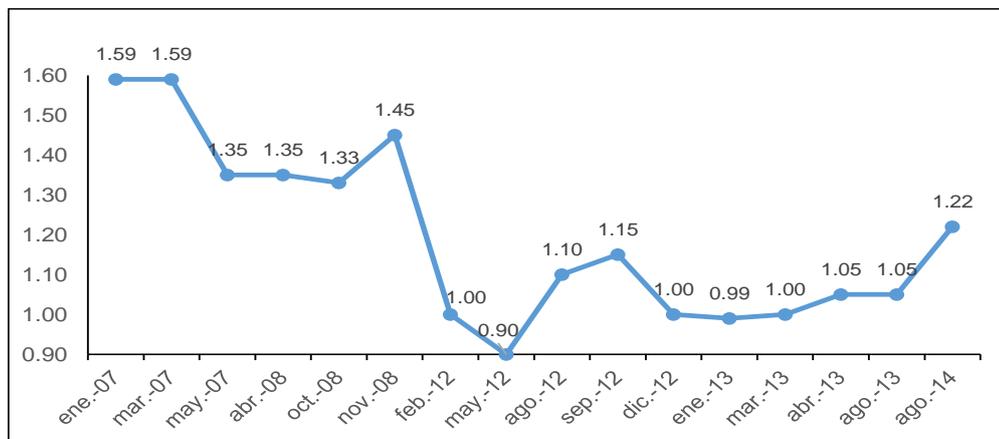
Cabe señalar que la empresa también registra S/ 185.634 correspondientes a acciones de inversión, pertenecientes a 45 accionistas, estas no registran un valor nominal. Los accionistas mayoritarios son: la empresa chilena Comercial Víctor Manuel, que representan el 37,7% (S/. 27,3 millones), la empresa peruana Valores Agroindustriales, que representa el 37,5% (S/ 27,2

³Extraído del Reporte Financiero de Laive 2011. Centrum 2012.

millones) y la empresa peruana Fundación Cristiana e Ismael Cobián, que representan el 5,5% (S/. 4,0 millones). Los accionistas minoritarios representan el 19%⁴. En el siguiente gráfico observamos los principales accionistas correspondientes a la clase A y B (anexos 1 y 2)

La empresa cotiza en la empresa la acciones del tipo B dichas acciones no han sido muy líquidas en el mercado de la Bolsa de Valores de Lima, en el siguiente gráfico mostramos las cotizaciones desde enero de 2007 hasta su última cotización, donde se observa que pasó de S/ 1,59 en enero de 2007 a S/ 1,22 en agosto 2014.

Gráfico 3. Cotización histórica del precio de la acción tipo B en la BVL (en soles)



Fuente: Bloomberg, 2016. Elaboración propia,

1.6 Gobierno corporativo

En el 2016, Laive presentó información pública solo resumida del Código de Buen Gobierno Corporativa, donde expresa seguir manteniendo los lineamientos 2015 (sí fue detallada). En el 2015, de acuerdo a la metodología de validación dispuesta por la Bolsa de Valores de Lima, obteniendo un porcentaje de cumplimiento del 66%, de las 87 recomendaciones relacionadas a los 31 principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas, agrupadas en cinco pilares⁵ (anexo 3).

⁴ Información extraída de la Memoria Anual de Laive 2016.

⁵ Los cinco pilares son: derecho de los accionistas, Junta General de Accionistas, el Directorio y la Alta Gerencia, riesgo y cumplimiento, transparencia de la información, dicha estructura tiene como objetivo implementar controles recíprocos y que las empresas operen de manera eficiente.

1.7 Responsabilidad social

La empresa mantiene como principal responsabilidad social la “alimentación de la comunidad”, donde se localizan sus centros de operaciones, también se preocupa por el entorno social, brinda apoyo en obras sociales a los vecinos y niños de la zona (anexo 4).

2. Análisis de la industria del sector lácteo y posicionamiento competitivo de Laive

2.1 Participación en el mercado

En el año 2016 la producción de leche contribuyó con el 5,0% del valor de la producción agropecuaria y con el 40% subsector pecuario. Las zonas que tienen mayor participación son Lima con el 17,7%, Cajamarca con 17,2%, Arequipa con 17,1% y La Libertad con el 6,4%; los cuatro departamentos concentran el 58,4% de la producción nacional⁶.

En el sector lácteos, el total de ventas de las empresas alcanzaron S/ 6.008 millones de soles; la empresa Gloria es la que registra mayor participación en promedio entre 2004 y 2016 -respecto del nivel de ventas- con el 60%, seguida por Nestlé Perú con el 29% y Laive con el 8%. El mercado de productos lácteos en el Perú se caracteriza por su elevada concentración, pues las tres principales empresas Gloria, Nestlé Perú y Laive, concentran el 97% de total de ventas, el resto está conformado por productores artesanales en su mayoría ⁷. Esta participación se mantiene en los últimos diez años (anexo 7)

Según el ranking 2016 Brand Footprint Perú, realizado por Kantar World Panel, firma mundial experta en estudios de conocimiento y comportamiento del consumidor, Laive se ubica entre las 50 marcas peruanas preferidas por el consumidor peruano (puesto 30.º), mientras que Gloria lidera el mercado en el puesto 1.º e Ideal Nestlé en el puesto 28.º⁸; con respecto al sector alimentario, según información de América Economía, Laive ocupó el 10.º puesto en el 2015, mejor posicionada se encuentran Gloria y Nestlé Perú en los puestos 2.º y 5.º respectivamente⁹ (anexos 8 y 9).

⁶Información extraída del Sistema Integrado de Estadística Agraria, disponible en la web.

⁷Información extraída del Directorio de Instituciones, Medio y Empresas 2015 (DIME) que administra Ipsos Opinión y Mercado, disponible en www.dime.pe/dime_web

¹¹Información tomada de la web de Kantar World Panel, disponible en <https://www.kantarworldpanel.com/brand-footprint-ranking/#/explore-the-data?type=brand-ranking&view=scatter&area=Peru§or=fmcg&brandOne=null&brandTwo=null>

¹²Información tomada de la web de América Economía, disponible en <http://mercadosyregiones.com/top-10-de-las-empresas-del-sector-alimentos/>

2.2 Consumo

A nivel mundial el consumo per cápita de productos lácteos ha registrado un incremento de 8%, pasando de 101 L en el 2008 a 110 L en el 2016.

En los países desarrollados es mayor el consumo per cápita de productos lácteos que en los países en desarrollo; en Sudamérica, los países que tiene mayor consumo per cápita son Uruguay, Argentina, Chile y Colombia, que registran consumos por encima del recomendado por la FAO (130 L por persona/año). Por el contrario, Perú y Bolivia se encuentran muy por debajo de lo recomendado, registrando un déficit alrededor del 49% en Perú y 104% en Bolivia, por lo que existe una oportunidad de crecimiento en este sector. En el Perú, el consumo de leche, a pesar de ser reducido, registra un crecimiento de 26% en el 2016 respecto al 2008, alcanzando los 87 L por persona en el 2016 (ver anexo 10 donde muestra la evolución del consumo per cápita de productos lácteos en los principales países de América Latina).

En el Perú, el estudio realizado por Ipsos Apoyo en el 2015, muestra los productos por marcas más demandas en Lima Metropolitana. El resultado muestra que el producto lácteo más consumido es la leche evaporada (9 de cada 10 madres) liderada por Gloria con el 68% y Laive con el 7%, el segundo producto más consumido es el yogurt (8 de cada 10 madres) el 68% compran productos de Gloria y el 16% de Laive; finalmente, el producto lácteo más consumido es leche fresca (5 de cada 10 madres), el 65% compran productos de Gloria y el 16% de Laive. En el anexo 11 muestra la evolución del consumo de los principales productos lácteos.

2.3 Competencia nacional e internacional

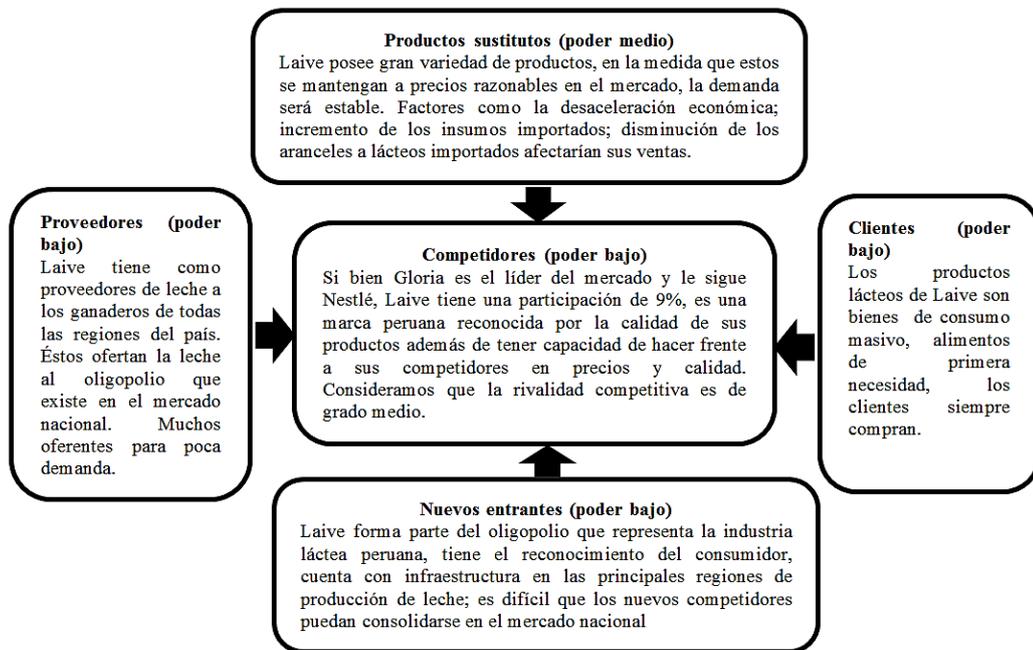
El mercado de lácteos peruano es un mercado maduro y consolidado; tres empresas dominan el mercado, Gloria con el 59% de participación de mercado, Nestlé con el 29%, Laive con el 9% y 3% de productores artesanales. Las principales empresas compiten mediante la innovación de productos acordes a las nuevas tendencias de los consumidores, por ejemplo, mediante el lanzamiento de productos enfocados a proveer un estilo de vida saludable. Las tres empresas invierten constantemente en la integración vertical de sus operaciones (acopio, producción, comercialización y distribución) y en la mejora de la eficiencia con el fin de disminuir costos, lo cual genera altas barreras de entrada ante nuevos competidores¹⁰. En el último año, debido a la

¹⁰ Extraído de “Reporte Financiero Burkenroad Perú – Laive S.A”. Centrum. 2011.

desaceleración económica que atraviesa el país, están lanzando al mercado envases más personales y pequeños, a menor precio acorde a la capacidad adquisitiva de los consumidores¹¹.

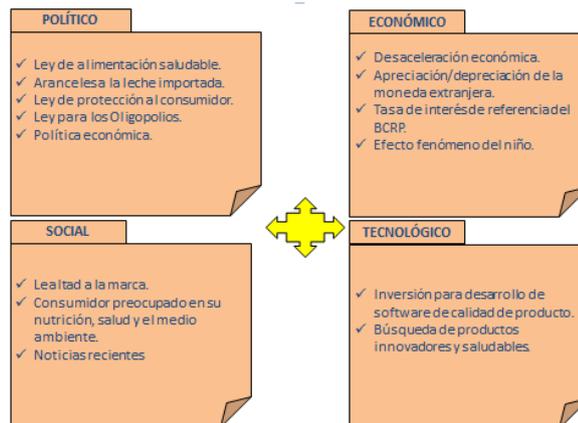
2.4 Las cinco fuerzas de Porter de la industria

Gráfico 4. Las cinco fuerzas de Porter



Fuente: Elaboración propia, 2016.

2.5 Análisis PEST



Fuente: Elaboración propia, 2016.

En el anexo 12 explicamos en detalle el análisis PEST.

¹¹ Extraído de “Ipsos Opinión y Mercado” y del diario Gestión.

2.6 Análisis FODA

A continuación, mostramos la matriz FODA.

Gráfico 5. Matriz FODA



Fuente: Elaboración propia, 2016

En el anexo 13, explicamos en detalle el análisis FODA.

2.7 Estrategia de Laive

La estrategia de Laive para mantenerse y seguir creciendo en el mercado nacional viene siendo la de llevar a la mesa de todos los peruanos, productos innovadores, simples y saludables. Esto se ve reflejado en la gama de productos que viene ofreciendo en el mercado, para ello, viene invirtiendo constantemente en la mejora de su infraestructura como la compra de terreno en Huachipa para tener su centro de distribución, equipos (mantenimiento constante) y sus procesos (reconocimiento de ISO en el 2014), todo ello para tangibilizar el reconocimiento de su valor agregado¹².

¹²Memorias de Laive 2016, Superintendencia Mercado de Valores y publicación en Diario Gestión el 21 de diciembre del 2015.

Mientras tanto Gloria busca ofrecer productos de alta calidad con el fin de seguir manteniéndose líder en el mercado¹³. En el caso de Nestlé, la estrategia para ser más competitiva en el largo plazo se plasma en la creación de valor compartido en la sociedad y el medioambiente¹⁴.

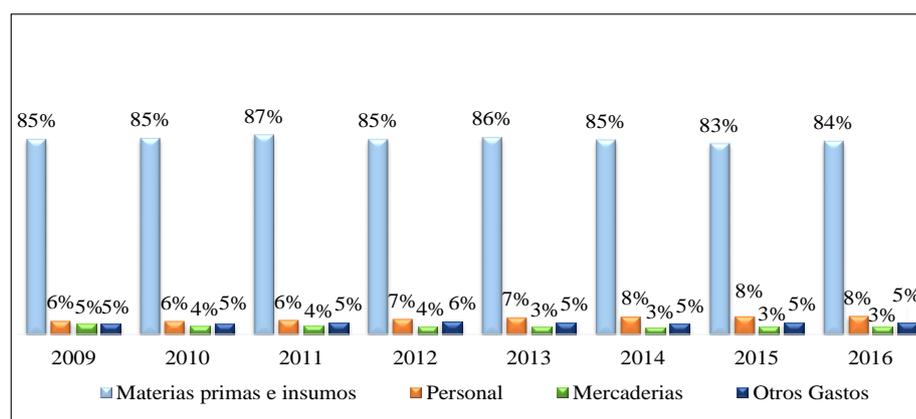
En una serie de acontecimientos ocurridos recientemente se ha puesto en tela de juicio el valor nutricional y la publicidad de los productos lácteos, dado que estos son mezclados con leche en polvo importada, además de etiquetar a sus productos de forma no transparente. La empresa más afectada ha sido Gloria, en menor medida Laive y Nestlé. A partir de ello, Laive debería enfocar su estrategia en demostrar al consumidor que sus productos son 100% saludables, además de ser totalmente transparentes en el rotulado de las etiquetas de sus productos, incidiendo con fuerza en ello, no solo mantendrá su participación en el mercado sino que podría ganar parte del mercado de Gloria (ya que ha tenido estrategia limitada), que en este momento tiene a sus clientes susceptibles de cambiar de marca.

3. Análisis financiero

3.1 Estructura de costos e ingresos

El costo de ventas al cierre del 2016 fue de S/ 410 MM, registrando un crecimiento anual de 6% y que representa el 78% de las ventas, manteniendo estructura similar en el periodo analizado. El costo de ventas se distribuye de la siguiente manera: 84% corresponde al rubro de materias primas e insumos y el 8% al gasto en personal.

Gráfico 6. Estructura de costos de ventas (en porcentajes)

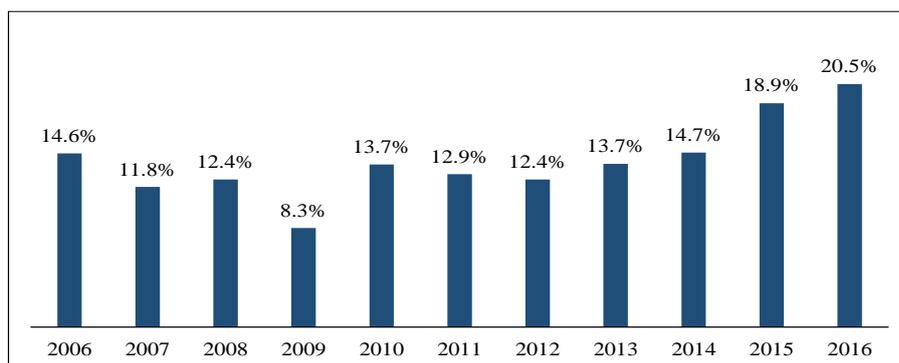


Fuente: Estados Financieros Auditados de Laive de los años 2009 al 2016. Elaboración propia.

¹³Tomado de la web <http://gloriagrupo.blogspot.pe/>

¹⁴Tomado de la web <http://www.nestle.com.pe/>

Gráfico 7. Participación de los insumos importados en el costo de ventas (en porcentajes)



Fuente: Estados Financieros auditados de Laive de los años 2006 al 2016. Elaboración propia.

Los ingresos por ventas registran un crecimiento anual de 5%. Los productos lácteos representan el 78%; los productos cárnicos el 10%, y los derivados de frutas el 11%, estos últimos disminuyeron su participación permitiendo el desarrollo de los productos lácteos y cárnicos (anexo 15)

Evolución volumen precio

Laive ha venido incrementado sus ventas a lo largo de la última década, concentrándose en Lácteos. A continuación, mostramos los siguientes gráficos por volumen de ventas físico y por valorización de sus productos:

Tabla 2. Volumen de ventas físico en toneladas métricas de Laive (2012 – 2016)

Productos	2012	2013	2014	2015	2016
Lácteos Lima	30,773	35,585	36,846	37,633	39,541
Lácteos Arequipa	1,565	1,607	1,547	1,758	1,844
UHT Jugos y Leches	63,441	72,225	72,422	71,714	76,575
Cárnicos	3,930	4,316	4,593	4,972	4,751
Otros alimentos	1,832	1,831	1,520	1,480	1,527
Total Lácteos por Volumen (TM)	101,541	115,564	116,928	117,557	124,238

Fuente: Memoria de Laive 2016, Superintendencia de Mercado de Valores del Perú. Elaboración propia.

Tabla 3. Volumen de ventas valorizado en millones de soles de Laive (2012 – 2016)

Productos	2012	2013	2014	2015	2016
Lácteos Lima	153	177	192	202	214
Lácteos Arequipa	29	31	31	36	38
UHT Jugos y Leches	162	187	187	188	204
Cárnicos	39	43	49	55	55
Otros alimentos	15	16	15	15	16
Total Lácteos en millones de soles	398	453	473	495	526

Fuente: Memoria de Laive 2016, Superintendencia de Mercado de Valores del Perú. Elaboración propia.

Con respecto a los precios de los productos lácteos, hemos encontrado información limitada, de la cual solo hemos incluido a la leche evaporada y a los yogures en diversos períodos, para apreciar sus precios. Para el caso de los yogures, apreciaremos que Laive posee precio superior a otras marcas, dado el valor nutritivo que ofrece, mientras que, en leche evaporada, el precio de Laive es menor, principalmente por el envase (caja) en que se ofrece. Por último, mostramos un cuadro comparativo de la evolución de precios por producto de leche donde se observa una brecha notoria en la evolución de precios de la leche fresca (que ofrece el ganadero) con respecto a los precios de los productos elaborados que ofrecen las empresas líderes del mercado.

Tabla 4. Precios en nuevos soles de yogurt por envase de 1 L

Marca	Mar 11	Jun 11	Ago 11	Ago 14	Dic 14	Jul 17
Gloria	5.05	5.40	5.65	5.99	6.09	5.19
Soy Vida	3.10	3.10	3.10	3.45	4.00	4.99
Laive	4.75	5.80	6.12	6.33	6.33	5.70

Fuente: Asociación de Ganaderos de Lima, 2016. Elaboración propia.

Tabla 5. Precios de leche evaporada por envase de 410 g

Marca	Mar 11	Jun 11	Ago 11	Ago 14	Dic 14	Jul 17
Gloria	2.45	2.60	2.69	2.95	3.00	3.19
Laive	2.24	2.24	2.35	2.45	2.67	2.76
Nestle	2.15	2.50	2.65	3.00	3.00	3.17

Fuente: Asociación de Ganaderos de Lima, 2016. Elaboración propia.

Tabla 6. Precios por productos de leche

Producto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fresca de establo de 1 litro al por mayor	1.00	1.04	1.09	1.17	1.18	1.18	1.20
Evaporada (lata de 410 gr.) al consumidor.	2.47	2.67	2.83	2.87	2.94	2.99	3.23
Evaporada (lata de 410 gr.) al por mayor.	2.26	2.50	2.64	2.69	2.66	2.66	2.92
Fresca en bolsa de 1 litro	2.85	3.17	3.40	3.52	3.71	3.76	4.27

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática, 2016. Ministerio de Agricultura, 2016.

3.2 CAPEX

En el siguiente cuadro apreciaremos la inversión en inmuebles, maquinarias y equipos, así como en activos intangibles de Laive en esta última década. La búsqueda de innovación y calidad de productos, implica inversión, y esto Laive ha venido plasmándolo a lo largo de los años, inversiones en compras y mejoras de los equipos, desarrollo de *software* para mejorar la productividad, para mejorar el control de calidad; los últimos tres años se aprecia una inversión importante debido a la adquisición y construcción de su planta en Huachipa, donde centralizará su centro de almacén y distribución.

Tabla 7. CAPEX

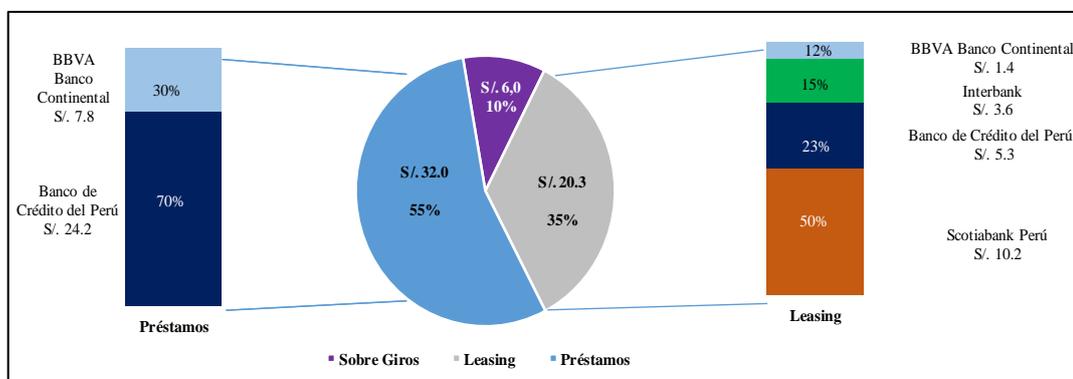
Detalle	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Compra de propiedades y equipo	5.89	3.75	9.68	3.05	5.64	4.70	7.72	7.33	14.91	19.88	10.98
Compra de activos intangibles	0.47	0.21	0.03	0.17	0.15	0.67	0.25	0.47	0.31	0.30	0.66
Totales en millones de soles	6.36	3.96	9.70	3.23	5.79	5.38	7.97	7.80	15.22	20.18	11.64

Fuente: Estados financieros Laive del 2006 al 2016. Superintendencia de Mercado de Valores. Elaboración propia.

3.3 Financiamiento

La empresa, al cierre de diciembre de 2016, registra un total de S/ 58,3 millones de financiamiento, la empresa mantiene pasivos en las cuatro principales instituciones financieras del mercado local, los principales productos de financiamiento son: préstamos S/ 32,0 millones (55%); *leasing* S/ 20,3 millones (35%), y sobregiros S/ 6,0 millones (10%). La tasa promedio que paga es de 6,44%, el plazo máximo es al 2025 y la moneda origen de la deuda es en soles. A continuación, mostramos las principales fuentes de financiamiento por empresas del sistema financiero.

Gráfico 8. Estructura de financiamiento por empresa del sistema financiero (en millones de soles y porcentajes)



Fuente: Estados financieros Laive 2016. Elaboración propia.

3.4 Política de dividendos

La empresa Laive, en el 2013, aprobó modificar la política de dividendos vigente desde diciembre de 1996 de forma tal que a partir de la fecha sea la siguiente:

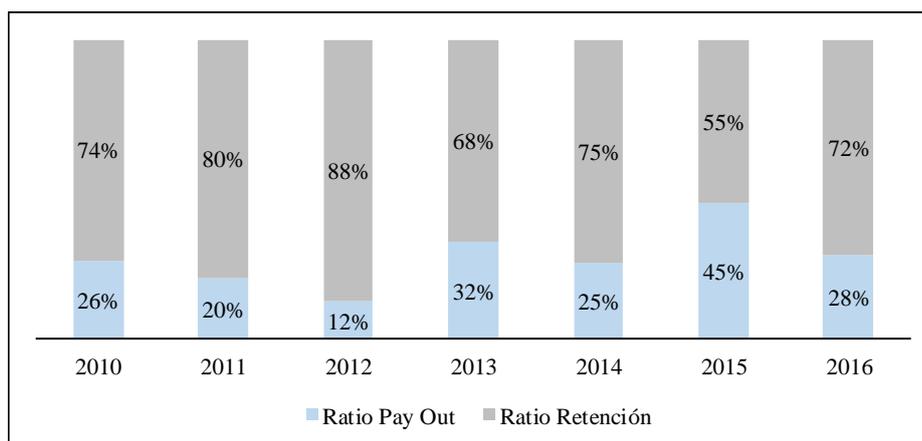
«Repartir, al menos, un monto equivalente al 20% de la ganancia neta del ejercicio inmediato anterior, sujeto a las necesidades financieras de la empresa»¹⁵.

¹⁵Información extraída del comunicado de Laive - correspondiente a Hechos de Importancia. Marzo 2013

Evolución *ratio payout* y retención

La empresa presenta un *ratio payout* variable entre el 2010 y 2016 (pago de dividendos entre utilidad neta); se observa una disminución considerable en el 2016, disminuyendo de 45% en el 2015 a 28% en el 2016, el *ratio payout* promedio entre el 2010 y 2016 es de 27%, acorde con la política de dividendos implementada en el 2013.

Gráfico 9. Evolución *ratio payout* y retención (en porcentajes)



Fuente: Estados Financieros Laive del 2009 al 2016. Elaboración propia.

3.5 Indicadores financieros

3.5.1 Indicadores de liquidez

Laive ha tenido, históricamente, capacidad para cubrir sus deudas a corto plazo.

Tabla 8. Indicadores de liquidez (en nuevos soles y porcentajes)

INDICADORES	LAIVE								GLORIA		
	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Liquidez General (Current Ratio)	1.52	1.33	1.24	1.19	1.44	1.40	1.28	1.22	1.88	1.80	1.77
Prueba Acida (Quick Ratio)	0.84	0.64	0.65	0.67	0.63	0.60	0.46	0.40	0.84	0.81	0.93
Pasivo Corriente / Pasivo total	71.67%	69.62%	67.18%	73.90%	62.38%	64.76%	63.86%	68.08%	57.60%	53.33%	51.78%

Fuente: Estados Financieros Laive del 2009 al 2016. Superintendencia de Mercado de Valores. Elaboración propia.

3.5.2 Indicadores de gestión

Podemos apreciar a través de los años, Laive viene mejorando el ciclo de conversión de efectivo, por un mejor desempeño en la oportunidad de cobranzas a clientes, además de mayores días de crédito para el pago de la deuda.

Tabla 9. Indicadores de gestión (en nuevos soles y cocientes)

INDICADORES	LAIVE								GLORIA		
	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Ctas por Cobrar Com. (en millones S/)	45,199	43,221	53,812	71,533	52,245	52,544	52,442	49,622	530,335	599,454	657,468
Período de Cobro (días)	57	51	51	57	49	40	38	35	57	61	67
Existencias (en millones S/)	34,499	41,415	45,724	53,433	66,674	72,239	97,225	109,149	770,355	808,126	663,725
Inmovilización de Existencias (días)	58	57	59	58	62	68	79	91	108	107	91
Ctas por Pagar Com. (en millones S/)	30,546	40,035	49,011	55,019	62,825	72,314	98,811	106,726	408,358	520,226	308,089
Período de Pago (días)	51	53	61	61	61	66	80	90	57	69	42
Ciclo de conversión de efectivo (días)	64	55	50	54	50	42	37	35	108	100	116

Fuente: Estados Financieros Laive del 2009 al 2016. Superintendencia de Mercado de Valores. Elaboración propia.

3.5.3 Indicadores de solvencia

Durante los últimos cinco años de Laive, su pasivo corriente, en promedio, viene siendo el 66% del pasivo total. Las cuentas por pagar comerciales, en su mayoría, son las contenidas en el pasivo corriente. Mientras que la deuda financiera representa viene representando en promedio el 30% del pasivo total o del patrimonio, tanto el pasivo y el patrimonio de Laive van casi en la misma proporción.

Tabla 10. Indicadores de solvencia (en cociente)

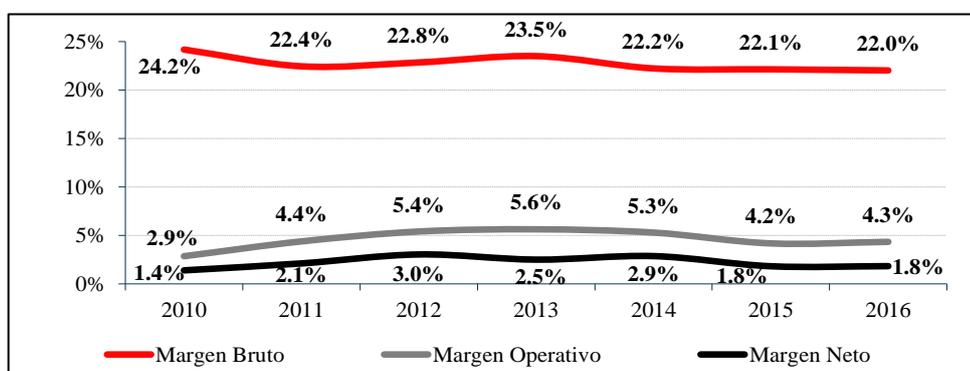
INDICADORES	LAIVE								GLORIA		
	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.72	0.70	0.67	0.74	0.62	0.65	0.64	0.68	0.58	0.53	0.52
Deuda Financiera / Pasivo Total	0.45	0.41	0.41	0.31	0.34	0.35	0.33	0.30	0.62	0.62	0.74
Deuda Financiera / Patrimonio	0.41	0.38	0.42	0.34	0.33	0.34	0.35	0.33	0.53	0.61	0.71
Pasivo Total / Patrimonio	0.92	0.92	1.02	1.09	0.98	0.96	1.07	1.10	0.85	0.98	0.96

Fuente: Estados Financieros Laive del 2009 al 2016. Superintendencia de Mercado de Valores. Elaboración propia

3.5.4 Indicadores de rentabilidad

El siguiente gráfico muestra la evolución de los márgenes de rentabilidad, apreciamos una mínima disminución en el margen bruto. Hay un ligero incremento (0,1%), en el margen operativo, mientras que el margen neto ha sido similar al del 2016.

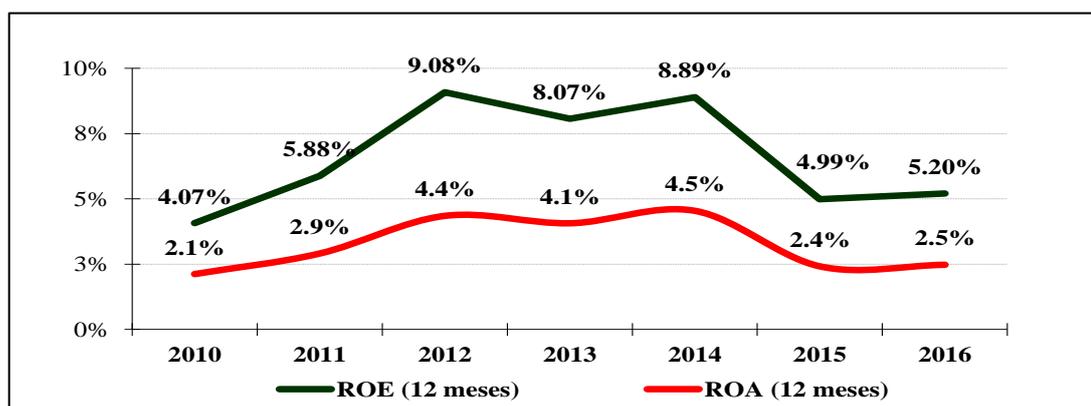
Gráfico 10. Márgenes de rentabilidad (en porcentajes)



Fuente: Estados Financieros Laive del 2009 al 2016. Superintendencia de Mercado de Valores. Elaboración propia.

El siguiente gráfico muestra que en los últimos seis años el ROE y ROA se ha fortalecido, debido al crecimiento de Laive. Desde el 2013 ha seguido creciendo, pero a un menor ritmo debido a factores como la devaluación del sol, así como la desaceleración económica. En el 2015, el patrimonio se incrementó debido a una mayor valuación del terreno de su planta productiva.

Gráfico 11. ROE y ROA a 12 meses (en porcentajes)



Fuente: Estados Financieros Laive del 2009 al 2016. Superintendencia de Mercado de Valores. Elaboración propia.

3.5.5 Análisis DUPONT

Apreciamos que la rotación de activos y el apalancamiento financiero tienen un comportamiento relativamente similar entre Laive y Gloria, esta última tiene siete veces más nivel de activos y ventas que Laive, la amplia diferencia en la rentabilidad de ambas empresas se debe a que Gloria tiene menores gastos operativos.

Tabla 11. Análisis de Dupont (en cociente y porcentaje)

INDICADORES	LAIVE								GLORIA		
	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Profitability (Rentabilidad)	0.02	0.01	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.07	0.06	0.06
Asset Turnover (Ventas/Activos)	1.71	1.51	1.37	1.43	1.62	1.58	1.32	1.35	1.17	1.11	1.13
Leverage (Total Activos/Total Patrimonio)	1.92	1.92	2.02	2.09	1.98	1.96	2.07	2.10	1.85	1.98	1.96
DUPONT	5.38%	4.07%	5.88%	9.08%	8.07%	8.89%	4.99%	5.20%	15.86%	13.37%	13.53%

Fuente: Estados Financieros Laive del 2009 al 2016. Superintendencia de Mercado de Valores. Elaboración propia

4. Riesgos y análisis del macroambiente

Riesgos

La empresa está expuesta a eventos internos o externos, operativos o financieros que pueden afectarlo, causando pérdidas económicas, debido a esto la empresa Laive lleva una gestión de riesgos que conllevan a eliminarlos o mitigarlos a través de controles periódicos que se identifican, evalúan, miden y monitorean para la buena salud financiera de la empresa.

Laive, en su información auditada 2016, presenta una gestión clásica de riesgos financieros, encargada a su Directorio y Gerencia, se muestra un resumen del mismo en el anexo 16.

Análisis del macroambiente

En el 2016, la economía mundial se contrajo. En el Perú, el PBI creció 3,9%, debido al incremento, principalmente, de la minería y la pesca, los demás sectores incrementaron mínimamente o resultaron en rojo.

El Ministerio de Economía y Finanzas estima en 2,8% el crecimiento del PBI para el 2017 y 4% para los años 2018 al 2021¹⁶. El Perú representa solo el 0,34% del PBI mundial, por lo que nuestra economía está en función del crecimiento de las grandes potencias como China y Estados Unidos, el primero crecía alrededor del 10% hace algunos años, sin embargo, para el 2017 se estima un PBI de 6,6% y los siguientes años su PBI oscilará entre el 5,8 y 6,2%; mientras que Estados Unidos se viene recuperando de manera lenta después de la crisis del 2008, este año y los siguientes años, se estima un PBI alrededor de 2%. Los analistas estiman que el PBI en América Latina crecerá en promedio 1% para el 2017 y el 2018 en 1,8%.

En el Perú la inflación disminuyó a 3,23% (4,40% en el 2015), aunque no estuvo en el rango meta. Asimismo, el tipo de cambio 2016 disminuyó con respecto al 2015, el de venta fue de S/ 3,36 (en 2015 S/ 3,413), producto de las operaciones de compra y venta del Banco Central del Perú, quien tiene como objetivo la estabilidad monetaria.

En el 2017 la economía peruana ha sido afectada por diversos resultados adversos como los acontecimientos del fenómeno El Niño, la corrupción por el caso Odebrecht (a nivel Latinoamérica) y otros acontecimientos que han mellado la situación del país; sin embargo, hay luces de crecimiento progresivo para este año y los próximos (Juegos Panamericanos y reconstrucción de varias zonas del país por lo del fenómeno El Niño).

En este contexto la empresa Laive sabe que tiene que ser prudente, pero también sabe que podría reinventarse, buscando la oportunidad de ganar mercado, debido a los problemas que tuvo la empresa Gloria.

¹⁶ Marco Macroeconómico Multianual 2018 -2021. Ministerio de Economía y Finanzas.

5. Metodologías de valorización

5.1 Método flujo de caja descontado

5.1.1 Supuestos del método flujo de caja descontado

En el siguiente cuadro describimos los supuestos usados para el cálculo del precio de la acción tipo B por el método de flujo de caja descontado.

Tabla 12. Supuestos de la valorización

Supuestos	Fundamento del supuesto
Moneda	En moneda nacional (soles).
Período de proyección	La proyección es de 10 años, para ello hemos usado 11 años de historia, este rango nos ha llevado a concluir aspectos importantes para el crecimiento y madurez tanto de Laive y del sector lácteo.
Tasa libre de riesgo	Bono soberano de Estados Unidos a 30 años correspondiente al 31 de diciembre de 2016 que fue 3,016%. El Perú es un país emergente y dependiente de las grandes economías, por ello tomamos el Bono soberano americano puesto que refleja la tasa en un mercado grande y maduro, y tomamos la de 30 años como un tiempo más consistente en el largo plazo.
Beta	Con la información proporcionada por Damodarán se tomó el Beta desapalancado corregido por el cash para el sector de alimentos procesados que fue de 0,74 (anexo 19). El beta de Damodarán es usada por muchas empresas importantes de valorización, con más de 20 años proporcionando dicha información se ha convertido en una medida confiable, además toma referencia un mercado maduro y profundo como el americano, que es el paso siguiente al de una economía emergente como la nuestra.
Prima por riesgo	Es la diferencia del promedio geométrico de los <i>Stocks</i> y T. Bills Bonds del periodo 1928 - 2015 que fue 4,54%. Consideramos el período geométrico dado que la teoría financiera nos dice que es el más adecuado para describir el desempeño histórico a largo plazo de un activo.
Riesgo país	Extraído del Banco Central de Reserva correspondiente al 31 de diciembre del 2016 que fue 2,40% (anexo 20).
Costo de la deuda	Se calculó en base a la teoría del rating sintético desarrollado por Damodarán $K_d = 7.73\%$, este se comparó con el rating obtenido por la metodología de Fitch Rating (anexo 21).
Impuesto a la renta	En el periodo proyectado (2016-2025) será de 29,5% de acuerdo a la normativa aplicable para el ejercicio 2016.
Proyección de EEFF	Proyectamos de manera integral el estado de resultados y el balance general. Las ventas se estimaron a través de una regresión lineal con múltiples variables dependientes, siendo significativa la variable ingreso con educación secundaria (anexo 17). El costo de ventas se analizó desde el 2009 al 2016, separando los componentes principales que son materias primas e insumos utilizados el cual se calcularon en base a proporciones de saldos en conjunto con la tasa de crecimiento de las ventas. Los gastos administrativos generalmente tienen poca fluctuación, por lo que se tomó como factor de crecimiento el promedio ponderado móvil de los últimos 5 años. La pérdida cambiaria que es la posición monetaria de activos y pasivos en moneda extranjera, siendo este último a corto plazo, se utilizó como factor la tasa de crecimiento de las ventas, multiplicado por el tipo de cambio máximo y mínimo entre el 2016 y 2017. La proyección del CAPEX se realizó usando la tasa de crecimiento de las ventas (promedio móvil ponderado de los últimos 11 años) tanto para los activos fijos como los activos intangibles. Para el caso de la depreciación se realizó el cálculo normal en base a la tasa de depreciación del mayor rubro del activo fijo y en el caso del intangible según lo indicado en el informe auditado del 2016. Los demás rubros se han establecido utilizar la tasa de crecimiento de las ventas.
Tipo de acciones	Laive tiene acciones del tipo A, tipo B y acciones de inversión, sin embargo, solo cotiza las acciones tipo B, para discriminar el precio se eligió a la empresa Backus que cotiza los tres tipos de acciones en dólares, finalmente, a través de una regresión lineal hemos estimado los parámetros (anexo 22).

Fuente: Elaboración propia.

5.1.2 Resultados de la valorización

Tabla 13 Resultado de la valorización por flujo de caja descontadas

Costo de Capital	10.56%
WACC	8.82%
Valor terminal (millones de soles)	S/. 460.44
WACC valor terminal	8.86%
g	3.50%
Valor patrimonial (millones de soles)	S/. 295.70
VP FCFE	S/. 154.60
VP del V. Terminal	S/. 197.76
Cash	S/. 1.67
Activos para venta	-
Deuda	S/. -58.34
Valor por acción común B	S/. 1.85
Precio acción B en la BVL (al 14 agosto 2014)	S/. 1.22

Fuente: Elaboración propia, 2016.

5.1.3 Análisis de sensibilidad

Cambios en la tasa de crecimiento (g) y de WACC

La sensibilización se realizó en base al crecimiento del PBI (g) en un rango entre 2,50 y 4,50% teniendo como referencia el PBI potencial de 3,5% publicado por el Banco Central de Reserva del Perú. Asimismo, consideramos variaciones del WACC entre 6,82 y 10,82%, teniendo como base el WACC calculado en 8,82%. En los resultados se puede observar que el mínimo valor de la acción es S/ 0,81 y se alcanza con un WACC de 10,82% y un g de 2,50%. El valor máximo de la acción es S/ 3,46 se alcanzan con un WACC de 6,82% y un g de 4,50% (anexo 23).

Cambios de los precios de la materia prima importada y en la tasa de crecimiento (g)

Laive está expuesta al riesgo comercial proveniente de cambios en los precios de las principales materias primas importadas, tales como leche en polvo, grasa láctea, suero mantequilla y margarina, debido a que los precios se determinan en el mercado internacional. En dicho escenario, es poco probable que Laive pueda trasladar el incremento de precios al consumidor.

Las materias primas importadas representaron en promedio 17,1% entre 2006 y 2016 del costo de ventas. En este sentido, mostramos la variación del precio de la acción del tipo B cuando cambia el precio de los insumos en -5%, -2,5% y 2,5% y 5% tomando como base el precio de los insumos del cierre de diciembre de 2016. Así como cambios en el PBI potencial de 2,50 a 4,5%.

En los resultados podemos observar que el mínimo valor de la acción es S/ 0,54 y se alcanza cuando los precios suben 5% y la tasa de crecimiento es 2,5%. El valor máximo es S/3,62 y se alcanza cuando el precio baja 5% y el crecimiento de la economía es 4,5% (anexo 24).

Cambios en el tipo de cambio y de la tasa de crecimiento (g)

Laive factura sus ventas principalmente en soles. El riesgo de tipo de cambio surge por las transacciones pasivas comerciales que se mantienen en moneda distinta a la moneda funcional. En este sentido, mostramos la variación del precio de la acción cuando cambia el tipo de cambio entre -10 y 10%, basándonos en el tipo de cambio de cierre del 2016.

En los resultados observamos que el mínimo valor de la acción es S/ 0,34 y se da cuando el tipo de cambio sube 10% y la tasa de crecimiento es 2,5%. El máximo valor de la acción es S/ 3,42 y se alcanza cuando el tipo de cambio baja 10% y la economía crece en 2,5% (anexo 25)

5.2 Método de múltiplos comparables

Este método consiste en valorar una empresa con el objeto de hallar el valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables.

5.2.1 Supuestos del método de múltiplos comparables

Laive presenta acciones del tipo A, acciones del tipo B y acciones de inversión, sin embargo, solo cotizó las acciones tipo B, para discriminar el precio de dichas acciones hemos elegido a la empresa Backus que cotiza los tres tipos de acciones en dólares, finalmente, a través de una regresión lineal hemos estimado los parámetros (anexo 26).

5.2.2 Resultado de la valorización

Los resultados del PER y EV/EBITDA son dispersos, se eligió la mediana del PER debido a que la utilidad neta de las empresas comparables es más acorde con su tamaño, se obtuvo USD 0,56 (S/ 1,88 al tipo de cambio del cierre de diciembre de 2016).

Tabla 14. PER y EV/EBITDA – 2016 (en millones de dólares, excepto por acción)

AÑO 2016 (Cifras en millones de US\$ excepto por acción)								PER	EV/EBITDA
Empresa	Precio de Acción	N° Acciones	Utilidad Neta	Deuda Financiera	Cash	Ebitda	Deuda Neta		
Gloria (Perú)	2.0	382.5	40.9	390.7	20.5	141.5	370.2	18.8	8.0
Watt's (Chile)	1.6	315.2	30.3	204.7	40.9	65.9	163.8	16.9	10.3
Danone (Francia)	63.5	617.0	1,903.8	22,418.7	587.5	4,105.2	8,054.7	20.6	11.5
Savencia (Francia)	70.6	14.0	115.7	835.2	454.4	339.0	380.8	8.5	4.0
Yili (China)	2.5	6,064.8	852.6	70.3	1,903.7	1,008.7	-1,833.4	18.0	13.4
Mengniu Dairy Co (China)	1.9	3,925.0	-113.1	1,242.8	248.1	157.3	-236.5	-66.9	46.6
Lala (México)	1.5	2,475.9	221.8	115.1	108.1	368.1	-91.6	16.3	9.6
Dean Foods Co (USA)	21.8	90.6	119.9	886.1	18.0	442.1	868.1	16.5	6.4
Nestle (Suiza)	71.8	3,098.0	8,662.6	22,816.6	7,854.9	16,546.4	13,677.7	25.7	14.3
Promedio								8.27	13.79
Mediana								16.90	10.27

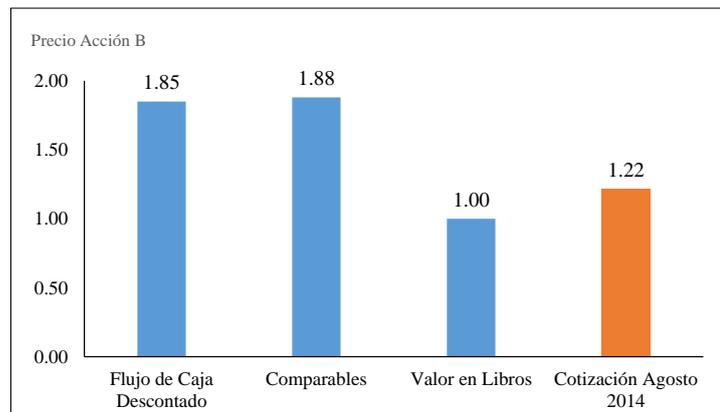
Elaboración propia

Fuente: Estados Financieros de Laive, Gloria, Danone, Fonterra, Lala, Meiji y Nestlé.

5.3 Resumen de los métodos utilizados

En el siguiente gráfico observamos la comparación del precio de la acción del tipo B con las diferentes metodologías utilizadas, así como el valor en libros y la última cotización de la empresa Laive, que fue en agosto de 2014.

Gráfico 12. Resumen de los métodos (en nuevos soles)



Fuente: Elaboración propia, 2016.

Conclusiones y recomendaciones

1. Conclusiones

- El consumo per cápita de productos lácteos es el más bajo de la región con relación a lo recomendado por la FAO, por lo que existe una demanda potencial, especialmente en el segmento de menores ingresos quienes aún no han cubierto sus necesidades básicas de consumo de productos lácteos, en dicho segmento se puede ganar participación en el mercado. Aunque en el último año en nuestro país y América Latina, existe una inestabilidad política debido a la corrupción; sin embargo, el ambiente macroeconómico es positivo durante los próximos quinquenios.
- La empresa presenta estándares adecuados de responsabilidad social (puede potenciarlo más por la coyuntura del país) y gobierno corporativo; además, tiene una gerencia con amplia trayectoria en el sector lácteo, que tiene una política constante de inversión en renovar, mejorar y ampliar sus plantas con tecnología de punta.
- La empresa tiene una buena estrategia de mantener su mercado y seguir innovando en productos y creciendo de manera gradual. Sin embargo, su historia, sus indicadores financieros y el efecto coyuntura puede ser mejor aprovechados, potenciar el mismo para ganar mercado a sus competidores.
- Las metodologías desarrolladas nos evidencian que el valor de mercado Laive es superior a su último valor en cotización, generando un potencial financiamiento ante una eventual oferta pública de acciones.
- El análisis de sensibilidad realizado en las valorizaciones, muestran que el precio de la acción de Laive no baja del umbral (de S/ 1,22) ante una apreciación de la moneda extranjera. En caso de la actividad económica, si la tasa de crecimiento de la economía es menor al 3,5% y la tasa WACC sea superior al 9%, se encontraría por debajo del umbral, similar comportamiento se observa si el precio de los insumos se incrementa en 2,5 y 5%, mientras que la economía crece por debajo de 3,5%.

2. Recomendaciones

- Aumentar la inversión en infraestructura, marketing, e investigación y desarrollo, con mayor apalancamiento o búsqueda de nuevos inversionistas (sólidos y atractivos indicadores financieros), para incrementar su participación de mercado nacional, así como en las exportaciones.

- Alianzas estratégicas con importantes empresas de diversos sectores que amplíen su penetración en el mercado.
- Aprovechar la coyuntura social generada en el consumo de productos lácteos, los clientes aún están sensibles a los problemas originados por Gloria.
- Demostrar mayor responsabilidad social ante los desastres del país (fenómeno El Niño o heladas).

Bibliografía

América Economía (2015). Las mayores empresas del Perú. En web de Semana del 2014. Perú. Fecha de consulta: diciembre 2015. Disponible en: <<http://rankings.americaeconomia.com/las-500-mayores-empresas-de-peru-2014/ranking-500/las-500-por-sector/>>

Asociación de exportadores del Perú (2015). Datos estadísticos de la web. Perú. Fecha de consulta: diciembre 2015. Disponible en: <<http://www.adexperu.com>>

Banco central de reserva del Perú (2016). Información estadística macroeconómica. Perú. Fecha de consulta: abril del 2016. Disponible en: <<http://www.bcrp.gob.pe/>>.

Del Águila P., Gisella (2015). Fundamento de clasificación de riesgo de Gloria. En Class y Asociados. 12 de junio del 2015. Perú. Fecha de consulta: marzo 2016. Disponible en: <<http://www.classrating.com/Gloria.pdf>>

Diario El Comercio (2014). El ranking de las marcas más valoradas en el Perú. En “El comercio”. 29 de diciembre de 2014. Perú. Fecha de consulta: diciembre 2015. Disponible en: <<http://elcomercio.pe/economia/peru/ranking-marcas-mas-valoradas-peru-noticia-1781433>>

Diario Gestión (2016). Noticias del día a día. Perú. Fecha de consulta: diciembre de 2016. Disponible en: <<http://www.gestion.pe/>>

Diario Gestión (2016). Perú consume menos leche per cápita por aspectos políticos y de mercado, advierte Agalep. 01 de junio de 2014. Perú. Fecha de consulta: abril 2016. Disponible en: <<http://gestion.pe/economia/peru-consume-menos-leche-per-capita-aspectos-politicos-y-mercado-advierte-agalep-2098991/>>

Gloria S.A. (2016). Información cualitativa de Gloria. Perú. Fecha de consulta: abril de 2016. Disponible en: <<http://www.grupogloria.com/>>

International Association for FUZZY-SET Management and Economy (2015). Información de consulta financiera. USA. Fecha de consulta: diciembre 2015. Disponible en: <http://gandalf.fee.urv.cat/sigef/english/congressos/congres15/042_Terce%C3%B1o_Barbera_Lauman.pdf>

Laive S.A. (2016). Información cualitativa de Laive. Perú. Fecha de consulta: abril de 2016. Disponible en: <<http://www.laiveesvida.com/>>

Laive S.A. (2015). Estados Financieros anuales e Información financiera adicional. En: Superintendencia del Mercado y Valores. Perú. Fecha de consulta: abril de 2016. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/>>

Laive S.A. (2015). Estados Financieros anuales e Información financiera adicional. En: Bolsa de Valores de Lima. Perú. Fecha de consulta: abril del 2016. Disponible en: <<http://www.bvl.com.pe/>>

Müller Jiskra, Alex (2015). ¿Cuál es el crecimiento potencial de la economía peruana? En: Semana Económica. 15 de octubre de 2015. Perú. Fecha de consulta: diciembre 2015. Disponible en: <<http://semanaeconomica.com/reflexionesdepoliticamonetaria/2015/10/15/cual-es-el-crecimiento-potencial-de-la-economia-peruana/>>

Parkin, Michael (2009). Economía. Octava edición. México: Prentice Hall.

Pontificia Universidad Católica del Perú (2011). Valorización de Laive 2011. Perú. Fecha de consulta: diciembre 2015. Disponible en: <<http://www.centrum.pucp.edu.pe/>>.

Ross, Stephen A. (2014). Finanzas corporativas. Novena edición. México: McGraw Hill.

Universidad del Pacífico (2012). Guía de estilo y forma. Primera edición. Lima: Universidad del Pacífico.

Universidad del Pacífico (2016). Información financiera LAIVE y empresas del sector lácteo. Bloomberg. Perú. Fecha de consulta: abril de 2016.

Universidad ICESI (2015). Información de betas por sectores. Estados Unidos. Fecha de consulta: mayo 2015. Disponible en: <<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls> >

Naciones Unidas. (2016) “Situación y perspectivas de la economía mundial 2016”. [En línea]. Fecha de consulta: 15/05/2016. Disponible en: <http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2016wesp_es_sp.pdf>

Banco Mundial. (2016) “Perspectivas económicas mundiales de enero de 2016”. [En línea]. Fecha de consulta: 15/05/2016. Disponible en: <www.bancomundial.org/es/news/press-release/2016/01/06/anemic-recovery-in-emerging-markets-to-weigh-heavily-on-global-growth-in-2016>

Mars, Amanda. (2016). “América Latina empeora y seguirá decreciendo en 2016, según el FMI”. En: El País. 19 de enero del 2016. Fecha de consulta: 15/05/2016. Disponible en: http://economia.elpais.com/economia/2016/01/18/actualidad/1453133046_839979.html

Diario Gestión (2016). “Perú entre países con mejor ambiente macroeconómico en América Latina al 2021”. En: Gestión. 21 de abril del 2016. Fecha de consulta: 15/05/2016. Disponible: <<http://gestion.pe/economia/peru-entre-paises-mejor-ambiente-macroeconomico-america-latina-hacia-2021-2159098>>

Anexos

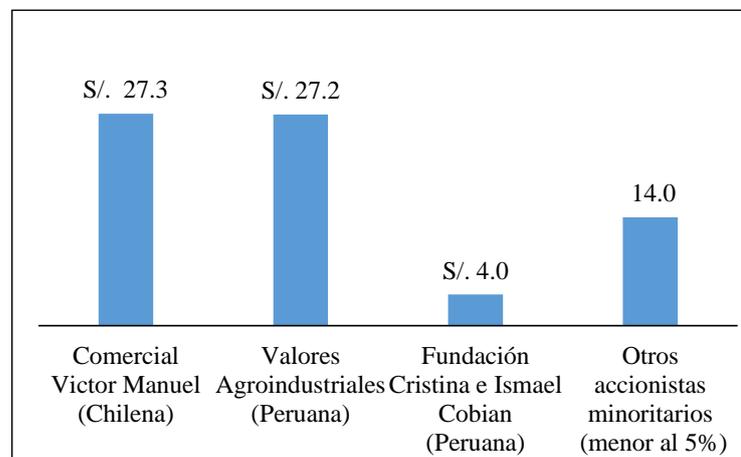
Anexo 1. Estructura accionaria de Laive

Estructura accionaria de Laive (en unidades y porcentajes)

Nombre	Total Acciones	Participación	Nacionalidad	Grupo Económico
Comercial Victor Manuel	27,290,372	37.7%	Chilena	N.D
Valores Agroindustriales	27,183,855	37.5%	Peruana	N.D
Fundación Cristina e Ismael Cobian	4,000,827	5.5%	Peruana	N.D

Fuente: Memorias de Laive 2016, Superintendencia Mercado de Valores

Estructura Accionaria de las Clase A y B (en millones de soles y porcentajes)



Fuente: Memorial Anual de Laive, 2016. Elaboración propia.

Anexo 2. Composición accionaria de Laive

Accionista con derecho a voto (en unidades y porcentajes)

Tenencia	Diciembre 2015		Diciembre 2016	
	Número de accionistas	Porcentaje de Participación	Número de accionistas	Porcentaje de Participación
Menor al 1%	21	3%	21	3%
Entre 1% - 5%	2	4%	2	4%
Entre 5% -10%	1	6%	1	6%
Mayor al 10%	2	87%	2	87%
Total	26	100%	26	100%

Fuente: Memorias de Laive, 2016, Superintendencia Mercado de Valores

Accionistas sin derecho a voto (en unidades y porcentajes)

	Diciembre 2015		Diciembre 2016	
	Número de accionistas	Porcentaje de Participación	Número de accionistas	Porcentaje de Participación
Menor al 1%	88	12%	87	12%
Entre 1% - 5%	10	23%	11	23%
Entre 5% -10%	0	0%	0	0%
Mayor al 10%	3	65%	3	65%
Total	101	100%	101	100%

Fuente: Memorias de Laive, 2016, Superintendencia Mercado de Valores.

Accionistas de inversión (en unidades y porcentajes)

	Diciembre 2015		Diciembre 2016	
	Número de accionistas	Porcentaje de Participación	Número de accionistas	Porcentaje de Participación
Menor al 1%	33	8%	33	8%
Entre 1% - 5%	7	14%	7	14%
Entre 5% -10%	2	12%	2	12%
Mayor al 10%	3	66%	3	66%
Total	45	100%	45	100%

Fuente: Memorias de Laive, 2016, Superintendencia Mercado de Valores.

Anexo 3. Buen gobierno corporativo

A continuación, describimos los Pilares:

El Pilar 1, correspondiente a derechos de los accionistas, alcanza 83% de cumplimiento, sustentado en las buenas prácticas en la participación e información a los accionistas, así como en la solución de controversias de los accionistas.

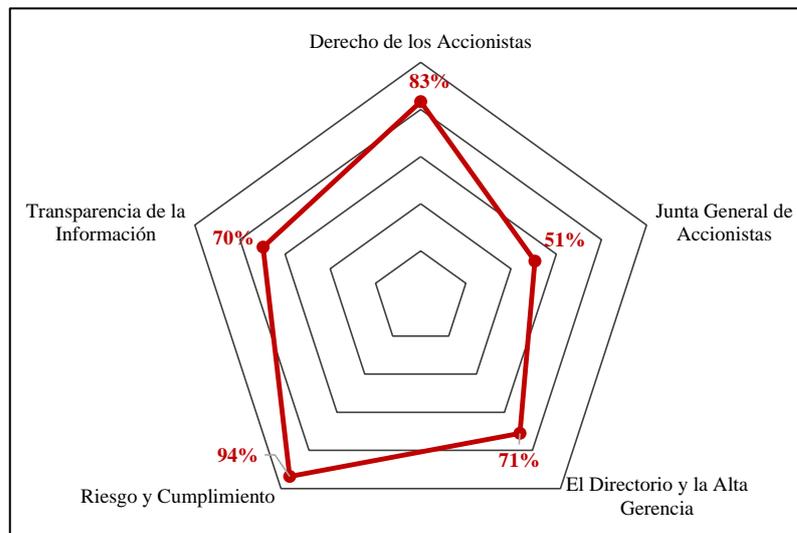
El Pilar 2, correspondiente a los derechos y deberes de la Junta General de Accionistas, obtiene 51% de cumplimiento, debiendo mejorar en la reglamentación de mecanismos de convocatoria, propuestas de puntos de agenda y delegación del voto de los accionistas.

El Pilar 3, correspondiente al Directorio y la Alta Gerencia, alcanza 71% de cumplimiento, teniendo buenas prácticas en la reglamentación de los deberes y derechos de los miembros del Directorio y la Alta Gerencia, debiendo mejorar en la inclusión de, al menos, un tercio de directores independientes (actualmente solo existe 1 director independiente, de 8 directores), así como en realizar programas de capacitación para el cumplimiento del Código de Ética.

El Pilar 4, referido a riesgo y cumplimiento, alcanza 94% de cumplimiento.

El Pilar 5, correspondiente a transparencia de la información obtiene un 70% de cumplimiento, debiendo mejorar en la creación de una oficina de relación con el inversionista, así como publicar un informe anual con los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo.

Cumplimiento del código de buen gobierno corporativo (en porcentajes)



Fuente: Reporte 2015, sobre el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo de Laive

Anexo 4. Responsabilidad social

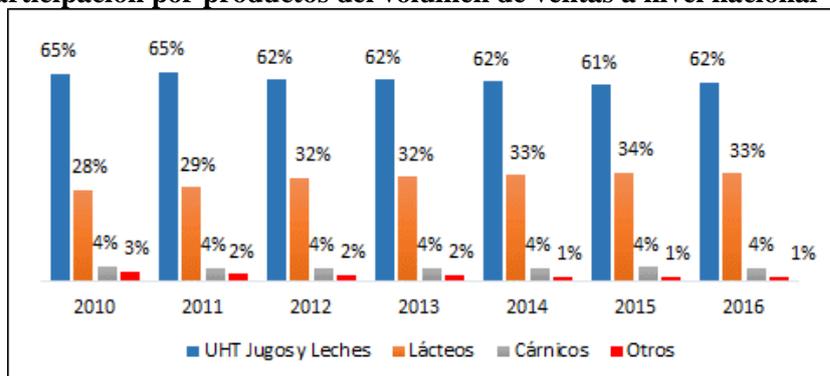
Las principales actividades están relacionadas con los niños; se trabaja directamente con Fundades, Niño Sano, Operación Sonrisa, Ayacucho, Teletón, entre otras. Por otro lado, la empresa también vela por el medioambiente, colaborando con los productores artesanales en la producción de insumos frescos, naturales y no contaminantes¹⁷. Los principales proyectos de la empresa entre 2015 – 2021 son:

Principales proyectos de la empresa Laive 2015 -2021

Proyecto	Ámbito
Programa Creciendo con Laive	Negocios Inclusivos
Reciclame, cumple TU papel	Reciclaje
Vive Bien con Laive	Clima Laboral
Campañas de Nutrición en Colegios	Nutrición
Donación de Desayunos a Colegios	Nutrición
Gestión Ambiental	Medio Ambiente
Envases reciclables	Medio Ambiente

Fuente: Responsabilidad Social- página de web de Laive. Elaboración propia.

Anexo 5. Participación por productos del volumen de ventas a nivel nacional



Fuente: Estados financieros Laive, 2010 a 2016. Elaboración propia.

Anexo 6. Volumen de ventas de Laive a nivel nacional (en miles de toneladas métricas)

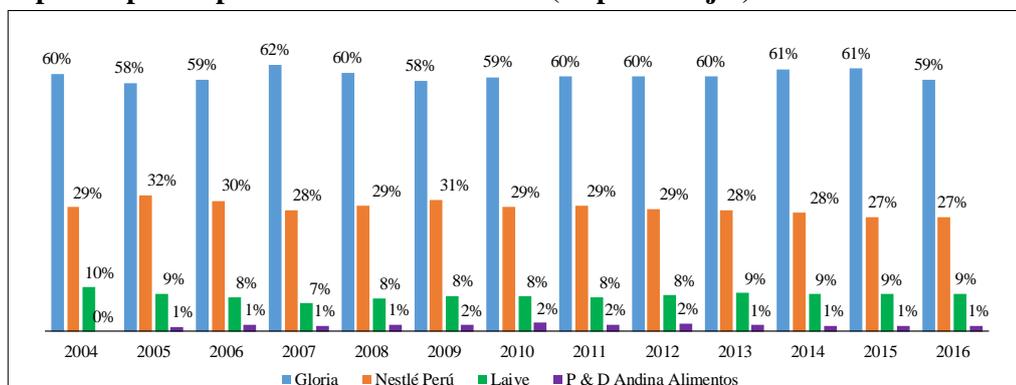
Productos	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lácteos Lima	19,335	23,455	24,869	30,773	35,585	36,846	37,633	39,541
Lácteos Arequipa	1,395	1,444	1,469	1,565	1,607	1,547	1,758	1,844
Cárnicos	3,543	3,856	3,500	3,930	4,316	4,593	4,972	4,751
UHT Jugos y Leches	52,631	56,704	59,193	63,441	72,225	72,422	71,714	76,575
Otros	2,146	2,329	1,852	1,832	1,831	1,520	1,480	1,527
Total	79,050	87,788	90,883	101,541	115,564	116,928	117,557	124,238

Fuente: Memorias de Laive de los años 2010 al 2016. Superintendencia Mercado de Valores

¹⁷Información extraída del comunicado de Laive -página web de Laive. www.laive.com.pe

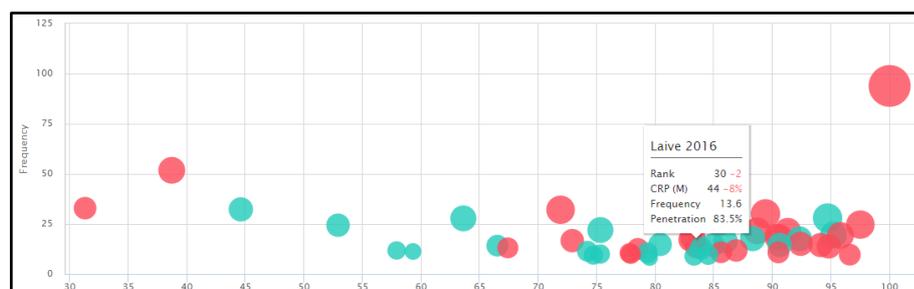
Anexo 7. Participación por empresas del sector lácteo

Participación por empresa en el nivel de ventas (en porcentajes)



Fuente: Directorio de Instituciones, Medio y Empresas, IPSOS Opinión y Mercado, 2015. Elaboración propia.

Anexo 8. Ranking Brandfootprint Perú 2016



Fuente: Información de la web de Kantar World Panel del 2016.

Anexo 9. Ranking del sector alimenticio Perú en el 2015

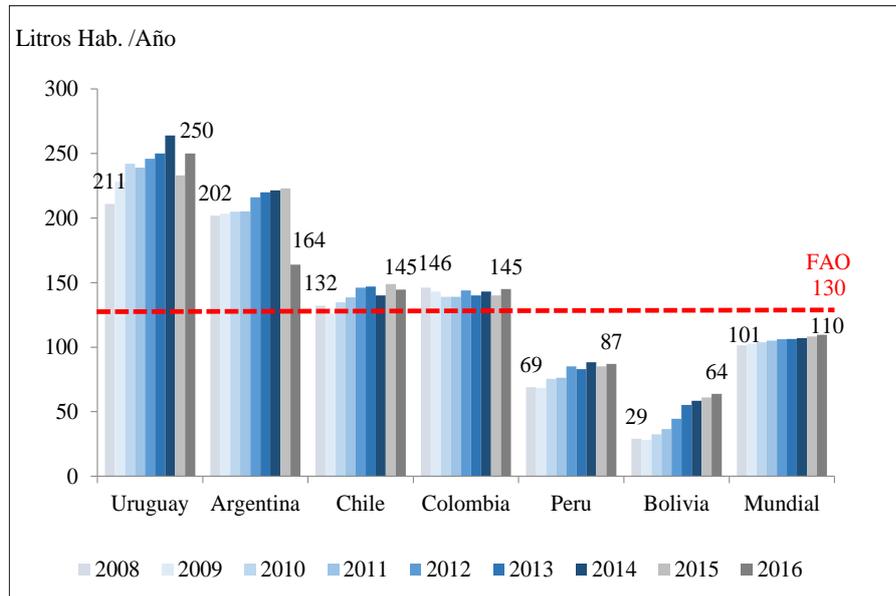
Ranking de las 10 principales marcas del sector alimentario en el Perú

Sub RK 2015	Sub RK 2014	Empresa	Ventas 2015 US\$ millones	Ventas 2014 US\$ millones	Ventas 2013 US\$ millones	Utilidad neta 2015 US\$ millones	Utilidad neta 2014 US\$ millones	Utilidad neta 2013 US\$ millones	RK 2015
1	1	Alicorp	1,935.4	2,108.4	2,082.4	46.3	4.0	114.1	12
2	2	Gloria	1,035.0	1,123.3	1,086.9	62.9	82.2	89.8	31
3	3	San Fernando	644.1	760.1	742.7	10.0	9.8	5.4	52
4	4	Deprodeca	491.5	519.7	526.1	N.D.	N.D.	-5.1	66
5	5	Nestlé Perú	483.5	504.2	511.5	28.9	31.9	22.3	69
6	6	ADM Andina Perú	402.4	372.1	278.1	N.D.	5.7	3.3	85
7	7	Redondos	285.1	259.0	246.3	N.D.	1.3	-7.1	127
8	8	Molitalia	229.8	245.6	251.8	N.D.	6.1	6.4	152
9	9	Mondelez Internacional (antes kraft)	172.0	169.1	162.6	N.D.	4.8	-4.4	198
10	10	Laive	146	158.4	162.2	2.7	4.6	4.1	237

Fuente: Ranking Perú 2015, América Economía, septiembre 2016.

Anexo 10. Consumo per cápita de productos lácteos en países de América Latina

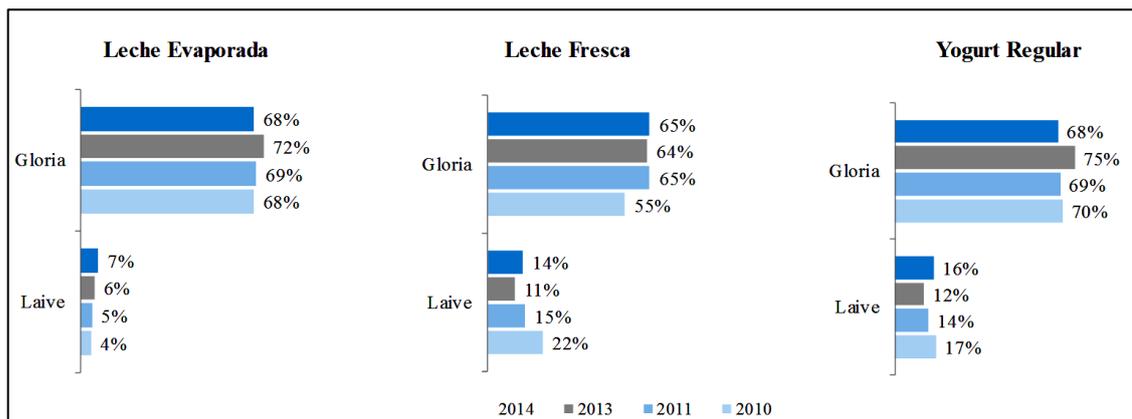
Consumo per cápita de productos lácteos (en litros por habitante por año)



Fuentes: Anuario Estadístico 2016, Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca, Uruguay, 2016. Consumo de Productos Lácteos 2016, Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca, Argentina, 2016. Producción Pecuaria 2008-2016, Instituto Nacional de Estadística, Chile, 2016. Estadísticas Federación Colombiana de Ganaderos, Colombia, 2016. Dirección de Estadística 2016. Dirección Regional de Agricultura, Perú, 2015; Plan Nacional de Desarrollo Ganadero 2016. Ministerio de Agricultura del Perú 2016; Pro Bolivia 2016. Ministerio de Desarrollo Productivo y Economía Plural, Bolivia, 2016; The World Dairy Situation 2016. International Dairy Foods Association. Elaboración Propia

Anexo 11. Consumo de productos lácteos por marcas en el 2011-2014

Consumo de productos lácteos por marcas en el 2011-2014 (en porcentajes)



Fuente: Liderazgo en productos comestibles Lima Metropolitana, IPSOS Opinión y Mercado, 2015. Elaboración propia.

Anexo 12. Análisis PEST (comentario)

Político

Si bien Laive tiene productos saludables, tiene que tener estricto rigor en los insumos utilizados, además de seguir modelos de buenos estándares internacionales, cumpliendo con la Ley de Alimentos, por ende, protegería al consumidor.

El Congreso viene evaluando realizar leyes antimonopólicas y oligopólicas (sector lácteo). Laive realiza prácticas de buen gobierno corporativo, sin embargo, debe asegurarse y demostrar al consumidor, transparencia en sus prácticas comerciales para no tener problemas más adelante.

Económico

El Perú enfrenta todavía la desaceleración económica. Laive tiene que seguir buscando alternativas y estrategias para que sus ventas no se vean mermadas por el contexto económico.

Una alternativa que el Gobierno puede aprovechar para el aumento del consumo interno es la disminución de la tasa de interés de referencia con ello se incentivaría más los préstamos para el aumento del consumo. Laive tiene que estar atento a ello.

El efecto del fenómeno El Niño también mermó, en parte, la producción de la leche, dado que los productores de leche en el norte perdieron ganado, y también sus establos. Se tiene que procurar que tanto Laive como sus competidores puedan comprar leche sin que sean afectados sus costos, asimismo, sin dejar de apoyar a los productores lecheros.

La apreciación o depreciación de la moneda dependerá del mercado, si bien el BCRP busca estabilidad de la misma, la moneda puede afectarse fuertemente. Por tanto, Laive debe procurar ser cauto y cubrirse dado su posición pasiva en moneda extranjera.

Social

Los consumidores peruanos, generalmente, son fieles a su marca de lácteo, por ello, Laive mantiene su porcentaje de mercado ganada, sin embargo, quiere expandirse, por ello siempre está su apuesta a los productos saludables e innovadores.

Dada las noticias actuales (mencionadas en la estrategia) donde Gloria se encuentra en el ojo de la tormenta, Laive podría sacar provecho para absorber a clientes decepcionados.

Tecnológico

La apuesta de inversión para desarrollo de *software* de calidad de los productos de Laive, así como la búsqueda de productos innovadores y saludables, hace que Laive vaya a la vanguardia en el mercado.

Anexo 13. Análisis FODA

Fortalezas

- **Diversificación de productos**
Laive ofrece al mercado varios productos: yogures, quesos, jugos, mantequillas, entre otros; con ello, el cliente puede escoger y disfrutar de lo ofrecido. Actualmente, posee siete líneas de productos (leches, yogures, quesos, jugos y néctares, embutidos, mantequillas y biodefensa), el cual le permite constituir una imagen de marca con sus consumidores y, a su vez, satisfacer las necesidades de su diverso público objetivo.
- **Innovación en el mercado de lácteos a nivel nacional e integración de procesos**
Su reconocimiento de marca y posicionamiento, su extensiva red de distribución, así como por la innovación y desarrollo de nuevos productos, enfocados en llegar a nuevos consumidores, le proveen una importante ventaja competitiva, así como la ampliación constante de sus plantas, permite que tenga los suficientes recursos para cubrir la oferta potencial.
- **Sólida generación de flujos y crecimiento esperado en ingresos**
Se reconoce la estabilidad en las operaciones de la empresa con una volatilidad históricamente baja en los ingresos y márgenes, y una sólida generación de EBITDA¹⁸ de S/ 36,2 millones a diciembre de 2016¹⁹, ratificando las cifras azules y crecientes.
- **Responsabilidad social y medioambiental**
Laive es una empresa socialmente responsable que brinda apoyo en obras sociales a las comisarías y municipalidades, participa activamente en actividades relacionadas con los niños y también vela por el medioambiente.
- **Infraestructura en plantas acopios, equipos y almacenes**
La inversión en aumento y mejoras de la capacidad de las plantas de acopio, así como en la capacidad de almacenes y también la renovación de equipos, hace que la producción siempre esté lista para dar el máximo de su capacidad instalada.

Oportunidades

- **Incremento del consumo per cápita de lácteos**
El 2016 el Perú tuvo un consumo per cápita de 87 L por habitante, al año, mientras que la FAO recomienda 130 L²⁰. A pesar de la desaceleración económica, el consumo ha seguido creciendo (aunque en menor proporción), por ende, hay potencial y argumento para que en el largo plazo se pueda aumentar el consumo y supere el rango recomendado.
- **Inversión en tecnología**
La implementación de *softwares* en varias áreas para la gestión de la empresa, muestra la búsqueda de eficiencia, estar preparado y aprovechar los retos del mercado que afronte Laive.
- **Obtención de certificación de calidad**
Laive tiene, desde el 2014, la certificación de calidad (ISO 9001:2008²¹) en el proceso productivo de sus plantas de Lima y Arequipa, esto le otorga un mayor valor agregado en competitividad en el mercado.

¹⁸ EBITDA: siglas en inglés de *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations* o conocida como utilidades antes de intereses pagados, impuestos, depreciación y amortización (Finanzas Corporativas de Ross, Westerfield y Jaffe; pág. 47.).

¹⁹ Tomado de la publicación web de la SMV: Análisis y discusión de la Gerencia cuarto trimestre 2015 de Laive.

²⁰ Ver anexo 9

²¹ ISO son las siglas de International Organization for Standardization u Organización Internacional de Normalización, el cual busca la estandarización de normas de productos y seguridad para las empresas u organizaciones (públicas o privadas) a nivel internacional. El ISO 9001: 2008 es base del sistema de gestión de la calidad.

- **Posicionamiento en productos saludables**

Laive es reconocida por ofrecer productos innovadores, por ejemplo en salud, por tanto, debemos de aprovechar ese plus adoptando estrategias adecuadas para que ese liderazgo no sea momentáneo y sea aprovechado por la competencia.

Debilidades

- **Productos perecibles**

La leche fresca como insumo, y sus productos elaborados, requieren especial cuidado, tanto para conservarlos como para distribuirlos, siempre se conlleva el riesgo de que factores adversos (huacos en carreteras, huelgas, accidentes, etc.), impliquen merma del mismo.

- **No cotizar en bolsa**

Cotizar en bolsa implica tener reconocimiento de los *stakeholders* como una empresa seria, con información transparente y con buen gobierno corporativo. Además de tener potenciales inversionistas ante cualquier necesidad.

- **Falta de estrategia para un potencial de crecimiento en el mercado**

La empresa Laive ha crecido en ventas y utilidades debido, básicamente, al crecimiento de nuestra economía, también ha innovado con importantes productos, además de contar con productos tradicionales preferidos por el mercado. Estas estrategias de crecimiento no le han permitido aumentar su participación de mercado, actualmente posee el 9% en el mercado²².

- **Falta de estrategia para liderar las ventas de los productos donde Laive fue pionero**

Sus productos innovadores fueron imitados por la competencia, desplazando a Laive del primer lugar en las ventas.

Amenazas

- **Alta competencia**

Hay un mercado concentrado, Gloria, con 59% de participación, seguida por Nestlé Perú, con 27%, son las empresas más representativas en el mercado de lácteos²³.

- **Concertación de precios**

Debido a la concertación de precios en el mercado (colusión²⁴), el Estado puede reducir aranceles a la importación de productos lácteos, por ende, más oferentes o productos sustitutos en el mercado.

- **Problemas ambientales**

El fenómeno El Niño viene afectando el clima, por ende, la agricultura y ganadería se ven afectadas: altas temperaturas, falta de agua o escasez de la hierba, afectan la alimentación del ganado.

- **Expectativa de la economía**

En el 2016, el Perú el PBI registro un incremento de 3,9% por encima de las expectativas del mercado que fue de 3,8%; 69% del incremento se debe a la mayor producción de los sectores minería e hidrocarburos, telecomunicaciones, comercio y transporte, almacenamiento y mensajería. El Banco Central de Reserva (BCRP) estima que el 2017 el PBI crecerá 2,8% debido a retrasos en los proyectos, los efectos del niño costero y complicaciones del caso Lavo Jato, sin embargo, para el 2018 proyecta un crecimiento de 4,2% impulsada por la reconstrucción.

En el 2016, la inflación anual fue 3,23% por encima del rango de meta del BCRP. Los analistas económicos esperan que la inflación anual en el 2017 fluctué entre 2,8 y 3,0%.

²² Ver anexo 10

²³ Ver gráfico 4

²⁴Un convenio de colusión es un acuerdo que se establece entre dos (o más), productores que forman un cartel para restringir la producción, subir el precio y aumentar las utilidades. Parkin, Michael (2009). Economía. Octava edición. México, p.302.

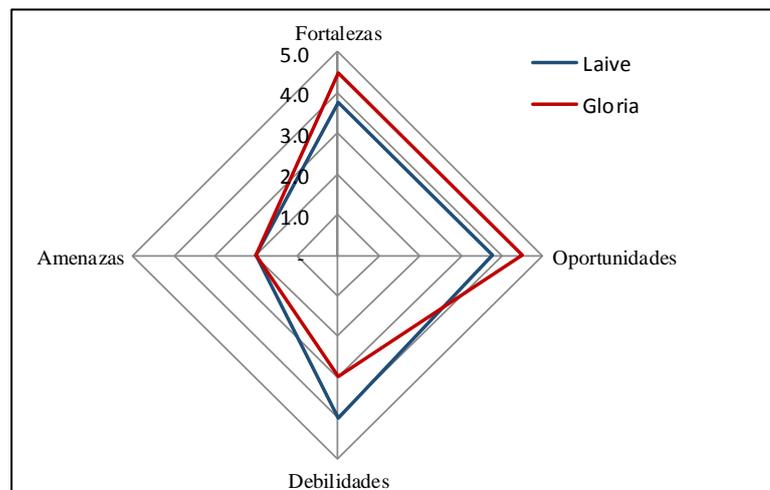
Matriz FODA comparativa entre Laive y Gloria

Comparativo de la matriz FODA entre Laive y Gloria ²⁵

FODA	Descripción	Laive	Gloria
Fortalezas	Alta Diversificación de productos	4	5
	Innovación en el mercado de lácteos a nivel nacional e integración de procesos	4	5
	Sólida Generación de Flujos y crecimiento esperado en ingresos	3	4
	Conservación y aumento de plantas, equipos y almacenes	4	4
Oportunidades	Incremento del consumo per cápita de lácteos	4	5
	Inversión en tecnología	4	5
	Obtención de certificación de calidad	3	4
	Posicionamiento en productos saludables	4	4
Debilidades	Estrategia para un potencial de crecimiento en el mercado	4	4
	Estrategia para liderar las ventas de los productos	3	4
	Productos perecibles	4	4
	No cotizar en bolsa	5	0
Amenazas	Alta competencia	1	1
	Concentración de precios	1	1
	Problemas ambientales	2	2
	Expectativas de la economía	4	4
Totales		54	56

Fuente: Elaboración propia, 2016.

FODA comparativo entre Laive y Gloria



Fuente: Elaboración propia.

²⁵ En la calificación se consideró las siguiente puntuaciones: 0 (Nula), 1 (Bajo), 2 (Regular), 3 (Bueno), 4 (Alta) y 5 (Muy Alta)

Anexo 14. Concentración de la industria

Medidas de concentración de la industria

El mercado del sector lácteos se encuentra concentrado en tres grandes empresas, según el índice de Herfindall Hirschman (IHH) de 4.587 (IHH mayor a 1.800 indica un mercado concentrado), eso evidencia un mercado altamente concentrado y dominado por pocas empresas, los cuales formarían un oligopolio.

Índice de concentración Herfindall Hirschman (IHH)

Empresa	Participación (%)	Indice IHH
Gloria	61%	3721
Néstle Perú	28%	784
Laive	9%	81
Otros	1%	1
Total	100%	4587

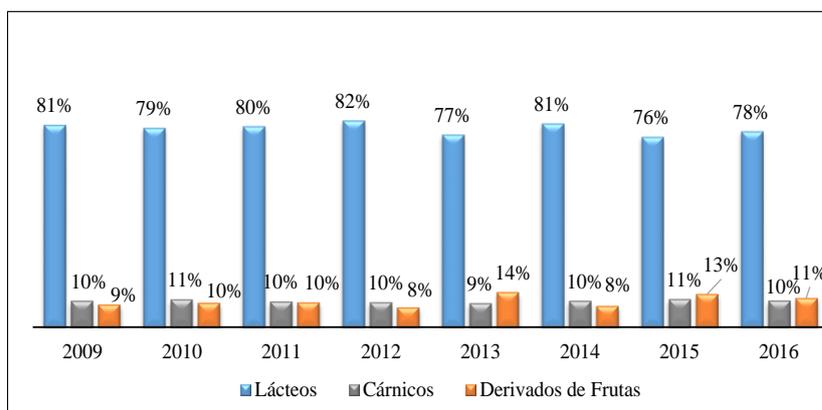
Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 15. Estructura de ingresos

La empresa elabora la información de ingresos de ventas por segmentos, en base a las unidades de negocio en las que opera, que incluye los siguientes segmentos:

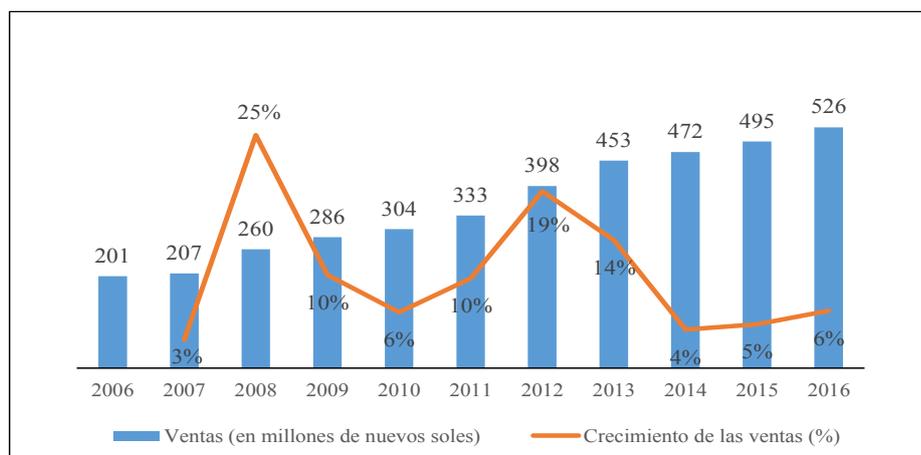
- **Productos derivados de leche:** incluye, principalmente, quesos, yogurts, mantequillas, leche fresca y evaporada.
- **Productos derivados principalmente de la carne de cerdo:** incluye jamones, jamonadas, salchichas y tocinos.
- **Productos derivados de concentrados y de pulpas de frutas:** en envases “Tetra Pack”, conservas y mermeladas.

Participación del ingreso por ventas (en porcentajes)



Fuente: Estados financieros auditados de Laive del 2009 al 2016. Elaboración propia.

Crecimiento de las ventas de Laive (en millones de soles y en porcentajes)



Fuente: Estados Financieros Laive, de los años 2009 al 2016. Elaboración propia.

Anexo 16. Riesgos

Riesgo de crédito

Laive, por sus actividades financieras, asocia a sus instrumentos financieros y depósitos en bancos como riesgo de crédito, este riesgo es manejado principalmente por la Gerencia Financiera, los saldos bancarios cuyos depósitos se encuentra en bancos de primer nivel en el sistema financiero peruano y en calidad crediticia cuyo nivel es de “A+” y “A”.

En el caso de sus cuentas por cobrar a clientes, Laive tiene una política para provisión por deterioro de las partidas por cobrar mayores a 180 días, para minimizar el riesgo de incobrabilidad, al cierre diciembre 2016, el deterioro representa el 3,8% de las cuentas por cobrar a cliente (en 2015, fue de 3,9%). Las cuentas por cobrar se concentran en nueve clientes, al cierre diciembre 2016 representaron el 56% del total (en 2015, fue de 60%). Podemos decir que a nivel Cía., el riesgo es controlado.

Riesgo de mercado

Se divide en tres: riesgo de tipo de cambio, de tasa de interés y de precios. A continuación, resumimos como le afecta a Laive.

En el tipo de cambio, Laive tiene una posición monetaria neta pasiva, activos en moneda extranjera son menores que los pasivos en moneda extranjera, la facturación de sus ventas son máxime en soles, mientras que ha adquirido deuda comercial máxime en moneda extranjera, he ahí el descalce. Realizando un análisis de sensibilidad del 2 y 4%, tanto en apreciación y depreciación del dólar, habría impacto importante en el resultado negativo y positivo, respectivamente. Indicar que sus deudas comerciales son corrientes y el tipo de cambio en nuestro país varía siempre de manera gradual, ya que el Banco Central amortigua las variaciones bruscas del tipo de cambio, lo consideramos como un riesgo moderado.

En el caso de la tasa de interés, nuestras obligaciones financieras tanto de corto y largo plazo han sido pactadas a plazo fijo, por tanto, cualquier variación de las tasas por efecto nacional o internacional no afectará en el resultado de la Laive. Riesgo eliminado.

Para el caso de los precios, la variación de los precios de los insumos para la producción afectará siempre y cuando no ajustemos los precios de venta de los productos a los clientes, es por ello que Laive siempre está al corriente del contexto del mercado nacional e internacional para realizar compras estratégicas en caso haya especulación o subida u ofertas en los precios de sus insumos. Riesgo moderado.

Riesgo de liquidez

Laive lleva un control importante en los vencimientos de sus obligaciones y sus cuentas por cobrar, con el fin de evaluar los calces de los vencimientos ante cualquier necesidad de financiamiento o tener excedente de liquidez. A la fecha, Laive tiene líneas de crédito que le permite contar con financiamiento ante cualquier necesidad para continuar con la actividad normal del negocio. Indicar que año a año ha venido mejorando su ciclo de convertibilidad de efectivo, en el 2016 tiene 35 días (en 2015, tiene 37 días). Riesgo mínimo.

Riesgo reputacional

Si bien este riesgo no se menciona explícitamente en ningún informe de Laive, es importante mencionarlo a raíz de los últimos acontecimientos relacionados al accionar del público consumidor ante los productos lácteos (principalmente leche) de las principales marcas (especialmente Gloria), por haber producido leche mezclándola con otros componentes y ofreciéndola en el etiquetado como leche pura.

El riesgo reputacional es toda acción, evento o situación que podría impactar negativa o positivamente en la reputación de una organización²⁶. Una marca se construye con mucho esfuerzo y tiempo, para su crecimiento y desarrollo debe tener una conducta intachable. Ofrecer productos con publicidad engañosa hace que la Cía., puede venirse abajo de un momento a otro, si bien, el llamado de atención ha sido para todo el oligopolio, la más afectada ha sido Gloria, la reputación es muy importante, veremos qué pasa en el corto y mediano plazo, si Laive es capaz de ganar terreno esta vez, o si un nuevo competidor sale a la luz o se mantiene la participación del mercado.

²⁶Tomado de la web de gestión: <http://blogs.gestion.pe/riesgosfinancieros/2012/04/el-riesgo-reputacional-y-su-ge.html>

Anexo 17. Determinantes en la estimación de las ventas de Laive

Las ventas se han estimado a partir del ingreso promedio de las personas que tienen educación secundaria, ante un aumento del ingreso de los hogares de nivel socioeconómico bajo; el incremento del gasto en bienes básicos es proporcionalmente mayor en el estrato bajo que en el alto. En base a las ventas del 2006-2016, se proyectaron las ventas del 2017 al 2026.

VARIABLES CONSIDERADAS

Variable	Etiqueta	Unidades de Medida	Tipo
Ventas de Laive	ventas	Miles Soles	Dependiente
Ingreso promedio total	ingtotal	Soles	Independiente
Ingreso promedio de la personas que tienen primaria	ingprim	Soles	Independiente
Ingreso promedio de la personas que tienen secundaria	ingsecun	Soles	Independiente
Ingreso promedio de la personas que tienen superior	ingsuper	Soles	Independiente
Total de la población económicamente activa	totalpea	Miles Personas	Independiente
Total de la población económicamente activa ocupada	peaocupada	Miles Personas	Independiente
Total de la población económicamente activa con adecuado empleo	peaadecuemp	Miles Personas	Independiente
Total de la población económicamente activa subempleada	peasubemp	Miles Personas	Independiente
Producto Bruto Interno	pbi	Millones Soles constantes 2007	Independiente
Producto Bruto Interno del sector manufactura	pbimanu	Millones Soles constantes 2007	Independiente
Población total	popbtot	Unidades	Independiente
Población de cero a cuatro años	popla0a4	Unidades	Independiente
Población de cinco a nueve años	popla5a9	Unidades	Independiente

Fuente: Elaboración propia, 2016.

CORRELACIONES ENTRE POSIBLES VENTAS Y LAS POSIBLES VARIABLES EXPLICATIVAS

	ventas	ingtotal	ingprim	ingsecun	ingsuper	totalpea	peaocu-a	peaade-p	peasub-p	peadesoc	pbi	pbimanu	popbtot	popla0a4	popla5a9
ventas	1.0000														
ingtotal	0.9778	1.0000													
ingprim	0.9805	0.9904	1.0000												
ingsecun	0.9859	0.9922	0.9951	1.0000											
ingsuper	0.9436	0.9763	0.9491	0.9476	1.0000										
totalpea	0.9459	0.9678	0.9701	0.9771	0.9004	1.0000									
peaocupada	0.9577	0.9733	0.9751	0.9807	0.9111	0.9979	1.0000								
peaadecuemp	0.9789	0.9870	0.9897	0.9927	0.9393	0.9846	0.9910	1.0000							
peasubemp	-0.9760	-0.9717	-0.9756	-0.9746	-0.9491	-0.9260	-0.9391	-0.9767	1.0000						
peadesoc	-0.8336	-0.7815	-0.7787	-0.7682	-0.7875	-0.7252	-0.7678	-0.8043	0.8324	1.0000					
pbi	0.9703	0.9795	0.9782	0.9861	0.9220	0.9920	0.9956	0.9910	-0.9462	-0.7794	1.0000				
pbimanu	0.9122	0.9341	0.9332	0.9405	0.8565	0.9797	0.9796	0.9566	-0.8835	-0.7318	0.9806	1.0000			
popbtot	0.9586	0.9652	0.9612	0.9763	0.9002	0.9905	0.9917	0.9818	-0.9289	-0.7537	0.9954	0.9767	1.0000		
popla0a4	-0.9819	-0.9527	-0.9521	-0.9617	-0.9320	-0.9160	-0.9302	-0.9534	0.9546	0.8377	-0.9456	-0.8747	-0.9396	1.0000	
popla5a9	-0.9250	-0.9465	-0.9384	-0.9577	-0.8763	-0.9864	-0.9817	-0.9635	0.8979	0.6862	-0.9822	-0.9717	-0.9930	0.9046	1.0000

Fuente. Matriz de Correlación del programa Stata.

VARIABLES POR ESTIMAR

```
sw, pe (0,05): reg ventas ingtotal ingprim ingsecun ingsuper totalpea peaocupada peaadecuemp
pbi pbimanu popbtot
begin with empty model
p = 0,0000 < 0,0500 adding ingsecun
```

Modelo seleccionado

Source	SS	df	MS	Number of obs = 14		
Model	1.6763e+11	1	1.6763e+11	F(1, 12) = 415.44		
Residual	4.8421e+09	12	403510603	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.9719		
				Adj R-squared = 0.9696		
				Root MSE = 20088		
<hr/>						
ventas	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ingsecun	547.7949	26.87593	20.38	0.000	489.2372	606.3525
_cons	-169219.5	23511.01	-7.20	0.000	-220445.6	-117993.4

Fuente. Estimación de parámetros del programa Stata

Test de variables omitidas

```
. ovtest

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of ventas
Ho: model has no omitted variables
      F(3, 9) =      3.94
      Prob > F =      0.0764
```

Fuente. Test Ramsey Reset del programa Stata

Test Multicolinealidad

```
. vif
```

Variable	VIF	1/VIF
ingsecun	1.00	1.000000
Mean VIF	1.00	

Fuente. Test Multicolinealidad del programa Stata

Test Heterocedasticidad

```
. imtest, white

White's test for Ho: homoskedasticity
  against Ha: unrestricted heteroskedasticity

      chi2(2)      =      3.58
      Prob > chi2  =      0.1670
```

Fuente. Test de White del programa Stata

Test de normalidad de los residuos

```
. sktest residuo
```

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	adj chi2(2)	Prob>chi2
residuo	14	0.9255	0.5331	0.40	0.8168

Fuente. Test de Normalidad de los residuos del programa Stata.

Ingreso

Según el estudio elaborado por el INEI en 1997 “Elasticidad de la demanda de los principales bienes y servicios consumidos por las familias de Lima Metropolitana” se puede señalar que el gasto en "alimentos y bebidas" es más importante para un hogar NSE bajo que para uno del alto; por lo tanto, ante un aumento del ingreso en los hogares NSE bajo, el incremento del gasto es mayor que en el alto. En el segmento alto el consumo de lácteos es considerado como una necesidad básica, por lo tanto, muestran una elasticidad ante un ingreso menor; en cambio, para el segmento bajo el consumo de lácteos aún no es necesidad cubierta, por lo tanto, muestra una elasticidad ante un ingreso mayor.

Proyección de las ventas

Año	Ventas Estimadas (Miles de nuevos soles)	Ingreso promedio Estimado con Educación Secundaria (En nuevos soles)	Tasa de Crecimiento (%)
2017	555,410.1	1,322.8	5.57%
2018	584,395.3	1,375.7	5.22%
2019	615,293.5	1,432.1	5.29%
2020	649,812.1	1,495.1	5.61%
2021	684,620.9	1,558.7	5.36%
2022	720,375.5	1,624.0	5.22%
2023	758,044.3	1,692.7	5.23%
2024	797,619.6	1,765.0	5.22%
2025	838,564.9	1,839.7	5.13%
2026	881,206.3	1,917.6	5.09%
Promedio			5.29%

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 18. Flujo de caja considerando un horizonte de 10 años, del 2017 al 2026

Flujo de caja consideramos un horizonte de 10 años

Indicador	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ROE	5.28%	8.24%	7.17%	7.03%	6.70%	6.08%	5.55%	4.96%	4.29%	3.49%	2.61%
Inversión (como % de ventas)	1.13%	0.70%	0.50%	0.70%	0.80%	0.60%	0.30%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
g (ventas)	6.28%	5.57%	5.22%	5.29%	5.61%	5.36%	5.22%	5.23%	5.22%	5.13%	5.09%
EBIT (% de ventas)	4.33%	5.03%	4.79%	4.62%	4.39%	4.08%	3.80%	3.51%	3.20%	2.84%	2.47%
Ventas	526	555	584	615	650	685	720	758	798	839	881
EBIT	23	28	28	28	29	28	27	27	25	24	22
Tax rate		29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
EBIT (1-t)	16	20	20	20	20	20	19	19	18	17	15
Inversiones	5.95	3.03	3.09	4.14	4.65	5.10	5.47	5.98	5.97	6.22	8.51
FCFF	22.0	22.7	22.8	24.2	24.7	24.8	24.8	24.7	23.9	23.0	23.8

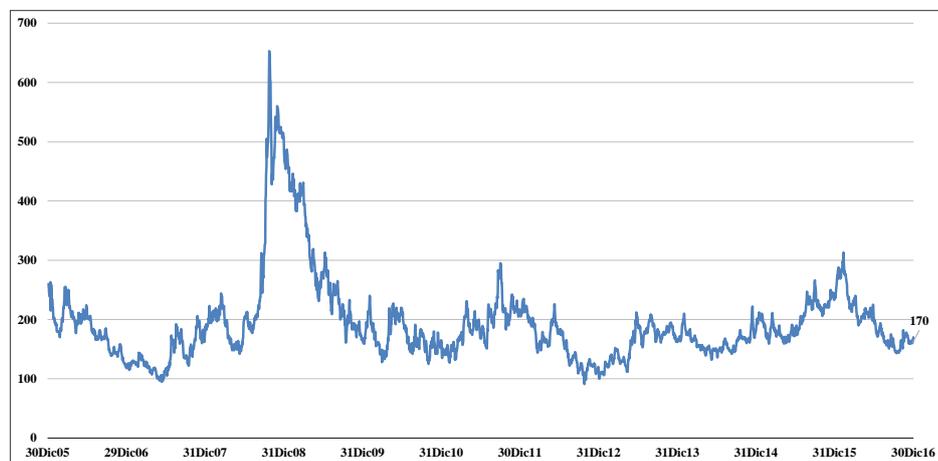
Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 19. Beta del sector

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Tax rate	Unlevered beta	Cash/Firm value	Unlevered beta corrected for cash	HiLo Risk	Standard deviation of equity	Standard deviation in operating income (last 10 years)
Chemical (Diversified)	8	1.52	35.52%	6.59%	1.14	6.50%	1.22	0.5298	45.48%	26.46%
Chemical (Specialty)	100	1.20	29.98%	9.58%	0.94	3.97%	0.98	0.4924	45.44%	27.95%
Coal & Related Energy	38	1.36	138.55%	0.48%	0.57	5.34%	0.61	0.6001	73.31%	84.87%
Education	36	1.23	33.38%	9.29%	0.94	10.16%	1.05	0.5865	51.51%	43.36%
Electrical Equipment	119	1.14	19.15%	5.87%	0.97	6.42%	1.04	0.6252	54.63%	17.78%
Electronics (Consumer & Office)	24	1.08	19.39%	3.81%	0.91	5.99%	0.97	0.6086	66.94%	57.44%
Electronics (General)	164	0.86	17.87%	8.85%	0.74	10.02%	0.83	0.4951	48.91%	30.66%
Engineering/Construction	48	1.18	32.45%	15.15%	0.93	8.26%	1.01	0.5056	44.23%	20.48%
Entertainment	79	1.20	30.83%	5.50%	0.93	3.59%	0.97	0.6605	44.71%	18.90%
Environmental & Waste Services	89	0.85	38.98%	5.07%	0.62	0.95%	0.63	0.5837	57.94%	14.25%
Farming/Agriculture	37	0.92	60.04%	7.89%	0.59	3.88%	0.62	0.5482	41.14%	26.67%
Food Processing	87	0.75	26.84%	14.66%	0.61	2.57%	0.63	0.4214	30.98%	22.15%
Food Wholesalers	16	1.20	36.34%	11.77%	0.91	1.76%	0.93	0.3878	52.66%	15.60%
Furn/Home Furnishings	30	0.84	29.01%	14.58%	0.67	3.39%	0.69	0.4789	42.94%	28.13%
Green & Renewable Energy	25	1.14	174.38%	4.25%	0.43	8.85%	0.47	0.6770	47.60%	97.34%
Healthcare Products	254	1.04	17.96%	6.12%	0.89	3.91%	0.92	0.5348	56.59%	11.19%
Household Products	129	0.80	21.20%	9.05%	0.67	2.97%	0.69	0.5926	50.91%	6.48%
Information Services	64	0.98	20.46%	16.37%	0.84	3.71%	0.87	0.3452	36.65%	34.87%
Insurance (General)	19	0.90	38.95%	18.33%	0.69	3.92%	0.71	0.2761	30.38%	76.49%
Insurance (Life)	22	1.03	71.41%	22.91%	0.67	16.83%	0.80	0.2818	27.80%	34.97%
Insurance (Prop/Cas.)	50	0.83	31.11%	22.27%	0.67	4.61%	0.70	0.2524	25.41%	59.96%

Fuente: Damodarán, enero 2017.

Anexo 20. Tasa riesgo país (Spread – EMBIG Perú pbs)



Fuente: Banco Central de Reserva, 2016. Elaboración propia.

Anexo 21. Costo de la deuda y estimación rating sintético

EBIT / Interest Expenses = 3,33%

If interest coverage ratio is			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0.499999	D2/D	14.00%
0.5	0.799999	C2/C	10.50%
0.8	1.249999	Ca2/CC	8.00%
1.25	1.499999	Caa/CCC	6.50%
1.5	1.999999	B3/B-	5.50%
2	2.499999	B2/B	4.50%
2.5	2.999999	B1/B+	3.75%
3	3.499999	Ba2/BB	3.00%
3.5	3.999999	Ba1/BB+	2.50%
4	4.499999	Baa2/BBB	1.60%
4.5	5.999999	A3/A-	1.25%
6	7.499999	A2/A	1.10%
7.5	9.499999	A1/A+	1.00%
9.5	12.499999	Aa2/AA	0.80%
12.5	100000	Aaa/AAA	0.60%

Fuente: Damodaran. Enero 2017.

Cost of debt = Riskfree rate + 2/3(Country default spread) + Company default spread

Cost of debt = 3,07% + 2/3 (1,67%) + 3,00% =7,73%

Rating Comparable

Metodología desarrollada por la clasificadora Fitch Rating

Indicadores Cuantitativos GLORIA S.A	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	Promedio	Score
Liquidez General	2.87	2.28	1.86	1.63	1.72	1.88	1.80	1.77	1.98	91.19
Deuda Financiera / Patrimonio	0.15	0.12	0.19	0.23	0.23	0.53	0.61	0.71	0.35	84.86
Pasivo Total / Patrimonio	0.70	0.73	0.70	0.74	0.77	1.04	0.98	0.96	0.83	82.07
ROA (12 meses)	9.1%	10.0%	8.6%	9.9%	9.8%	8.6%	6.7%	6.9%	8.7%	84.70
ROE (12 meses)	15.5%	17.3%	14.6%	17.3%	17.3%	15.9%	13.4%	13.5%	15.6%	77.55
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	7.27	13.89	12.32	15.47	14.34	11.29	7.45	6.97	11.12	78.93
EBITDA / Servicio de Deuda (12 meses)	1.99	4.07	2.16	2.54	3.48	2.02	2.66	1.81	2.59	80.09
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	0.67	0.41	0.78	0.80	0.73	1.92	2.19	2.36	1.23	88.18
										83.45
										BBB

Fuente: Estados Financieros Gloria, de los años 2009 al 2016. Elaboración propia.

Indicadores Cuantitativos LAIVE S.A	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	Promedio	Score
Liquidez General	1.52	1.33	1.24	1.19	1.44	1.40	1.28	1.22	1.33	80.32
Deuda Financiera / Patrimonio	0.41	0.38	0.42	0.34	0.33	0.34	0.35	0.33	0.36	94.27
Pasivo Total / Patrimonio	0.92	0.92	1.02	1.09	0.98	0.96	1.07	1.10	1.01	76.66
ROA (12 meses)	2.8%	2.1%	2.9%	4.4%	4.1%	4.5%	2.4%	2.5%	3.2%	63.98
ROE (12 meses)	5.4%	4.1%	5.9%	9.1%	8.1%	8.9%	5.0%	5.2%	6.4%	63.67
EBITDA / Gastos Financieros (12 meses)	4.37	6.66	5.15	6.06	6.81	7.34	5.83	4.50	5.84	73.99
EBITDA / Servicio de Deuda (12 meses)	1.23	1.48	1.49	1.79	1.76	1.60	1.52	1.23	1.51	72.82
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	2.21	2.38	2.29	1.52	1.35	1.56	1.63	1.56	1.81	92.22
										77.24
										BB

Fuente: Estados Financieros Laive, de los años 2009 al 2016. Elaboración propia.

Cualitativo			Score	
	Laive	Gloria	Laive	Gloria
Participación de mercado.	5.0%	84.0%	75.00	90.34
Ventas	352,173,000.00	3,037,000,000	75	95
Crecimiento de Ventas	9.0%	8.2%	70	70
Margen bruto (acum. en el periodo)	23%	36%	80	95
EBITDA/ Ingresos (12 meses)	8%	9%	75	75
Concentración de ingresos -clientes (*)	30%	10%	80	95
Diversificación geográfica de las ventas y de producción (*)	10%	5%	90	95
Diversificación de negocios (**)	10%	5%	90	95
Poder de negociación de proveedores	30%	90%	70	90
Riesgo de crédito	3.9%	7.1%	90	85
Riesgo de tipo de cambio	15%	2%	80	90
Riesgo de tasa de interés	20%	2%	75	90
Riesgo de precio	15%	4%	85	95
Riesgo de estructura de capital (***)	73.4%	70%	80	85
			79.64	88.95
			BB	A

Fuente: Estados Financieros Laive, de los años 2009 al 2016. Elaboración propia.

(*) A mayor porcentaje entonces mayor concentración y menor puntaje

(**) Referencia a las líneas de negocio a menor porcentaje mayor diversificación

(***) Aplicamos ratio =utilidad Neta / Capital Total

Indicadores	Laive	Gloria
Total Cuantitativo	77.24	83.45
Total Cualitativo	79.64	88.95
Total	78.20	85.65
	BB(pe)	A(pe)

Fuente: Elaboración propia.

Anexo 22. Estimación de relación de precios entre las acciones del tipo A, B y C

La empresa elegida para la relación de precios fue Backus, debido a que cotiza los tres tipos de acciones: acciones con derecho a voto (A), acciones sin derecho a voto (B) y acciones de inversión (B), se tomaron las cotizaciones en soles desde el enero de 2009 a diciembre de 2016.

Donde:

ppena: precio de las acciones tipo A cotizadas en soles.

ppenb: precio de las acciones tipo B cotizadas en soles.

ppeni: precio de las acciones de inversión cotizadas en soles.

Regresión lineal entre ppena y ppenb

Source	SS	df	MS			
Model	2174499.09	1	2174499.09	Number of obs =	1826	
Residual	48602.8438	1824	26.646296	F(1, 1824) =	81606.05	
Total	2223101.93	1825	1218.13804	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.9781	
				Adj R-squared =	0.9781	
				Root MSE =	5.162	
ppena	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ppenb	.9600795	.0033608	285.67	0.000	.953488	.966671
_cons	2.636348	.3961105	6.66	0.000	1.85947	3.413226

Fuente: Programa Stata 13. Elaboración propia, 2016.

Regresión lineal entre ppeni y ppenb

Source	SS	df	MS			
Model	24480.7443	1	24480.7443	Number of obs = 1826		
Residual	1022.48835	1824	.560574756	F(1, 1824) = 43670.79		
Total	25503.2327	1825	13.9743741	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.9599		
				Adj R-squared = 0.9599		
				Root MSE = .74872		

ppeni	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ppenb	.1018685	.0004875	208.98	0.000	.1009124	.1028245
_cons	-.1387027	.0574533	-2.41	0.016	-.2513838	-.0260216

Fuente: Programa Stata 13. Elaboración propia, 2016.

Anexo 23. Variación de precios de las acciones del tipo B ante cambio del WACC y de la tasa de crecimiento (g)

g	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
WACC					
6.82%	2.08	2.34	2.64	3.01	3.46
7.82%	1.72	1.95	2.23	2.57	2.98
8.82%	1.39	1.60	1.85	2.16	2.54
9.82%	1.08	1.28	1.51	1.79	2.13
10.82%	0.81	0.99	1.20	1.45	1.77

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 24. Variación de precios de las acciones del tipo B ante cambio del precio de los insumos y de la tasa de crecimiento (g)

g	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
Precios					
Insumos					
95.00%	2.23	2.49	2.80	3.17	3.62
97.50%	1.81	2.05	2.33	2.66	3.08
100.00%	1.39	1.60	1.85	2.16	2.54
102.50%	0.96	1.15	1.38	1.66	1.99
105.00%	0.54	0.71	0.91	1.15	1.45

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 25. Variación de precios de las acciones del tipo B ante cambio del tipo de cambio y de la tasa de crecimiento (g)

g	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
Tipo Cambio					
90.00%	2.03	2.29	2.60	2.97	3.42
95.00%	1.61	1.85	2.13	2.46	2.88
100.00%	1.19	1.40	1.85	1.96	2.34
105.00%	0.76	0.95	1.18	1.46	1.79
110.00%	0.34	0.51	0.71	0.95	1.25

Fuente: Elaboración propia, 2016.

Anexo 26. Relación de precios usados para la valorización por comparativos

La empresa elegida para la relación de precios fue Backus, debido a que cotiza los tres tipos de acciones: acciones con derecho a voto (A), acciones sin derecho a voto (B) y acciones de inversión (B); se tomaron las cotizaciones en dólares desde el enero del 2009 a diciembre de 2016.

Donde:

pusda: precio de las acciones tipo a cotizadas en dólares.

pusdb: precio de las acciones tipo b cotizadas en dólares.

pusdi: precio de las acciones de inversión cotizadas en dólares.

Regresión lineal entre ppena y ppenb

Source	SS	df	MS			
Model	297480.635	1	297480.635	Number of obs =	1826	
Residual	6738.69865	1824	3.69446198	F(1, 1824) =	80520.69	
Total	304219.334	1825	166.695526	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.9778	
				Adj R-squared =	0.9778	
				Root MSE =	1.9221	
pusda	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pusdb	.9667926	.0034071	283.76	0.000	.9601104	.9734747
_cons	.6380448	.1431505	4.46	0.000	.3572888	.9188009

Fuente: Programa Stata 13. Elaboración propia, 2016.

Regresión lineal entre ppeni y ppenb

Source	SS	df	MS			
Model	3332.60077	1	3332.60077	Number of obs =	1826	
Residual	140.294957	1824	.076916095	F(1, 1824) =	43327.74	
Total	3472.89573	1825	1.90295657	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.9596	
				Adj R-squared =	0.9596	
				Root MSE =	.27734	
pusdi	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pusdb	.1023283	.0004916	208.15	0.000	.1013641	.1032924
_cons	-.0715965	.020655	-3.47	0.001	-.1121065	-.0310865

Fuente: Programa Stata 13. Elaboración propia, 2016.

Precio de la acción tomando la mediana del PER

PUSDA =	0.97	*	PUSDB	+	0.64(1)						
PUSDI =	0.10	*	PUSDB	+	-0.07(2)						
VALOR PATRIMONIAL =	63,000,000.00	*	PUSDA	+	9,425,879.0	*	PUSDB	+	186,000.0	*	PUSDI(3)

VALOR PATRIMONIAL =	48,089,891
----------------------------	-------------------

PUSDB =	0.56
PUSDA =	0.68
PUSDI =	0.01

Considerando el tipo de cambio S/ 3,36 por cada USD 1,00, al cierre de diciembre de 2016, el precio de la acción del tipo es S/ 1,88.

Precio de la Acción tomando la mediana del EV/EBITDA

PUSDA =	0.97	*	PUSDB	+	0.64(1)						
PUSDI =	0.10	*	PUSDB	+	- 0.07(2)						
VALOR PATRIMONIAL =	63,000,000.00	*	PUSDA	+	9,425,879.0	*	PUSDB	+	186,000.0	*	PUSDI(3)

VALOR PATRIMONIAL = 80,310,795

PUSDB =	1.14
PUSDA =	1.24
PUSDI =	0.07

Considerando el tipo de cambio S/ 3,36 por cada USD 1,00, al cierre de diciembre de 2016, el precio de la acción del tipo es S/ 3,83

Nota biográfica

Ángel Rojas Bazán

Nació en Cajamarca en el año 1979. Es bachiller en Economía por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Egresado de la Maestría en Finanzas con mención en Inversiones en Portafolio por la Universidad del Pacífico. Tiene 10 años de experiencia en regulación bancaria, gestión de riesgos financieros y *bussiness intelligence*, principalmente en empresas del sector bancario, como BBVA Banco Continental y Banco Interbank. Actualmente trabaja como analista senior de gestión integral del riesgo y consultor financiero.

Niels Randy Mallqui Parra

Nació en Lima en el año 1984. Es contador público de la Universidad Mayor de San Marcos y ha estudiado diplomados en Normas Internacionales Contables en la Universidad Ricardo Palma y de Riesgos en las Microfinanzas en la Universidad del Pacífico. Tiene experiencia laboral de 10 años en la elaboración y presentación periódica de información contable a nivel interno y externo en empresas de sectores financieros, industrial, comercial y de servicios. Actualmente se desempeña como contador de Renting Perú (empresa que pertenece al Grupo Bancolombia).