



“VALORIZACIÓN GLORIA S.A.”

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

Presentado por

Sra. Rosa Rocio Ortiz Cerna

Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Márquez

2016

Dedico el presente trabajo a mi esposo y a mi hermoso hijo, los autores de mi felicidad y dueños de mi corazón; y a mi Dios que hace posible esta felicidad.

Resumen ejecutivo

El presente trabajo valoriza la empresa Gloria S.A., la que pertenece al Grupo Gloria. Se utilizó el método del FCFF (*free cash flow to the firm*) o método del WACC (*weighted average cost of capital*). Se tomaron en consideración 10 años de proyección de los flujos, una tasa de crecimiento de perpetuidad de 3,14% y una tasa de descuento WACC de 8,59% del 2016 en adelante. Se tomó como período base diciembre de 2015.

Se obtuvo un valor para el accionista equivalente a S/ 4.793 millones y un valor de la acción de inversión de S/ 6,8 (mayor a la cotización de S/ 5,9 de dicha acción en diciembre de 2015).

Entre los factores principales que, de acuerdo con nuestra investigación, explicarían este potencial de apreciación de la acción de Gloria están los siguientes: el crecimiento poblacional, el consumo per cápita y el precio del lácteo, los que a su vez influyen en el crecimiento de la producción y del sector. Dando como resultado mejores ingresos.

Adicionalmente, se utilizó el método de múltiplos de empresas comparables. Utilizando el promedio de dos múltiplos EV / EBITDA y EV/Ventas se obtuvo un valor del accionista de S/ 4.336 millones, equivalente a un valor de la acción de inversión de S/ 6,15 (mayor a la cotización de dicha acción en diciembre de 2015 S/ 5,9).

También se realizó un análisis de sensibilidad con las variables WACC, costo de venta, participación en el mercado, precio de la leche al productor, aumento de la producción suministro interno y tasa de crecimiento de perpetuidad, confirmándose nuestros resultados generales.

Finalmente, como resultado del análisis realizado, producto de la documentación revisada y de las entrevistas a funcionarios de Gloria, el precio de acción promedio sería S/ 6,48; se recomienda comprar las acciones de Gloria con respecto a diciembre de 2015 (S/ 5,9), pues habría un aumento de 9.83%.

Cabe indicar que el precio de las acciones a setiembre 2016 fue de S/ 7,10, confirmando la futura apreciación de nuestras acciones.

Índice

Índice de tablas.....	vi
Índice de gráficos.....	vii
Índice de anexos.....	viii
Capítulo I. Introducción	1
Capítulo II. La empresa	2
1. Proceso productivo.....	2
1.1 Fase de recepción	3
1.1.1 Insumos nacionales	3
1.1.2 Insumos internacionales	3
1.2 Fase de elaboración	4
1.3 Fase de distribución.....	5
1.3.1 Distribución nacional	5
1.3.2 Distribución internacional	5
2. Estrategia.....	6
3. Acciones emitidas	6
4. Política de dividendos	8
5. Financiamiento.....	8
6. Análisis FODA Gloria.....	9
7. Responsabilidad Social	9
8. Gobierno Corporativo	9
Capítulo III. El sector	10
1. Oferta de la leche	10
2. Demanda de leche	10
3. Análisis de Porter	11
3.1 La amenaza de entrada a la industria.....	11
3.2 Poder de negociación de los proveedores	11
3.3 Poder de negociación de los compradores	12
3.4 Amenaza de productos sustitutos	12
3.5 Rivalidad competitiva.....	12

Capítulo IV. Valorización	13
1. Flujo de caja descontado	13
1.1 Estimación del WACC (<i>weighted average cost of capital</i>).....	13
1.2 Supuestos de valorización.....	13
1.3 Elaboración de los estados financieros y flujo de caja, proyectados	13
1.4 Valor estimado de Gloria.....	14
2. Valorización por múltiplos	14
2.1 Determinación de las empresas comparables.....	14
2.2 Valor estimado de Gloria.....	15
Anexos.....	16
Bibliografía.....	55
Conclusiones y recomendaciones	59
Nota biográfica.....	60

Índice de tablas

Tabla 1	Capacidad de las plantas de Gloria 2015 (en miles de toneladas).....	4
Tabla 2	Distribución de ingresos nacionales y del exterior.....	6
Tabla 3.	Detalle de acciones comunes	6
Tabla 4.	Porcentajes de acciones de inversión en circulación	7
Tabla 5.	Utilidades y dividendos distribuidos	8
Tabla 6.	Evolución de D/E.....	8
Tabla 7.	Flujo de caja libre proyectado.....	14
Tabla 8.	Empresas comparables para el método de múltiplo	15

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Proceso productivo de leche evaporada Gloria S.A.	3
Gráfico 2.	Principales importaciones peruanas de leche a valor CIF (millones de US\$) .	3
Gráfico 3.	Principales importaciones peruanas de leche (valor CIF) por empresas y país de origen	4
Gráfico 4.	Exportación peruana de leche evaporada (valor FOB) por empresas y país de destino	5
Gráfico 5.	Relación del precio de la acción de Gloria vs. su utilidad neta y el índice del sector	7

Índice de anexos

Anexo 1.	La empresa Gloria S.A.	17
Anexo 2.	Exportación e importación a nivel nacional de leche de vaca (sector industrial).....	19
Anexo 3.	Acciones de Gloria (relación del precio de la acción vs. IGBVL)	23
Anexo 4.	Financiamiento.....	24
Anexo 5.	Principales ofertantes de leche en el Perú.....	25
Anexo 6.	Balance alimentario, población y precios de la leche.....	26
Anexo 7.	Responsabilidad social	27
Anexo 8.	Gobierno corporativo	27
Anexo 9.	Análisis financiero de Gloria S.A.	28
Anexo 10.	Estados financieros históricos de Gloria S.A.....	31
Anexo 11.	Diferencia de cambio.....	32
Anexo 12.	Principales variables para el crecimiento del precio de la leche	35
Anexo 13.	Cálculo del WACC.....	37
Anexo 14.	Flujo de caja descontado - Proyecciones	40
Anexo 15.	Sensibilización de las principales variables del flujo de caja descontado	50
Anexo 16.	Método de múltiplos.....	51
Anexo 17.	Método para el cálculo de las acciones comunes y de inversión	54

Capítulo I. Introducción

El presente trabajo de investigación es sobre la empresa Gloria S.A. y tiene por objetivo desarrollar una valorización de la empresa al 31/12/2015. La empresa Gloria S.A. pertenece al Holding Alimentario del Perú S.A (HALSA), *holding* perteneciente al Grupo Gloria. La empresa fue fundada el 05/02/1941 por la empresa General Milk Company Inc. en la ciudad de Arequipa con la denominación Leche Gloria S.A. Ese mismo año se construyó la planta industrial de Arequipa e inició sus operaciones el 04/05/1942, en principio con la fabricación de la leche evaporada Gloria; luego, en 1978, cambió su denominación a Gloria S.A. Más tarde esta empresa se dedica a procesar, envasar, comprar, vender, exportar e importar productos alimenticios principalmente leche y sus derivados, representando a las marcas Gloria, Bonlé, Mónaco, Chicolac, Pura Vida, Bella Holandesa, La Mesa, Aruba, Soale, Tampico, Multilac, Monky, Yomost y Soy Vida.

Sus ingresos en el 2015 ascendieron a S/ 3.520 millones. Sus acciones de inversión cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) con el tique GLORIAI1 desde el año 1995. Su principal accionista es la empresa Gloria Foods-JORB S.A., de propiedad de Vito Rodríguez Rodríguez y Jorge Rodríguez Rodríguez. Cuenta con 16 centros de acopio, distribuidos por todo el Perú, que le permiten almacenar la leche de vaca. Esta es luego transportada a las 6 plantas ubicadas en Lima, Arequipa, Cajamarca y Trujillo, que la procesan, envasan, etiquetan y embalan. La cartera de productos de la compañía incluye leche evaporada, leche condensada, yogur, jugos, chicha, conservas de pescado, mermelada, mantequilla, crema de leche, panetón, quesos, manjar blanco, café, chocolatada, productos a base de soya, sardina y anchovetas, aunque la leche evaporada es la más importante, ya que representa el 57% de sus ingresos. Además, su posicionamiento en el mercado por la venta de leche evaporada es de 85%.

Se eligió estudiar a Gloria S.A. por el liderazgo que ejerce en el mercado de lácteos en el Perú, con un posicionamiento de 81%, así como por pertenecer al Grupo Gloria, uno de los principales grupos económicos del país, además de que ha expandido su mercado a todo el mundo, abasteciendo actualmente a 75 países de Sudamérica, América Central, El Caribe, Medio Oriente y África¹.

¹ América Economía (2016) pone al Grupo Gloria S.A. en el puesto 87 del *ranking* de empresas multilatinas que mide los avances en sus procesos de globalización en el ejercicio de 2015 de 100 empresas.

Capítulo II. La empresa

La empresa Gloria S.A.², pertenece al Grupo Gloria, se encuentra incluida en la unidad de negocios de alimentos del grupo. Se dedica a preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar toda clase de productos y derivados lácteos; productos alimenticios compuestos por frutas, legumbres y hortalizas; aceites y grasas a partir de sustancias animales y vegetales; productos cárnicos; elaboración y conservación de pescado y de productos de pescado; y toda clase de productos alimenticios, jugos y bebidas en general.

Las empresas subsidiarias de Gloria S.A. son la Empresa Oriental de Emprendimientos S.A. – EMOEM (*holding* de los negocios de alimentos del grupo en Bolivia, propietaria de Pil Andina S.A.); Logística del Pacífico S.A.C. (Perú, dedicada a la importación y almacenamiento de carga); y Agroindustrial del Perú S.A.C. (Perú, dedicada a la elaboración y/o distribución mayorista de productos alimentarios) (Class & Asociados 2016).

Gloria S.A. maneja las siguientes marcas y productos (ver el anexo 1): Gloria (Leche, *milk shake*, leche condensada, yogur, jugos, chicha, conservas de pescado, mermelada, mantequilla, crema de leche, panetón), Bonlé (Quesos y manjar blanco), Mónaco (Café), Chicolac (Leche chocolatada), Pura Vida (Leches, yogur y jugos), Bella holandesa (Leches), La Mesa (Manjar blanco, crema de leche y conservas de pescado), Aruba (Refrescos), Soalé (yogures, jugos y leche a base de soya), Tampico (Refrescos), Multilac (Leche y yogur bebible), Monky/Anchomar (Sardina y Anchoveta peruana), Yomost (Yogurt) y Soy Vida (Leche y yogures).

1. Proceso productivo

El proceso productivo de la leche Gloria comienza por el acopio: posee la infraestructura de recolección de leche más grande del Perú, con aproximadamente 18.500 productores. Luego de recolectar la leche, es enviada a las plantas industriales para su procesamiento. Finalmente es distribuida a nivel nacional e internacional. Sin embargo, Gloria S.A. no se basa solo en sus proveedores internos, sino que a fin de cubrir parte de sus requerimientos de materia prima para abastecer al mercado nacional realiza la importación de insumos lácteos, como leche en polvo y leche maternizada. Gloria S.A. conjuntamente con sus empresas vinculadas, pertenecientes también al Grupo Gloria, abarcan todo el proceso de producción de productos lácteos. Por ejemplo, el transporte (Raciemsa), el envasado (Trupal-Gloria S.A.) y la distribución (Deprodeca).

2 El análisis financiero que incluye análisis de ingresos, costo de ventas, ratios y riesgos se encuentran detallados en el anexo 9.

Gráfico 1. Proceso productivo de leche evaporada Gloria S.A.



Fuente: Elaboración propia 2016.

1.1 Fase de recepción

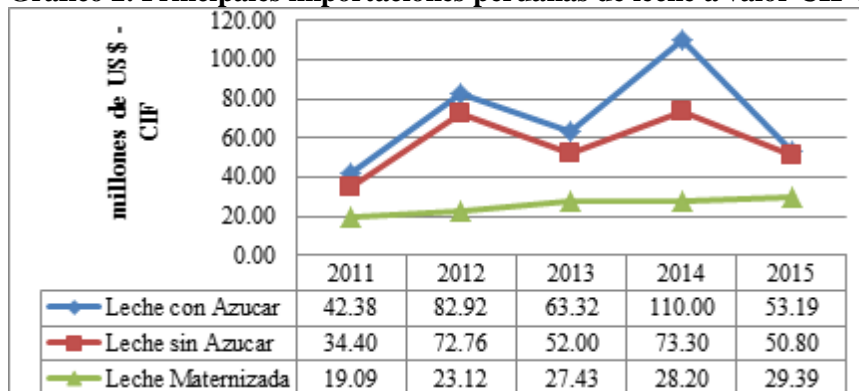
1.1.1 Insumos nacionales

El principal insumo (leche de vaca) a nivel nacional que necesita Gloria lo extrae de los productores peruanos (ganaderos), especialmente del departamento de Arequipa, donde acopia más del 50%. Esto a través de sus 16 centros de acopio, ubicados estratégicamente por todo el país.

1.1.2 Insumos internacionales

Gloria también se abastece de insumos de proveedores extranjeros, principalmente leche en polvo con azúcar y sin azúcar (que representa el 21% del total de leche utilizada en los procesos), suero de mantequilla y hojalata³ entre otros.

Gráfico 2. Principales importaciones peruanas de leche a valor CIF (millones de US\$)



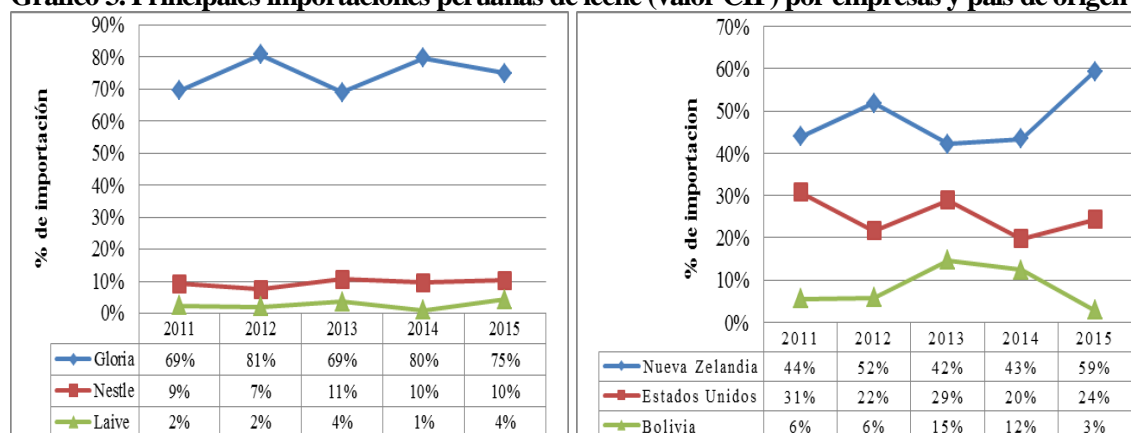
Fuente: Agrodata (2016). Elaboración propia 2016.

Sobre la base del gráfico 2, podemos mencionar que para el año 2015 las principales importaciones de leche han disminuido en promedio 37%, con respecto al año 2014. El producto de mayor importación es la leche y nata concentrada con azúcar, que representó en el 2015 el 40%

³ Representa el 17% aprox. del costo de producción de la leche evaporada (Valera Díaz 2007).

del total de dichas importaciones. La disminución en el año 2015 se ha dado principalmente por la baja de precios en la leche y nata concentrada con azúcar de S/ 4,28 a S/ 2,72.

Gráfico 3. Principales importaciones peruanas de leche (valor CIF) por empresas y país de origen



Fuente: Agrodata (2016). Elaboración propia 2016.

Sobre la base del gráfico 3, podemos mencionar que Gloria tiene posicionamiento en el mercado de importaciones, en el 2015 Gloria importó US\$ 78 millones en leche y nata concentrada con y sin azúcar (ver el anexo 2). Los principales países de donde se importa la leche y nata concentrada con y sin azúcar son Nueva Zelanda, Estados Unidos y Bolivia. De estos tres países proviene el 87% del total de las importaciones mencionadas. En el 2015 las importaciones de leche concentrada con y sin azúcar fueron de US\$ 104 millones. Las importaciones de lácteos de Gloria equivalen en monto al 11% de los ingresos de esta empresa.

1.2 Fase de elaboración

Tabla 1. Capacidad de las plantas de Gloria 2015 (en miles de toneladas)

Plantas de Huachipa y Arequipa	Capacidad instalada	Capacidad utilizada	% de utilización
Leche Evaporada	450,5	411,1	91%
Queso Fresco	4,0	1,3	33%
Queso Maduro	4,2	3,6	86%
Manjarblanco	2,8	1,7	61%
	461,5	417,7	
Plantas de Huachipa y Arequipa			
Leche UHT/Jugos/Yomost/Yogurello	240,0	143,2	60%
Yogur/Refrescos	305,0	205,7	67%
	545,0	349,0	
Plantas de Trujillo y Cajamarca			
leche evaporada y derivados lácteos (*)		123,32	

Fuente: (Class & Asociados 2015). Elaboración propia 2016. (*) Valor estimado.

Gloria S.A. mantiene una posición de liderazgo en el sector lácteo peruano desde hace más de 70 años. De acuerdo con el anexo 1, cuenta con 6 plantas industriales ubicadas en Lima, Arequipa, Cajamarca y Trujillo; y 16 centros de acopio de leche fresca, distribuidas estratégicamente en

todo el Perú. Las plantas de Huachipa y Arequipa funcionan a un 91% de su capacidad en la producción de leche evaporada como se puede observar en la tabla 1. En la fase de elaboración se pueden distinguir las siguientes sub-fases: Clarificación, pasteurización, enfriamiento, evaporización, homogenización, envasado, esterilización, etiquetado y embalaje.

1.3 Fase de distribución

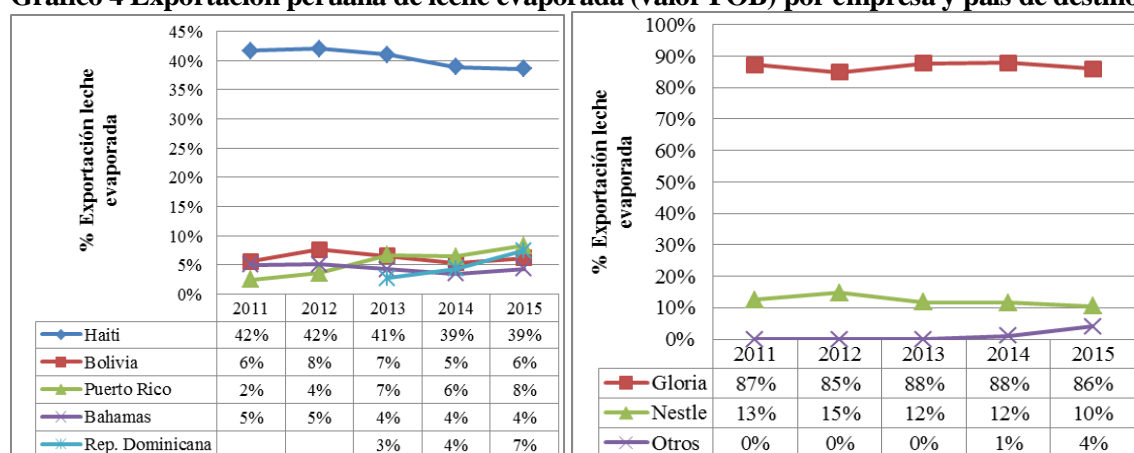
1.3.1 Distribución nacional

Gloria S.A. atiende a todo el mercado nacional, abasteciéndolo principalmente de leche y sus derivados. Los tres principales canales de venta que posee Gloria son: distribuidor Deprodeca (66%), Supermercados (14%), mayoristas (5%) y otros como bodegas (5%). Su producto está dirigido a toda la familia, niños, jóvenes y adultos, e intenta satisfacer todos los gustos; por ello tiene una diversidad de productos.

1.3.2 Distribución internacional

En el año 2000 Gloria expandió su mercado hacia el mundo y actualmente abastece a 75 países en las regiones de: América (de Canadá a Argentina, exceptuando los países de Guatemala, El Salvador, Honduras, Costa Rica y Paraguay), El Caribe (todas las islas, desde Bahamas hasta Trinidad y Tobago), África (toda la costa oeste, desde Marruecos hasta Angola), Medio Oriente (todo el Golfo, desde Kuwait hasta Arabia Saudita) y Asia (Hong Kong, Pakistán y Japón).

Gráfico 4 Exportación peruana de leche evaporada (valor FOB) por empresa y país de destino



Fuente: Agrodota (2016). Elaboración propia 2016.

De acuerdo con el gráfico 4, en el 2015 Gloria exportó US\$ 84.5 millones de leche evaporada (86% del total), seguida por Nestlé con US\$ 10 millones (10% del total) (ver el anexo 2). Se exporta principalmente a Haití (US\$ 38 millones), Puerto Rico (US\$ 8 millones), entre otros. Cabe indicar que Gloria S.A. exporta a más de 70 países.

Tabla 2. Distribución de ingresos nacionales y del exterior

Productos/ 2015 S/. (000)	Ventas nacionales	Ventas al exterior	Ingresos totales
Leche evaporada	1.731.145	290.399	2.021.544
Leche fresca UHT	311.362	16.409	327.771
Derivados lácteos	739.708	31.200	770.908
Bebidas no carbonatadas	116.836	13.352	130.188
Otros ingresos	269.352	-	269.352
Total General	3.168.403	351.360	3.519.763
Porcentaje sobre el total	90%	10%	100%

Fuente: (Class & Asociados 2016). Elaboración propia 2016.

De la tabla 2, la exportación de leche Gloria representó el 10% de sus ingresos totales, exportando las marcas Gloria, Bonlé, Pura Vida y Cardinal Cream (Leche, yogur, leche condensada y empaques).

2. Estrategia

La estrategia de Gloria tiene como objetivo mantener el liderazgo que posee en el mercado, para lo cual, está ampliando su mercado vía:

- Posicionamiento de marcas propias o adquiridas, productos segmentados.
- Capacidad de transporte tanto para el acopio de leche, a través de sus 16 centros de acopio, ubicados estratégicamente por todo el país; como para llegar a todos los mercados que abastece. Todo ello manteniendo la calidad de sus productos.
- Integración vertical, que le permite crear sinergias con empresas vinculadas que se encargan del transporte, el envasado y distribución de sus productos, abaratando los costos. Eficiente distribución intensiva.
- Está abocado a aumentar la cantidad demandada sin reducir los precios de venta, basándose del beneficio más importante que ofrece el consumo de leche: el crecimiento.

3. Acciones emitidas

Las acciones comunes al 31/12/2015 son de 382,5 millones de acciones (con derecho a voto) de valor nominal S/ 1,00, las cuales se encuentran íntegramente emitidas y pagadas. Cada una de ellas se mantiene con los accionistas y no se negocia (ver la tabla 3).

Tabla 3. Detalle de acciones comunes

Accionistas comunes/ Capital emitido	2015 S/ (000)	%	País	Número de accionistas
Gloria Foods JORB S.A.	288.948,55	75,5%	Perú	1
Silverstone Holding Inc.	43.107,99	11,3%	Islas Vírgenes	1
Racionalización empresarial S.A.	33.812,05	8,8%	Perú	1
Vito Rodríguez Rodríguez	9.945,01	2,6%	Perú	1
Jorge Rodríguez Rodríguez	6.504,23	1,7%	Perú	1
Otros	184,33	0,0%	Perú	3
Total capital emitido	382.502,15	100,0%		8

Fuente: Gloria S.A. (2015). Elaboración propia 2016.

Tabla 4. Porcentajes de acciones de inversión en circulación

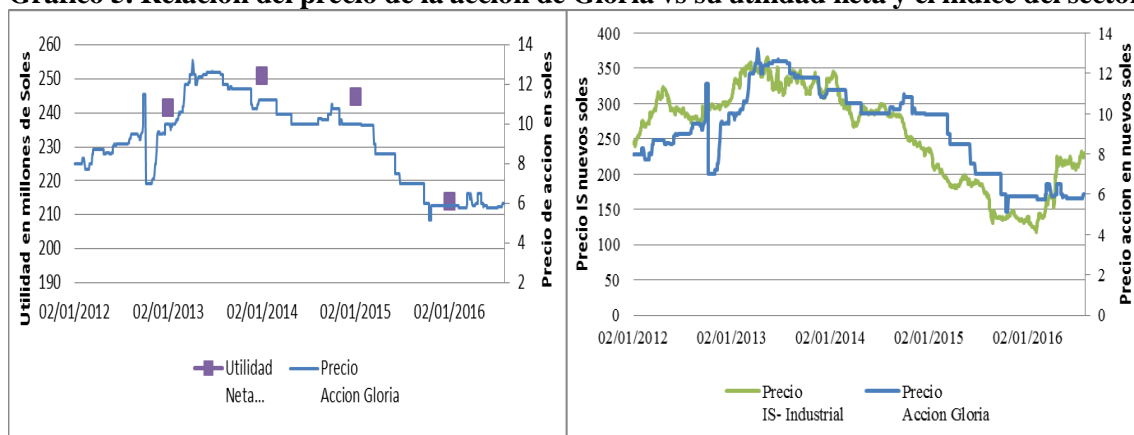
Accionistas de inversión	2015 S/.(000)	%	País	N° de accionistas
Tenencia menor al 1%	7.158,43	18,3%		985
Tenencia entre 1% - 5%	1.173,51	3,0%		2
Tenencia entre 5% - 10%	2.288,35	5,9%		1
Tenencia mayor al 10%	28.496,81	72,9%		2
	39.117,11	100,0%		990

Fuente: Gloria S.A. (2015). Elaboración propia 2016.

Las acciones de inversión al 31/12/2015 son de 39,1 millones de acciones (sin derecho a voto), de valor nominal S/ 1,00, las cuales se encuentran íntegramente emitidas y pagadas. Estas acciones cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) con el tique GLORIAI1 desde el año 1995 (ver la tabla 4).

De acuerdo con el gráfico 5, que va del periodo enero del 2012 a agosto del 2016, podemos observar que la tendencia de la acción de Gloria es a la baja, teniendo un pico de S/ 13,2 en abril 2013, y su mayor caída a S/ 5,15 en octubre 2015. Posterior a ello se ha recuperado, llegando a un precio promedio de S/ 6. En el 2016 el precio de las acciones ha fluctuado entre S/ 5,73 y S/ 6,6. Además, la utilidad neta anual de Gloria se encuentra correlacionada con los precios de sus acciones de inversión en el mercado (BVL).

Gráfico 5. Relación del precio de la acción de Gloria vs su utilidad neta y el índice del sector



Fuente: Gloria S.A. (2015). Bolsa de Valores de Lima (2016). Elaboración propia 2016.

GLORIAI1 no es parte propiamente de un indicador bursátil, debido a que estas acciones son poco líquidas, mostrando una frecuencia de negociación baja, aproximadamente 30 negociaciones en un año; además, el 91% de las acciones de Gloria no se cotizan (acciones comunes), sin embargo, su *benchmark* es el índice del sector industrial⁴ de acuerdo con la BVL, la cual cotiza casi diariamente.

4 De acuerdo con la nueva estructura de los índices basada en combinaciones de GICS (Global Industry Classification Standard), que incluye 5 sectores: índices de consumo, financiero, industrial, minería y servicios públicos; y 3 subíndices: Utilidades eléctricas, construcción y júnior, el *benchmark* de Gloria, sería el índice bursátil del sector industrial.

Existe una correlación débil positiva (0,3) de las acciones de Gloria S.A. con este índice como se puede observar en el gráfico 5. Finalmente, podemos observar en el anexo 3 que la evolución del precio de las acciones de Gloria no tiene correlación con el IGBVL⁵ (0,1).

4. Política de dividendos

Consiste en que, de la cuenta de resultados acumulados, esta se distribuye vía dividendos, para lo cual se podrá disponer hasta el 60% de dichas utilidades retenidas de ejercicios anteriores.

Tabla 5. Utilidades y dividendos distribuidos

En miles de nuevos soles	2011	2012	2013	2014	2015	Prom.
Ganancia (pérdida) neta del ejercicio	195.099	241.622	250.965	244.903	214.014	
Dividendos	178.080	200.000	148.400	163.356	214.014	
Porcentaje de distribución de dividendos	91%	83%	59%	67%	100%	80%
Número de acciones	282.007	421.619	421.619	421.619	421.619	
Dividendos por acción	0,63	0,47	0,35	0,39	0,51	
Ganancia básica por acción de inversión	0,69	0,57	0,60	0,58	0,51	

Fuente: Elaboración propia 2016.

5. Financiamiento

Actualmente, Gloria S.A. cuenta con una deuda con bancos (pagarés) de S/ 113 millones y bonos por S/ 639 millones (ver el anexo 4). Cabe indicar que Gloria S.A. obtiene sus deudas financieras en tasa fija y en soles, respectivamente. Además, la clasificación de los bonos corporativos que emite Gloria tiene categoría AAA.pe. En la tabla 6 podemos ver la evolución de su ratio D/E (contable), asociado a un endeudamiento financiero, el cual ha ido creciendo hasta llegar a 0,47 veces su valor de patrimonio. La subida de este ratio, en el año 2015, se ha dado debido a que se han emitido bonos⁶ por PEN 443 millones para cubrir sus necesidades de corto y largo plazo, considerando todas las inversiones en sus plantas, que realiza Gloria a fin de seguir asegurando su posicionamiento en el mercado.

Tabla 6. Evolución de D/E

Ratio D/E	2011	2012	2013	2014	2015
Endeudamiento Financiero (Deuda a LP/ Patrimonio)	0,34	0,32	0,29	0,42	0,47

Fuente: Elaboración propia 2016.

5 Índice General de la Bolsa de Valores. Actualmente la información de este índice está contenido en el índice S&P/BVL Perú general Index.

6 Gloria, el 2015, ha realizado la tercera, cuarta y quinta emisión de bonos, por S/ 443 millones en total, del primer programa de emisión de bonos, en los meses de febrero, mayo y junio, respectivamente. Este financiamiento servirá para proyectos de inversión, destinados principalmente a la mejora en la planta de producción de Huachipa (leche evaporada, derivados lácteos y fábrica de envases), instalaciones y compra de máquinas y equipos para la implementación de la planta de panetones y la planta de leche condensada. En el 2015 se invirtieron S/ 282 millones de este financiamiento, dado que han quedado trabajos en curso para el 2016.

6. Análisis FODA Gloria

<p>Fortalezas</p> <ul style="list-style-type: none"> • 81% de participación en el mercado de lácteo. • Respaldo del grupo al que pertenece, en cuanto a reputación e imagen. • Apoyo de sus empresas relacionadas en sus procesos (integración vertical). • Buena segmentación de productos, dirigido a todos los gustos, públicos y niveles económicos. • Tiene gran poder de negociación con sus proveedores, clientes y los bancos. • Alto conocimiento y experiencia del sector. • Exporta a 73 países. • Escasos bienes sustitutos. 	<p>Debilidades</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sus ingresos se centralizan en la venta de leche evaporada (57% de sus ventas). • A pesar de las capacitaciones que hace a los ganaderos, todavía existe falta de tecnología y limpieza, en las parcelas en donde se cría el ganado lechero. • Algunos productos son altamente perecibles, por lo que es necesario un proceso de acopio, transformación y distribución muy eficiente. • Al tener una deficiente cadena de frío no llega aún a muchos departamentos del Perú, sobre todo en sierra y selva.
<p>Oportunidades</p> <ul style="list-style-type: none"> • Varios lugares en la sierra y selva peruana donde promocionar y desarrollar las actividades productivas, a fin de importar menos y reducir costos. • Capacidad de seguir expandiéndose tanto nacional como internacionalmente. • Desarrollo en productos adicionales a la leche evaporada, utilizando su prestigio. • Situación financiera que le permite invertir en tecnología, plantas industriales, etc. • Crecimiento del mercado de leche. 	<p>Amenazas</p> <ul style="list-style-type: none"> • Competencias a nivel externo, el hecho de que precios de leche se encuentren subsidiados como en Canadá, Estados Unidos, algunos países de América y otros. • Susceptibles a los problemas de medio ambiente, como son el fenómeno del niño, las inundaciones, sequías, frías y otros que pueden afectar a la ganadería. • Disconformidad de los proveedores de leche

7. Responsabilidad social⁷

- Con sus proveedores promueve y desarrolla la ganadería; capacitando a los ganaderos en la tecnología, técnicas de biotecnología, manejo ganadero, mejoramiento genético.
- Con la comunidad, Gloria realiza campañas de salud, de nutrición, de regalos para los niños más necesitados, etc.
- Con el medio ambiente, Gloria ha ayudado a muchas campañas de forestación a fin de mitigar los cambios climáticos, apoyos de proyectos de agua, etc.

8. Gobierno corporativo⁸

Posee una cultura de respeto a los reglamentos y las leyes establecidas, con una conducta honesta, transparente y ética, de acuerdo con lo que exponen en sus presentaciones. Gloria se preocupa por mantener un buen gobierno corporativo de acuerdo con los estándares globales sobre la materia, por lo que siempre brinda información sobre el cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas.

⁷ Ver el anexo 7.

⁸ Ver el anexo 8.

Capítulo III. El sector

1. Oferta de la leche

La oferta de leche en el mercado peruano es operada por tres empresas que abastecen más del 90% del consumo de leche: Gloria S.A., Nestlé y Laive (ver el anexo 5).

De acuerdo con el anexo 1 tiene una participación en el mercado del 75% (sobre el total de sus productos), y una participación en productos lácteos de 81% (el producto donde tiene mayor participación es la leche evaporada 85%). En el mercado de productos no lácteos Gloria solo tiene el 23%, siendo Laive y Nestlé los que tienen mayor presencia en el mercado en estos productos. Además, los productos lácteos son los que tienen mayor participación en los ingresos de Gloria con 89% (leche evaporada 57%).

De acuerdo con el anexo 6, la producción de leche en el Perú ha ido en crecimiento, del año 2001 al 2015 ha crecido en 69%, a razón en promedio de 4% con respecto al año inmediatamente inferior, en el 2015 se ha producido 1,9 millones de toneladas.

De la misma forma, el crecimiento del precio de la leche cruda de vaca que recibe el productor ha subido en 53%, del año 2001 al 2015, en el 2015 el precio fue en promedio S/ 1.205 la tonelada, el detalle se encuentra en el anexo 6.

2. Demanda de leche

Lo que más se demanda en el Perú es leche evaporada (80%), leche fresca (19%) y leche en polvo (1%) (Class & Asociados 2016). La leche es un producto primario, por lo tanto, teóricamente podríamos decir que su demanda es inelástica (permanece casi inalterable ante cambios en su precio o en el ingreso de sus consumidores). Sin embargo, cabe indicar que, a nivel global, la demanda de leche está influenciada por un conjunto de factores macroeconómicos como la cantidad de población, el nivel de desarrollo del país, las políticas internas de subsidios, entre otros. Se prevé que la demanda de leche va a ir creciendo conforme pasen los años debido a que el país se va a ir desarrollando, por lo tanto, vamos a tener mejores ingresos, y la población va ir aumentando. Cabe indicar que el consumo per cápita de lácteo en el Perú ha ido subiendo, pasando de 49 kg, en el año 2001, a 66 kg en el año 2015; sin embargo, este consumo sigue siendo bajo. La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, recomienda 120 kilogramos por año⁹ (FAO 2016).

9 El consumo de leche per cápita es elevado (mayor que 150 kg per cápita al año) en América del Norte, Argentina,

Finalmente, con respecto a la oferta y demanda local, en el Perú, hay una sobre demanda, por lo que se necesita importar leche en polvo, que será materia prima para elaborar la leche envasada. Cabe indicar que desde que se eliminaron los aranceles a la importación de leche en el 2008 (por el método de la Franja de Precio¹⁰) y se aceptó la recombinación y reconstitución de la leche en el Perú, las importaciones de leche en polvo han ido creciendo, esto aunado a que el precio internacional ha estado a la baja desde principios del 2014, ha provocado una desaceleración de la producción local, por los bajos precios que se ofrece a los productores nacionales, lo que origina que no se produzca lo necesario para satisfacer la demanda local.

3. Análisis de Porter

3.1 La amenaza de entrada a la industria

Actualmente es difícil entrar en competencia con Gloria en el Perú, a pesar de que existe en el mercado la empresa Laive y Nestlé, las cuales le hacen competencia directa, Gloria permanece con un promedio del 79% de participación en el mercado nacional de leches y yogur debido a que posee una eficiente estructura vertical; el grupo abarca negocios que van desde el inicio del proceso-acopio, pasando por la producción, distribución y comercialización nacional e internacional, lo cual le permite aprovechar las sinergias y abaratar los costos con economías de escala. Para poder realizar una competencia real a Gloria la empresa que ingrese debe realizar una inversión fuerte en todas las etapas de los procesos, con tecnología de punta, altos estándares de calidad, eficiencia en los costos, *marketing* agresivo. También podría tratar de aprovechar el descontento de algunos proveedores de Gloria sin embargo esta es una tarea maratónica, ya que solo el 23% se encuentra asociado, y son en total aproximadamente 18.500 proveedores ubicados en las zonas norte, centro y sur del Perú.

3.2 Poder de negociación de los proveedores

Es muy bajo el poder de negociación de los proveedores, sobre todo los ganaderos peruanos, ya que Gloria ejerce poder sobre ellos, al contar con la participación de 81% del mercado de lácteos, le permite establecer los precios, las condiciones y volúmenes mínimos, al ser aproximadamente 18.500 los ganaderos que son proveedores de Gloria, esta última tiene por demás para negociar precios bajos. Sin embargo, existe la posibilidad de que los ganaderos se puedan agrupar y obtengan ayuda del Estado, pero con menor probabilidad. En cuanto a los proveedores

Armenia, Australia, Costa Rica, Europa, Israel, Kirguistán y Pakistán; medio (de 30 a 150 kg per cápita al año) en la India, Japón, Kenia, México, Mongolia, Nueva Zelandia, la República Islámica de Irán, África septentrional y meridional, la mayoría del Oriente Próximo y la mayor parte de América Latina y el Caribe; bajo menor que 30 kg per cápita al año) en Vietnam, Senegal, la mayoría de África central y la mayor parte de Asia oriental y sudoriental según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO).

10 Instrumento utilizado para estabilizar los costos de importación y los precios internos de la leche entera en polvo que consiste en fijar un nivel superior y otro inferior y aplicar sobre ellos los derechos arancelarios.

internacionales su poder de negociación no es tan amplio como en Perú, sin embargo ya se está abriendo subsidiaria al grupo, que se convierten en sus proveedores y por medio de ellas pueden obtener la materia prima a menor costo.

3.3 Poder de negociación de los compradores

Los compradores de Gloria son Deprodeca, los supermercados y las bodegas; en este sentido, Deprodeca es el que tiene mayor participación con aproximadamente el 66%, y al ser una empresa del grupo Gloria, tiene gran poder de negociación. Con respecto a los supermercados, ellos venden aproximadamente el 14% de la producción de Gloria; al no ser muy alto, Gloria no se encuentra atada a ellos y por lo tanto el poder de negociación de los supermercados es bajo. En cuanto a las bodegas y el consumo minorista, no tienen poder de negociación, solo reciben el producto con el precio que les ofrezcan: al ser productos de necesidad, los compradores seguirán demandando.

3.4 Amenaza de productos sustitutos

Al ser la leche un producto de la canasta familiar, es poco probable que tenga productos sustitutos, se podría intentar sustituir con productos que también posean derivados lácteos, sin embargo, Gloria ha incursionado en muchas variedades de presentaciones de leche y sus derivados, por lo que la posibilidad de sustitución es poco probable. Además, hay que tener en cuenta al alto contenido vitamínico que es propio solo de la leche.

3.5 Rivalidad competitiva

Gloria, en la venta de leches y yogur prácticamente no tiene rival, ya que tiene un posicionamiento en el mercado del 79% en promedio, siendo que sus ingresos por estos productos representan el 83% de sus ingresos totales, dejando mercado libre para el resto de derivados lácteos y bebidas; esto es aprovechado por sus principales rivales Laive y Nestlé, los cuales en la comercialización de leche en polvo, refrescos, jugos, quesos y manjar blanco, tienen una presencia en el mercado en conjunto del 59% en promedio, siendo que estos productos ofrecen mayor margen de rentabilidad que la leche evaporada (Anexo 1). Cabe destacar que a pesar de que el tarro de leche Gloria para el consumidor final, en diciembre del 2015 se encuentra aprox. en S/ 3, superior al precio de las demás marcas, esta mantiene su posicionamiento en el mercado peruano.

Capítulo IV. Valorización

1. Flujo de caja descontado

1.1 Estimación del WACC (*weighted average cost of capital*)

Para estimar el costo de capital (k_e) se ha utilizado el método del CAPM¹¹ ajustado por inflación y para estimar el costo de la deuda (K_d) se ha utilizado el YTM (TIR) de todos los bonos emitidos por Gloria. Con estos datos se ha estimado el WACC de Gloria, el cual asciende a 8,59% para los años 2016 en adelante; este WACC es usado para el descuento de los flujos proyectados (ver el anexo 14).

1.2 Supuestos de valorización

VARIABLE	SUPUESTOS
Periodo proyección	10 años
Producción de Gloria para consumo interno de lácteos	La producción para consumo interno depende de 3 factores: el crecimiento poblacional, el consumo per cápita de lácteos y el consumo que no va a alimentos. Se usa data promedio nacional de los últimos quince años: crecimiento promedio anual de 1,2% para la población; de 2,0% para el consumo per cápita anual de lácteos; y, de 0,4% para el consumo que no va a alimentos. En consecuencia, la producción del sector se proyecta que crecerá a una tasa anual de 3,4%. Esto implica que se pasará de una producción de 825 a 1,156 miles de toneladas al final de la proyección. De acuerdo con información histórica, esta producción origina el 79% de los ingresos totales.
Precio al consumidor interno de lácteos	El precio de los lácteos va a depender principalmente de 3 factores: El costo internacional de la leche en polvo; costo del maíz, trigo y soya (alimentación del ganado); y el precio del establo. Se usa data promedio de los últimos quince años: crecimiento promedio anual de 2,5%
Ventas	Con los supuestos de producción y precio se obtiene un crecimiento anual prom. de ventas de 6,1%.
Costo de ventas	76% de las ventas como promedio de los últimos 5 años.
CAPEX	Del 2016-2020 4,5% de las ventas (promedio de los últimos 4 años) y del 2021 en adelante 3.5% de la cuenta Inmuebles, maquinarias y equipos. Continuar con las inversiones del 2015. Del 2016 en adelante, según el plan de inversiones de la compañía, se invertirá en la mudanza de la planta lechera de la zona del Alto Sigwas (Arequipa) que tendrá un costo aproximado de PEN 140 millones, adquisición de entre 2.000 y 3.000 hectáreas en la zona de Majes Sigwas destinadas a la ganadería; con esto se aumentará su producción lechera (Gestión 2016); red eléctrica 60KV; planta de elaboración de leche evaporada 0% lactosa; nueva planta UHT Arequipa; planta la Pascana Trujillo; ampliación de cámaras frigoríficas, entre otros (Class & Asociados 2015).
Posicionamiento en mercado lácteo	De acuerdo con la información histórica, el posicionamiento de Gloria en el mercado lácteo es de 81% (se tomó un supuesto de 80,4% para la estimación).
Deuda	Se asume que la empresa obtendrá nuevas deudas financieras que corresponderían a su primer y segundo programa de emisión de bonos pendiente de emitir por S/930 millones.
Utilidad retenida	20% de las utilidades del período en el período de proyección (tasa promedio de los últimos años).
Perpetuidad	La tasa de crecimiento perpetuidad se ha obtenido en función del ROE 3,1% y se ha considerado que la producción crece en 1% a perpetuidad en el periodo 11 (base para perpetuidad).
Inversión en NOF	Se utilizan los periodos medios de cobranza, pago e inventario multiplicados por las ventas, costo de ventas y compras según corresponda entre 360.

1.3 Elaboración de los estados financieros y flujo de caja, proyectados

A fin de elaborar los estados financieros proyectados y basado en ello poder elaborar el flujo de caja proyectado del periodo de 2016 a 2020, se ha aplicado los montos calculados sobre la base de nuestros supuestos, obteniendo los siguientes resultados:

¹¹ Capital Asset Pricing Model, es un modelo financiero que vincula linealmente la rentabilidad de cualquier activo financiero con el riesgo de mercado de ese activo.

Tabla 7. Flujo de caja libre proyectado

Valores en miles de S/.	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidad
EBIT	421,787	447,912	475,385	504,095	534,667	567,227	601,908	638,855	678,224	720,177	741,601
(-) Impuestos	-122,318	-125,415	-133,108	-136,106	-144,360	-153,151	-162,515	-172,491	-183,120	-194,448	-192,816
(+) Depreciación y amortización	77,471	83,444	89,788	96,520	103,660	111,232	115,125	119,154	123,325	127,641	132,109
(-) CAPEX	-167,674	-178,059	-188,981	-200,394	-212,547	-109,277	-113,101	-117,060	-121,157	-125,397	-129,786
(-) Incremento de Capital (NWK)	2,891	-62,160	-59,666	-67,331	-59,500	-57,357	-73,413	-76,237	-80,349	-83,296	-68,190
Flujo de Caja Libre (FCFF)	212,157	165,721	183,418	196,785	221,920	358,674	368,004	392,223	416,922	444,677	482,917

Fuente: Elaboración propia 2016.

Además, se ha realizado la sensibilización de las siguientes variables: WACC, costo de venta, participación en el mercado, precio de la leche al productor, aumento de la producción suministro interno y la tasa de crecimiento de perpetuidad (ver el anexo 15).

1.4 Valor estimado de Gloria

Como resultado de la evaluación por el método del flujo de caja descontado, el valor económico de Gloria es S/ 4.793 millones y el valor de sus acciones de inversión es S/ 6,8.

<i>Pay Out Ratio</i>	80%
ROE	15,7%
<i>Retention Ratio</i>	20%
Tasa de crecimiento (g) Perpetuidad	3,1%
Valor terminal	
Tasa de descuento	8,59%
g	3,14%
Valor terminal (S/.000)	9.143.169
Valor patrimonial	
Tasa de descuento	8,59%
VP FCFF (S/.000)	1.789.840
(+) VP Valor Terminal (S/.000)	3.694.157
	5.483.996
(+) Cash	56.172
(-) Deuda 2015 (S/.000-2015)	-747.319
Valor patrimonial (S/.000)	4.792.849
Nº acciones (comunes y de inversión)	421.619
Precio acción común	11,83
Precio acción inversión	6,80

Se realiza un método para inferir el valor de mercado de las acciones comunes (ver el anexo 17).

2. Valorización por múltiplos

2.1 Determinación de las empresas comparables

Se seleccionó un conjunto de compañías dedicadas principalmente a la venta de lácteos que operan en el país y en todo el mundo, revisando alrededor de 50 empresas lácteas. Se ha escogido solo las empresas lácteas que coticen en bolsa, por lo cual, las empresas Nestlé Perú y Laive (sus

principales competidores) no han sido tomadas en cuenta. Luego se ha tomado en cuenta las que tengan procesos semejantes, obteniendo una primera lista (ver el anexo 18). Seguidamente, se analizó a las empresas comparables en el primer filtro, y se retiró a las empresas que a pesar de que comercializan productos lácteos, no tengan dentro de su cartera la comercialización de leche fresca o en polvo o UHT o evaporada, que son los principales ingresos de Gloria, y que solo comercializan productos de consumo.

Tabla 8. Empresas comparables para el método de múltiplo

Ítem	Empresa comparable	País	EV/Ebitda	EV/Ventas
1	Grupo LALA SAB	México	13,35	1,93
2	Danone	Francia	13,40	2,32
3	Fonterra Co-Operative	Nueva Zelanda	10,48	0,94
4	Parmalat SpA	Italia	8,98	0,64
5	China Mengniu Dairy Co. Ltd.	China	11,18	0,84
6	Ultrajaya Milk	Indonesia	11,69	2,62
7	Bega Cheese	Australia	11,57	0,62
	Promedio		11,52	1,42

Fuente: Elaboración propia 2016.

2.2 Valor estimado de Gloria

Como resultado de la evaluación por el método de múltiplos, el valor económico de Gloria es S/ 4.336 millones y el valor de sus acciones de inversión es S/ 6,15

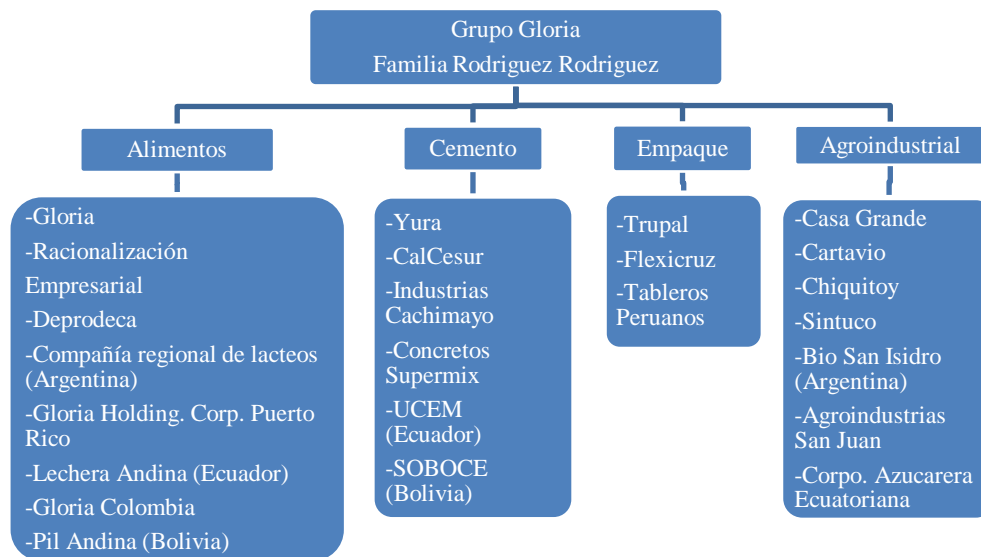
Cálculo del Valor de la empresa	
Ventas de Gloria 2015	3.519.762
EBITDA	440.141
EV/Ebitda (Promedio múltiplo)* EBITDA 2015	5.071.053
EV/Ventas (Promedio múltiplo)* EBITDA 2015	4.982.977
Valor promedio de la empresa	5.027.015
(+) Caja y Efectivo	56.172
(-) Deuda de largo plazo	-747.319
Valor patrimonial (S/.000)	4.335.867
Nº acciones	421.619
Precio acción común	10,71
Precio acción inversión	6,15

Se realiza un método para inferir el valor de mercado de las acciones comunes (ver el anexo 17).

Anexos

Anexo 1. La empresa Gloria S.A.

- **Organigrama.-**



Fuente: Class & Asociados (2016). Elaboración propia 2016.

- **Misión.-**

“Mantener el liderazgo en cada uno de los mercados en que participamos a través de la producción y comercialización de bienes con marcas que garanticen un valor agregado para nuestros clientes y consumidores”. Página web de Gloria (2016).

- **Visión.-**

“Aspiramos satisfacer las necesidades de nuestros clientes y consumidores, con servicios y productos de la más alta calidad y ser siempre su primera opción”. Página web de Gloria (2016).

- **Plantas y centros de acopio.-**

- 1. Zona Norte**

Incluye los departamentos de Cajamarca, Lambayeque, Ancash y La Libertad, donde se encuentran:

5 Centros de Acopio (Virú, Paján (uno de sus nuevos centros de acopio), Chiclayo, Chota y el Empalme). La recepción aproximada diaria bordea las 360 tn.

1 Planta industrial de enfriamiento y concentración, donde se acopia leche fresca y se evapora. Esta planta queda en Trujillo.

1 Planta industrial de enfriamiento, concentración y procesamiento, donde se acopia leche fresca y se procesa derivados lácteos tales como queso, mantequilla y manjar blanco. Esta planta queda en Cajamarca.

- 2. Zona Centro**

Incluye los departamentos de Lima, Ica y Junín, donde se encuentran:

3 Centros de Acopio (Huaral, Pisco y Supe Concepción). La recepción aproximada diaria bordea los 520 tn.

3 Centros de recepción y enfriamiento (Huacho, Cañete y Lurín).

1 Planta industrial de recepción, enfriamiento, concentración y procesamiento de leche evaporada, derivados lácteos (yogur, quesos, mantequillas, entre otros), jugos de fruta; así como envases y embalajes. Esta planta queda en Huachipa-Lima.

- 3. Zona Sur**

Que incluyen los departamentos de Arequipa, Moquegua y Tacna, donde se encuentran:

5 Centros de Acopio y enfriamiento (Pampa colca, Aplaco, Mejía, Cambiara y Puquina). La recepción promedio diaria bordea los 1.100 tn.

1 Planta de enfriamiento y concentración de producción de leche evaporada. Esta planta queda en Arequipa.

1 Planta de recepción, enfriamiento y procesamiento, donde se elabora yogurt y refrescos líquidos (una de sus nuevas plantas). Esta planta queda en Arequipa.

1 Planta donde se concentra, evapora y pre-nata, la leche fresca. Esta planta queda en Arequipa (Majes).

Esta infraestructura de Gloria ha logrado acopiar alrededor de 1,980 tn de leche al día, proveniente de más de 18.500 productores de leche en todo el Perú.

En forma conjunta las plantas industriales de Huachipa y Arequipa, de acuerdo al Cuadro 1, cuentan con una capacidad instalada de producción anual de leche evaporada de 450,5 miles de toneladas, habiendo producido, a diciembre del 2015, 411,1 miles de toneladas. Con respecto a la producción de sus derivados lácteos y otros, a diciembre del 2015, las plantas produjeron 143.21 miles de toneladas de leche UHT/Jugos/Yomost/ Yogurello, 205.74 miles de toneladas de yogurt/Refrescos, 1.3 miles de toneladas de queso fresco, 3.6 miles de toneladas de queso maduro y 1,7 miles de toneladas de manjar blanco (dulce de leche) (Class & Asociados 2016).

Gráfico de las plantas y centros de acopio



Fuente: Página web de Gloria (2016).

Participación de Gloria S.A. en el mercado y distribución de ingresos

Productos	Ingresos de Gloria 2015 S/.(000)	Participación de Gloria en el mercado			Participación en ingresos de Gloria	
		Por producto	Por tipo de prod. ¹²	Sobre el total de prod. ¹³	Por tipo de productos	Sobre el total de prod.
Productos lácteos						
Leche evaporada	2.021.544	85%	55%	49%	65%	57%
Leche fresca UHT	327.771	77%	8%	7%	11%	9%
Yogur	588.696	82%	15%	14%	19%	17%
Derivados lácteos (1)	182.212	45%	3%	2%	6%	5%
	3.120.223		81%		100%	89%
Productos no lácteos						
Bebidas no carbonatadas (2)	130.188	38%	12%	1%	33%	4%
Envases metálicos (3)	25.307	24%	2%	0%	6%	1%
Mercaderías (4)	80.372	15%	3%	0%	20%	2%
Otros no giro (5)	163.673	15%	6%	1%	41%	5%
	399.540		23%		100%	11%
Total General	3.519.763			75%		100%

Fuente: Gloria S.A. (2015). Elaboración propia 2016¹⁴.

¹² Se ha calculado un promedio ponderado de la participación individual que tiene en el mercado cada producto de Gloria con el peso que tiene sobre sus correspondientes ingresos por tipo de producto.

¹³ Se ha calculado un promedio ponderado de la participación individual que tiene en el mercado cada producto de Gloria con el peso que tiene sobre sus ingresos totales.

¹⁴ (1) Queso, Leche en Polvo, Crema Leche, Base Helados, Mantequilla, Manjarblanco, leche condensada (2) Jugos, Refrescos, Té, Agua (3) Hojalata (4) Conservas, Café, Mermelada, Panteón, Snack's (5) Agropecuarios, Inseminación, Servicios Corporativos, Otros.

Anexo 2. Exportación e importación a nivel nacional de leche de vaca (sector industrial)

• Resumen de importaciones

Producto	Año 2015- Nacional				Año 2015 - Gloria	
	CIF US\$	Kilos	% CIF	Prec. Prom.	% de partic.	CIF US\$
Leche y nata concentrada c/azú. en polvo	53.190.677	19.576.155	33%	2,72	67%	35.797.326
Leche y nata concentrada s/azú. en polvo	50.800.295	16.088.266	32%	3,16	83%	42.113.445
Leche, componentes de la leche	5.710.085	749.533	4%	7,62	90%	5.129.000
Leche, grasa de	24.164.843	6.364.875	15%	3,80	80%	19.371.000
Leche condensada	6.658.912	3.849.511	4%	1,73	0%	-
Suero de mantequilla	9.464.680	4.117.910	6%	2,30	81%	7.649.000
Lactosuero parcial o totalmente desmineralizado	1.267.521	1.557.005	1%	0,81	4%	50.701
Lactosuero, LD INC, concentrado o con adiciones	9.135.311	7.499.928	6%	1,22	4%	365.412
	160.392.324	59.803.183	100%	3,03		110.475.883

Fuente: Agrodato (2016). Elaboración propia 2016.

• Principales importaciones por empresas (Valor CIF en millones de US\$)

Años	Empresas	Leche con Azúcar	%	Leche sin Azúcar	%	Totales	% PROM
2011	Gloria	28,38	67%	24,94	73%	53,32	69%
2011	Nestlé	2,63	6%	4,51	13%	7,14	9%
2011	Montana	2,46	6%	0,99	3%	3,46	5%
2011	Laive	1,80	4%	-	0%	1,80	2%
2011	Eurofarma	2,12	5%	1,29	4%	3,41	4%
2011	Otros	4,99	12%	2,66	8%	7,65	10%
	Totales	42,38	100%	34,40	100%	76,78	
2012	Gloria	65,71	79%	60,14	83%	125,85	81%
2012	Nestlé	4,22	5%	7,34	10%	11,56	7%
2012	Montana	3,36	4%	2,25	3%	5,61	4%
2012	Laive	3,16	4%	-	0%	3,16	2%
2012	Eurofarma	3,47	4%	1,44	2%	4,92	3%
2012	Otros	2,99	4%	1,59	2%	4,58	3%
	Totales	82,92	100%	72,76	100%	155,68	
2013	Gloria	37,76	60%	41,87	81%	79,62	69%
2013	Nestlé	7,66	12%	4,67	9%	12,33	11%
2013	Laive	4,19	7%	-	0%	4,19	4%
2013	Cusa S.A.C.	1,28	2%	-	0%	1,28	1%
2013	Otros	12,44	20%	5,46	10%	17,90	16%
	Totales	63,32	100%	52,00	100%	115,32	
2014	Gloria	86,16	78%	59,95	82%	146,11	80%
2014	Nestlé	9,98	9%	7,65	10%	17,63	10%
2014	Laive	1,81	2%	-	0%	1,81	1%
2014	E & M S.R.L.	1,86	2%	-	0%	1,86	1%
2014	Cusa S.A.C.	1,05	1%	-	0%	1,05	1%
2014	Otros	9,13	8%	5,70	8%	14,83	8%
	Totales	110,00	100%	73,30	100%	183,30	
2015	Gloria	35,78	67%	42,12	83%	77,90	75%
2015	Nestlé	5,48	10%	5,22	10%	10,71	10%
2015	Laive	4,41	8%	-	0%	4,41	4%
2015	E & M S.R.L.	2,30	4%	-	0%	2,30	2%
2015	Cusa S.A.C.	1,12	2%	-	0%	1,12	1%
2015	Otros	4,10	8%	3,46	7%	7,56	7%
	Totales	53,19	100%	50,80	100%	103,99	

Fuente: Agrodato (2016). Elaboración propia 2016.

• Principales importaciones por país de origen (Valor CIF en millones de US\$)

Años	Países	Leche con Azúcar	%	Leche sin Azúcar	%	Totales	% PROM
2011	Nueva Zelanda	9,53	22%	24,17	70%	33,69	44%
2011	Estados Unidos	23,68	56%		0%	23,68	31%
2011	Argentina		0%	5,09	15%	5,09	7%
2011	Bolivia	1,70	4%	2,61	8%	4,31	6%
2011	Polonia	2,20	5%		0%	2,20	3%
2011	Otros	5,27	12%	2,53	7%	7,80	10%
	Totales	42,38	100%	34,40	100%	76,78	
2012	Nueva Zelanda	27,06	33%	53,74	74%	80,80	52%
2012	Estados Unidos	33,69	41%		0%	33,69	22%
2012	Bolivia		0%	8,97	12%	8,97	6%
2012	Reino Unido	9,10	11%		0%	9,10	6%
2012	Polonia	8,62	10%		0%	8,62	6%
2012	Otros	4,45	5%	10,05	14%	14,50	9%
	Totales	82,92	100%	72,76	100%	155,68	
2013	Nueva Zelanda	22,44	35%	26,24	50%	48,68	42%
2013	Estados Unidos	33,26	53%		0%	33,26	29%
2013	Bolivia		0%	16,89	32%	16,89	15%
2013	Reino Unido	4,01	6%		0%	4,01	3%
2013	Polonia	1,93	3%		0%	1,93	2%
2013	Otros	1,68	3%	8,87	17%	10,55	9%
	Totales	63,32	100%	52,00	100%	115,32	
2014	Nueva Zelanda	32,60	30%	46,91	64%	79,51	43%
2014	Estados Unidos	36,29	33%		0%	36,29	20%
2014	Bolivia		0%	22,72	31%	22,72	12%
2014	Reino Unido	14,94	14%		0%	14,94	8%
2014	Polonia	6,92	6%		0%	6,92	4%
2014	Otros	19,25	18%	3,67	5%	22,92	13%
	Totales	110,00	100%	73,30	100%	183,30	
2015	Nueva Zelanda	17,00	32%	44,70	88%	61,70	59%
2015	Estados Unidos	25,30	48%		0%	25,30	24%
2015	Francia	4,31	8%		0%	4,31	4%
2015	Bolivia		0%	3,05	6%	3,05	3%
2015	Argentina	2,34	4%		0%	2,34	2%
2015	Otros	4,25	8%	3,05	6%	7,30	7%
	Totales	53,19	100%	50,80	100%	103,99	

Fuente: Agrodata (2016). Elaboración propia 2016.

• Resumen de exportaciones

Producto	Año 2015- Nacional			Año 2015 - Gloria		
	FOB US\$	Kilos	% FOB	Prec. Prom.	% de partic.	FOB US\$
Otros (*)	24.095.600		19%		79%	19.035.524
Leche Condensada	7.169.663	3.658.946	6%	1.96	76%	5.414.476
Leche Evaporada	98.354.737	72.334.201	76%	1.36	86%	84.494.000
	129,620,000		100%	1,14		108,944,000

Fuente: Agrodata (2016). Elaboración propia 2016.

- Exportación de leche evaporada por empresas (Valor FOB en millones de US\$)

Años	Empresa	Leche evaporada	%
2011	Gloria	79,40	87%
2011	Nestlé	11,48	13%
2011	Otros	0,20	0%
	Totales	91,08	100%
2012	Gloria	87,31	85%
2012	Nestlé	15,09	15%
2012	Otros	0,48	0%
	Totales	102,88	100%
2013	Gloria	90,90	88%
2013	Nestlé	12,20	12%
2013	Otros	0,48	0%
	Totales	103,58	100%
2014	Gloria	105,86	88%
2014	Nestlé	14,02	12%
2014	Otros	0,64	1%
	Totales	120,51	100%
2015	Gloria	84,49	86%
2015	Nestlé	10,32	10%
2015	Otros	3,54	4%
	Totales	98,35	100%

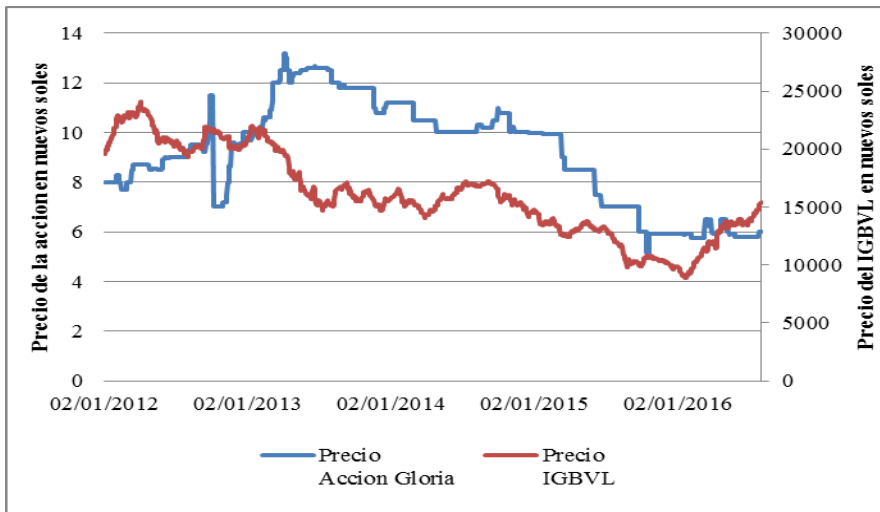
Fuente: Agrodata (2016). Elaboración propia 2016.

• Exportación de leche evaporada por país de destino (Valor FOB millones US\$)

Años	Países	Leche evaporada	%
2011	Haití	37,99	42%
2011	Gambia	7,06	8%
2011	Bolivia	5,13	6%
2011	Puerto Rico	2,27	2%
2011	Bahamas	4,59	5%
2011	Jamahirriya Árabe	1,40	2%
2011	Otros	32,66	36%
	Totales	91,08	100%
2012	Haití	43,24	42%
2012	Bolivia	7,85	8%
2012	Jamahirriya Árabe	5,06	5%
2012	Gambia	4,45	4%
2012	Puerto Rico	3,74	4%
2012	Bahamas	5,28	5%
2012	Otros	33,26	32%
	Totales	102,88	100%
2013	Haití	42,51	41%
2013	Bolivia	6,79	7%
2013	Puerto Rico	6,99	7%
2013	Bahamas	4,40	4%
2013	Republica Dominicana	2,91	3%
2013	Estados Unidos	2,10	2%
2013	Otros	37,88	37%
	Totales	103,58	100%
2014	Haití	46,85	39%
2014	Puerto Rico	7,78	6%
2014	Bolivia	6,53	5%
2014	Bahamas	4,30	4%
2014	Estados Unidos	3,14	3%
2014	República Dominicana	5,27	4%
2014	Otros	46,65	39%
Años	Países	Leche evaporada	%
	Totales	120,51	100%
2015	Haití	37,94	39%
2015	Puerto Rico	8,16	8%
2015	Republica Dominicana	7,38	7%
2015	Bolivia	6,14	6%
2015	Bahamas	4,27	4%
2015	Estados Unidos	3,97	4%
2015	Otros	30,50	31%
	Totales	98,35	100,0%

Fuente: (Agrodata Perú, 2016). Elaboración propia 2016.

Anexo 3. Acciones de Gloria (relación del precio de la acción vs IGBVL)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima (2016). Elaboración propia 2016.

Anexo 4. Financiamiento

- Composición de las obligaciones financieras

Obligaciones financieras	Corriente		No corriente (d)		Total	
	2015 S/.(000)	2014 S/.(000)	2015 S/.(000)	2014 S/.(000)	2015 S/.(000)	2014 S/.(000)
Pagarés (b)	74.257	141.160	38.825	273.082	113.082	414.242
Bonos (c)	32.600	32.600	606.520	196.100	639.120	228.700
Otros		35			-	35
Total obligaciones financieras	106.857	173.795	645.345	469.182	752.202	642.977

(b) Saldos por pagarés bancarios	Número de pagarés		2015	2014
	2015	2014	S/.(000)	S/.(000)
Entidad financiera.-				
Scotia bank Perú S.A.A.	2	4	45.749	178.407
Banco de Crédito del Perú s.a.	1	2	51.333	137.000
BBVA Continental s.a.	1	1	16.000	24.000
Banco Internacional del Perú S.A.A.	-	1	-	30.000
Commerzbank	-	1	-	44.835
Total de pagarés bancarios			113.082	414.242

(c) Composición bonos corporativos	Garantías otorgadas	Origen de la deuda	Vencimiento	Tasa de interés %	2015 S/(000)	2014 S/(000)	Amortización
Primer programa.-							
Segunda emisión	Sin garantía específica	26.09.2014	26.02.2021	6,09375	150.000	150.000	6 pagos semestrales iguales
Tercera emisión	Sin garantía específica	05.02.2015	05.02.2020	5,5625	140.000		4 pagos semestrales iguales
Cuarta emisión	Sin garantía específica	05.05.2015	05.02.2035	7,125	150.000		6 pagos semestrales
Quinta emisión	Sin garantía específica	25.06.2015	25.06.2020	6,65625	153.020		6 pagos semestrales
					593.020	150.000	
Segundo programa.-							
Séptima emisión	Sin garantía específica	20.04.2007	20.04.2017	5,875	10.500	17.500	20 pagos semestrales iguales
Octava emisión	Sin garantía específica	16.10.2007	16.10.2017	6,78125	20.000	30.000	20 pagos semestrales iguales
Decima emisión	Sin garantía específica	29.09.2009	29.09.2016	6,5625	15.600	31.200	10 pagos semestrales iguales
					46.100	78.700	
Total de bonos corporativos					639.120	228.700	

Fuente: Estados financieros auditados. Elaboración propia 2016.

Anexo 5. Principales ofertantes de leche en el Perú

- Nestlé Perú S.A.- Subsidiaria del grupo Suizo Nestlé, inició sus operaciones en el país en 1919. Comercializa alrededor de 10.000 productos diferentes entre los que están: café, sazonadores, sopas instantáneas, mostazas, comida para mascotas, helados, dulces, chocolates, productos medicinales, etc.



Fuente: Nestlé Perú S.A. (2010).

- Laive S.A.- Se fundó en 1910 bajo el nombre de Sociedad Ganadera del Centro produciendo mantequilla y queso, en la actualidad tiene 4 plantas y una variedad de productos.



Fuente: Laive S.A. (2015).

- Gloria S.A.- Empresa que estamos analizando en el presente trabajo.

Anexo 6. Balance alimentario, población y precios de la leche

Elemento	Un	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014p	2015p
Cantidad de suministro de alimentos (kg/persona/año)	Kg	49,2	50,5	47,3	48,1	48,9	54,8	52,2	54,5	56,1	60,0	59,9	67,6	62,2	66,0	65,7
<i>Alimentos</i>	tn (000)	1.297	1.349	1.280	1.318	1.355	1.536	1.480	1.560	1.623	1.756	1.775	2.026	1.888	2.032	2.050
Otro uso	tn (000)	-	1	1	-	-	1	3	4	2	3	3	6	5		
manufactura de alimentos	tn (000)	18	23	26	26	28	30	32	35	96	42	56	68	78		
Desperdicios	tn (000)	23	24	25	26	28	30	32	30	32	32	28	45	35		
<i>Otros uso no alimentos</i>	tn (000)	41	48	52	52	56	61	67	69	130	77	87	119	118	85	85
Suministro interno	tn (000)	1.338	1.398	1.332	1.370	1.410	1.597	1.547	1.629	1.754	1.833	1.862	2.145	2.006	2.117	2.136
Producción (*)	tn (000)	1.134	1.214	1.244	1.290	1.350	1.504	1.478	1.588	1.675	1.701	1.769	1.823	1.832	1.859	1.914
Exportaciones - Cantidad	tn (000)	3	-27	-46	-83	-89	-115	-117	-141	-112	-148	-152	-166	-165	-193	-176
Importaciones - Cantidad	tn (000)	217	211	134	163	149	208	186	182	191	280	245	488	339	451	398
Población involucrada	(000)	26.372	26.730	27.074	27.403	27.723	28.031	28.329	28.626	28.934	29.262	29.615	29.988	30.375	30.787	31.189
Precio al productor	soles	786	96	02	32	861	864	58	20	970	981	1.010	1.067	1.135	1.181	1.205
Precio consumidor final leche evaporada	soles	2.000	1.990	2.010	2.030	2.070	2.090	2.360	2.540	2.480	2.470	2.670	2.830	2.870	2.940	2.990
Precio consumidor final leche fresca	soles	2.440	2.430	2.420	2.440	2.470	2.480	2.590	2.760	2.810	2.850	3.170	3.400	3.520	3.710	3.760

Fuente: FAO (2016). Elaboración propia 2016¹⁵.

(*) Incluye, tanto el sector de la agricultura como fuera de él, es decir, con inclusión de la producción no comercial y de los huertos familiares. Incluye todo tipo de leche de vaca, leche condensada, suero, yogur, leche cuajada, leche acidificada, leche evaporada, leche en polvo, queso de leche de vaca, leche reconstituida, productos de los componentes naturales de la leche, helados y hielo comestible, caseína, leche de búfala, leche de oveja, queso de leche de oveja, leche de cabra, queso de leche de cabra, leche de camella.

15 Año 2014 y 2015 se ha realizado una estimación tomando en cuenta datos del SIEA (sistema integrado de estadística agropecuaria) en lo referente a producción, y datos de Agrodata en lo referente a importación y exportación, finalmente para la población se ha tomado datos de la FAO.

Anexo 7. Responsabilidad social

La responsabilidad social de Gloria S.A. está vinculada a la agricultura, la ganadería y en general al cuidado del medio ambiente.

En cuanto a sus proveedores existe controversia dado que se sabe que Gloria promueve y desarrolla la ganadería; capacitando a los ganaderos en la tecnología, técnicas de biotecnología, manejo ganadero, mejoramiento genético; esto reactiva la economía de los pueblos donde se recolecta la leche y lo hace sostenible en el tiempo, de esta manera genera actividades, con ingresos fijos, para los pueblos más alejados, donde la ganadería era incipiente y muy rudimentaria en su mayoría. Además, Gloria cuenta con asesores para mejorar la alimentación y genética del ganado, así como la asistencia de veterinaria que pone a disposición de los ganaderos. Gloria siempre está innovando y buscando mejorar la ganadería de nuestro país y de muchas formas lo ha ido logrando. Con lo dicho vemos la iniciativa de Gloria por crear sostenibilidad en su país, básicamente en las actividades ganaderas.

Sin embargo, por otro lado, existe mucho reclamo de los productores (proveedores de Gloria) debido a que el pago que reciben por litro de leche cubre mínimamente los costos en que incurren para producirla, al tener Gloria un 80% de leche que se produce en Perú tiene un poder muy fuerte sobre sus proveedores, creando un reparto desigual de los beneficios de este producto.

En cuanto a su responsabilidad con la comunidad, Gloria realiza campañas de salud, de nutrición, de regalos para los niños más necesitados, etc.

En cuanto a su responsabilidad con el medio ambiente, Gloria ha ayudado a muchas campañas de forestación a fin de mitigar los cambios climáticos, apoyos de proyectos de agua, etc.

Anexo 8. Gobierno corporativo

Posee una cultura de respeto a los reglamentos y las leyes establecidas, con una conducta honesta, transparente y ética, de acuerdo a lo que exponen en sus presentaciones. Gloria se preocupa por mantener un buen gobierno corporativo de acuerdo a los estándares globales sobre la materia, por lo que siempre brinda información sobre el cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas. En la última auditoría sobre gobierno corporativo, sus puntajes fueron altos en casi todos los principios, como por ejemplo los que tienen que ver con respecto a la información, control interno, responsabilidad del directorio, accionistas, elaboración y presentación de información financiera, transparencia, etc. De 26 principios que se les ha auditado, solo ha obtenido las siguientes observaciones:

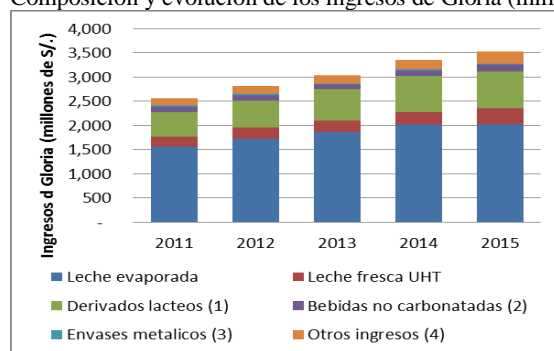
- Sobre el tratamiento equitativo de los accionistas, pues a sus accionistas de inversión no se les ofrece la oportunidad de canjear por acciones ordinarias.
- Sobre la suficiente elección de directores independientes, esto tampoco se cumple, Gloria S.A. es una empresa familiar.
- Sobre las funciones del presidente del directorio, presidente ejecutivo, así como el gerente general que deben de estar claramente delimitadas en el estatuto o en el reglamento interno de la sociedad, con el fin de evitar duplicidad de funciones y posibles conflictos, no se cumplen en parte, lo mismo que en el rubro de concentración de funciones. Las funciones se concentran en el directorio que son a su vez accionistas.

Anexo 9. Análisis financiero de Gloria S.A.

1. Análisis de los ingresos

Los ingresos totales de Gloria del año 2015 con respecto al año 2014 han crecido en 5%, este crecimiento es menor al logrado en el 2014 que fue el 10% con respecto al 2013, tal como hemos venido mencionando en anteriores capítulos Gloria concentra sus ventas en la leche evaporada Gloria, la cual representa un 57% del total de sus ingresos, y en general a los lácteos el cual representa un 89% de sus ingresos.

Composición y evolución de los ingresos de Gloria (millones de soles)



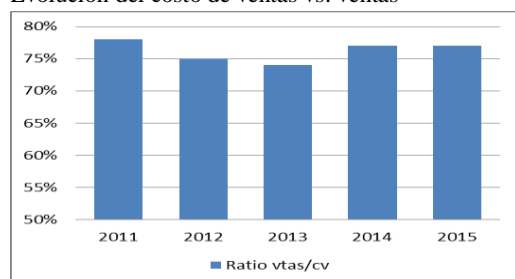
Times	2011	2012	2013	2014	2015	Partic. 2015%
Leche evaporada	1,562	1,718	1,868	2,017	2,022	57%
Leche fresca UHT	207	234	239	263	328	9%
Derivados lácteos (1)	509	568	643	735	771	22%
Total ingresos lácteos	2,278	2,519	2,750	3,015	3,120	89%
Bebidas no carbonatadas (2)	102	108	95	121	130	4%
Envases metálicos (3)	33	23	19	20	25	1%
Otros ingresos (4)	154	157	173	192	244	7%
Otros ingresos no lácteos	288	288	287	332	400	11%
Total General	2,566	2,807	3,037	3,347	3,520	100%
						<i>Prom.</i>
Evolución ingresos lácteos		10,6%	9,2%	9,7%	3,5%	8,2%
Evolución ingresos no lácteos		-0,3%	-0,2%	15,7%	20,2%	8,9%

Fuente: Gloria S.A. (2015, 2014, 2013, 2012, 2011). Elaboración propia 2016¹⁶.

2. Análisis del costo de venta

Los costos de venta de Gloria son estables en relación a sus ingresos totales, fluctuando de 74% a 78%, en el periodo de análisis del 2011 al 2015.

Evolución del costo de ventas vs. ventas



3. Ratios

Se ha analizado los ratios de la empresa Gloria S.A. sobre la información de sus estados financieros históricos (anexo 12).

16 (1) Queso, Leche en Polvo, Crema Leche, Base Helados, Mantequilla, Manjar blanco, leche condensada (2) Jugos, Refrescos, Té, Agua (3) Hojalata (4) Conservas, Café, Mermelada, Panteón, Snack's, Agropecuarios, Inseminación, Servicios Corporativos, Otros.

3.1 Ratios de liquidez

Liquidez	2011	2012	2013	2014	2015
Liquidez Corriente (Activo Corriente/Pasivo Corriente)	1.86	1.66	1.71	1.88	1.80
Prueba Ácida (Activo Corriente - Existencias) / Pasivo Corriente)	1.04	0.77	0.84	0.85	0.84
Prueba de Tesorería (Caja Banco + Valores Negociables) / Pasivo Corriente)	0.17	0.10	0.12	0.06	0.07

En el 2015, en términos generales, estos ratios disminuyeron por el incremento de las cuentas por pagar. Gloria S.A. posee ratios de liquidez estables y altos esto le permite tener un buen poder de negociación. En su ratio de prueba ácida, se encuentra al límite, debido a la importancia de sus inventarios, como es normal en este tipo de negocios, por lo tanto tiene el riesgo de no cumplir con sus pagos si no se hace efectivo su inventario.

3.2 Ratios de gestión

Ratios de Gestión	2011	2012	2013	2014	2015
Días promedio de cobranza (DPC) (CXC a LP y CP/2/Ventas credito*360)	49.98	43.52	46.01	49.56	51.47
Días promedio de inventario (DPI) (Inventario/Costo de venta*360)	75.13	84.55	94.89	96.66	104.69
Días promedio de pago (DPP)(CXP a LP y CP/2/ (Costo de ventas+Inventario)	46.68	40.29	51.39	51.49	59.15
Ciclo de conversión de efectivo (DPI+DPC-DPP)	78.43	87.77	89.50	94.73	97.01
Rotación de activos (ROA)(Ventas Netas/Activo)	1.13	1.15	1.19	1.17	1.11

El ciclo de conversión de efectivo ha subido a 97 días, esto se debe a que la inmovilización de sus inventarios es alta, debido a que el 63% de las existencias comprende materias primas, auxiliares y otros insumos (incluye pendientes de recibir), la rotación de sus productos terminados es de 11 días. Por otro lado, esta necesidad de efectivo va a poder ser cubierta con recursos propios, de acuerdo a las proyecciones formuladas en el presente trabajo. Tener en cuenta que se está considerando que el 100% de las ventas y compras son al crédito. Finalmente, la rotación de activos en el 2015 es buena en comparación con su competidor más cercano Nestlé Perú s.a. que tiene un ratio de 0,76 x.

3.3 Ratio de solvencia o apalancamiento

Ratios de Solvencia o Apalancamiento	2011	2012	2013	2014	2015
Solvencia o apalancamiento (Pasivo Total/Patrimonio)	0.70	0.74	0.77	0.85	0.98
Endeudamiento Total (Total pasivo/total activo)	0.41	0.43	0.43	0.46	0.50
Endeudamiento Activo Fijo (Pasivo no corriente/In. Maq. y Equipo)	0.38	0.35	0.33	0.43	0.50
Endeudamiento Patrimonial (Capital emitido/Patrimonio)	0.19	0.27	0.26	0.25	0.24
Endeudamiento Patrimonial a Largo Plazo (Pasivo no corriente/Patrimonio)	0.31	0.29	0.28	0.36	0.46
Cobertura de Gastos Fiancieros (Utilidad Operativa/Gastos Financieros)	11.10	13.91	12.98	10.45	6.26
Endeudamiento Financiero (Deuda a LP/ Patrimonio)	0.34	0.32	0.29	0.42	0.47

Existe una pequeña diferencia de ratios entre el año 2015 y 2014, el cual se debe principalmente a un mayor pasivo a largo plazo, producto de los bonos que se han emitido en el 2015. El endeudamiento total ha sido de 0.5 en el 2015, lo recomendado es que estos activos no deberían de estar cubiertos por terceros en más del 50%. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en general estos ratios son altos, dado que, se están incluyendo como acreedores a las empresas vinculadas, que son un 9% de la deuda total.

3.4. Ratio de rentabilidad

Ratios de Rentabilidad	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilidad de los activos (Utilidad/Activos)	8,60%	9,92%	9,80%	8,59%	6,74%
Rentabilidad del patrimonio (Utilidad Neta/Patrimonio)	14,60%	17,26%	17,30%	15,86%	13,37%
Margen Operativo (Res. Operacional/Ventas)	13,47%	14,85%	15,88%	13,41%	12,50%
Margen Neto (Utilidad Neta/Ventas)	7,60%	8,61%	8,26%	7,32%	6,08%

En el 2015 el ratio de rentabilidad de los activos se encuentra dentro del promedio en comparación con su principal competidor Nestlé Perú 6%. La rentabilidad del Patrimonio es buena en comparación con Nestlé Perú 8%. El margen operativo se encuentra dentro del promedio en comparación con Nestlé Perú 12%. El margen neto es bajo en comparación con Nestlé Perú 8%.

4. Riesgos

4.1 Riesgo de mercado

Se refiere a los riesgos de tasa de interés, de tipo de cambio y de precio.

Con respecto a la tasa de interés, la compañía obtiene sus obligaciones financieras a tasa fija, por lo tanto, no existe riesgo de que el valor razonable o los flujos de caja futuros de los instrumentos financieros de la empresa fluctúen de manera negativa. En lo relativo al tipo de cambio, la compañía factura la venta local de sus productos en soles, sin embargo, las ventas al exterior son en dólares, al igual que préstamos otorgados/recibidos y algunas transacciones pasivas y de endeudamiento con ciertas entidades financieras. La diferencia de cambio disminuyó de S/1,346 miles (ganancia) en el 2014 a S/741 miles (pérdida) en el 2015. Existe el riesgo que las operaciones que se encuentran indexadas en otra moneda generen nuevamente pérdida. Entonces, al cierre del 2015 la posición neta de moneda extranjera es de S/ 132.129 negativa, es decir sus pasivos en dólares sobrepasan sus activos en dólares (ver el anexo 11). Se ha realizado una sensibilización sobre las principales partidas que se mantienen en dólares, pudiendo observar que cuando el tipo de cambio sube en 5%, la posición neta de la empresa presenta una pérdida adicional de S/ 6.606 miles, esto se debe a que sus deudas se revalorarían por tipo de cambio más de lo que se revalorarían sus activos. La empresa tiene un riesgo de tipo de cambio al no tener ninguna cobertura de sus operaciones en dólares, cabe indicar también que a la empresa le conviene que el dólar baje a que suba, por su posición pasiva neta en moneda extranjera, siendo que cuando el dólar baja en 5% obtiene ganancias (ver el anexo 11).

Con respecto al precio, la compañía está afectada a largo plazo a este riesgo, ya que a corto y mediano plazo este riesgo está cubierto con contratos que Gloria hace con los productos de leche con un precio establecido. Sin embargo, debido a la asimetría en los beneficios de la venta de la leche, siendo los ganaderos los más perjudicados, creando descontento de algunos ganaderos (proveedores), como ya se ha mencionado anteriormente, estos podrían agruparse y generar una barrera para la venta de leche y hasta empujar para el alza del precio que se le paga al productor, sin embargo, esto es poco probable ya que no tienen la espalda económica que les permita actuar y no están agrupados adecuadamente. Cabe indicar, que el precio al consumidor final de la leche Gloria está afecto por el precio que se paga al productor (que a su vez está afecto por el precio internacional de los *commodities* como son el trigo, maíz y soya), el precio internacional del estaño (leche evaporada) y el precio internacional de la leche en polvo.

4.2 Riesgo crediticio

Gloria es una empresa líder en el mercado; cuenta con un buen poder adquisitivo, las instituciones financieras están dispuestas a prestarle y ella está en capacidad de pagarles. Con referencia a sus clientes, Gloria verifica su calidad crediticia, por otro lado, cabe indicar que sus excedentes de caja por política de la empresa son depositados tomando en cuenta la diversificación de depósitos en bancos de prestigio. Finalmente, el riesgo crediticio de Gloria es prácticamente nulo.

4.3 Riesgo regulatorio

En cuanto al riesgo regulatorio de los lácteos, el Estado peruano protege de alguna manera con ciertos mecanismos regulatorios (aranceles) la importación de ciertos lácteos, como la leche en polvo, que es la que más se importa, a fin de proteger la ganadería local. Las importaciones de productos lácteos están gravados con un arancel, que va a depender de una franja de precios, esta última permite que cuando los precios internacionales de los lácteos caen por debajo de la franja, se les aplique un arancel, hasta el límite del 20% del valor de la factura de importación; y si los precios están por encima de la franja, entonces no se aplica ningún arancel¹⁷. Por lo expuesto, el riesgo que presenta Gloria es que se cambie los mecanismos regulatorios, dejando camino abierto para la competencia extranjera.

4.4 Riesgo operacional

Existen ciertas tensiones entre algunos ganaderos y la empresa Gloria. Esto, en el futuro, podría traer riesgos operacionales, como desabastecimiento, reducción en las ventas y por tanto en las utilidades, caída de la imagen de Gloria, etc. Además, existe el riesgo de que algo falle en los procesos de Gloria s.a. para mitigar en cierta forma este riesgo Gloria ha integrado en forma vertical una parte importante de sus operaciones.

4.5 Riesgo país

Existe un riesgo país que tiene Gloria debido a que la mayoría de operaciones se da en el territorio peruano, siendo que el 90% de sus ingresos es venta nacional. El 10% restante corresponde a exportaciones que hace principalmente a Haití (39% de sus exportaciones aproximadamente), lo que representaría una incidencia del 4% sobre sus ingresos, lo demás se encuentra diversificado en 74 países, por lo que, no representa un riesgo el ingreso por exportaciones. Gloria depende en cierta forma de la economía y/o la coyuntura política del Perú.

17 Es importante precisar que no todos los embarques pagan aranceles, en el marco de los acuerdos comerciales que el Perú ha suscrito con alrededor de 50 países (la Unión Europea representa a 28 países) como por ejemplo con la comunidad andina, el TLC con EEUU, entre otros (Dirección general de políticas agrarias - DGPA, Junio 2016).

Anexo 10. Estados financieros históricos de Gloria S.A.

- Balance general histórico

Valores en miles de nuevos soles	2011	2012	2013	2014	2015
Activos					
Activos Corrientes					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	89.580	60.598	82.662	42.026	56.172
Cuentas por Cobrar Comerciales	330.372	348.175	428.064	493.602	512.836
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	30.711	41.857	35.229	64.997	36.667
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	78.056	26.285	30.921	34.237	78.412
Inventarios	424.347	567.477	614.559	770.355	808.126
Otros Activos no financieros	6.155	6.187	7.314	7.901	20.651
Total Activos Corrientes	959.221	1.050.579	1.198.749	1.413.118	1.512.864
Activos No Corrientes					
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	77.870	77.870	87.870	134.564	163.636
Otras Cuentas por Cobrar	32.885	40.492	30.818	5.149	2.842
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	107.978	96.545	0	0	8.206
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	1.085.832	1.165.852	1.235.631	1.287.240	1.474.868
Activos intangibles distintos de la plusvalía	5.550	5.473	7.675	10.164	15.179
Total Activos No Corrientes	1.310.115	1.386.232	1.361.994	1.437.117	1.664.731
TOTAL ACTIVOS	2.269.336	2.436.811	2.560.743	2.850.235	3.177.595
Pasivos y Patrimonio					
Pasivos Corrientes					
Otros Pasivos Financieros	126.267	130.481	100.614	173.795	106.857
Cuentas por Pagar Comerciales	244.184	260.498	393.135	389.120	509.665
Otras Cuentas por Pagar	132.174	187.694	174.896	170.360	219.041
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	8.550	32.371	28.057	19.238	5.158
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	5.523	20.093	2.728	0	0
Total Pasivos Corrientes	516.698	631.137	699.430	752.513	840.721
Pasivos No Corrientes					
Otros Pasivos Financieros	321.309	311.204	316.102	469.182	645.345
Cuentas por Pagar Comerciales	0	0	0	0	5.403
Pasivos por impuestos diferidos	95.355	94.954	94.730	84.680	85.122
Total Pasivos No Corrientes	416.664	406.158	410.832	553.862	735.870
Total Pasivos	933.362	1.037.295	1.110.262	1.306.375	1.576.591
Patrimonio					
Capital Emitido	255.843	382.502	382.502	382.502	382.502
Acciones de Inversión	26.164	39.117	39.117	39.117	39.117
Otras Reservas de Capital	51.179	75.341	75.341	76.441	76.500
Resultados Acumulados	1.002.788	902.556	953.521	1.045.800	1.102.885
Total Patrimonio	1.335.974	1.399.516	1.450.481	1.543.860	1.601.004
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2.269.336	2.436.811	2.560.743	2.850.235	3.177.595

Fuente: Elaboración propia 2016.

• Estado de ganancias y pérdidas histórico

Valores en miles de S/.	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos actividades ordinarias	2.566.412	2.806.691	3.036.935	3.347.445	3.519.762
Costo de venta	-1.990.855	-2.111.538	-2.242.352	-2.578.997	-2.713.928
Margen Bruto	575.557	695.153	794.583	768.448	805.834
Gastos de ventas y distribución	-190.856	-237.685	-247.649	-294.396	-321.008
Gastos de administración	-95.271	-120.655	-147.531	-134.442	-138.298
Otros ingresos operativos	8.110	19.948	19.660	43.106	25.640
Depreciación y amortización	48.030	59.966	63.328	66.175	67.973
EBITDA	345.570	416.727	482.391	448.891	440.141
Depreciación y amortización	-48.030	-59.966	-63.328	-66.175	-67.973
EBIT	297.540	356.761	419.063	382.716	372.168
Ingresos financieros	7.457	6.872	5.194	1.576	2.412
Gastos financieros	-26.815	-25.648	-32.276	-36.610	-59.462
Diferencias de cambio neto	5.482	12.276	-23.303	1.346	-741
Utilidad antes de impuestos	283.664	350.261	368.678	349.028	314.377
Impuesto a las ganancias	-88.565	-108.639	-117.713	-104.125	-100.363
Utilidad neta	195.099	241.622	250.965	244.903	214.014
EBIT	297.540	356.761	419.063	382.716	372.168
(-) Impuestos	-88.565	-108.639	-117.713	-104.125	-100.363
(+) Depreciación y amortización	48.030	59.966	63.328	66.175	67.973
(-) CAPEX	-200.384	-135.235	-131.491	-95.152	-210.229
(-) Incremento de Capital (NWK)	-	-71.543	-69.477	-109.842	-78.203
Flujo de Caja Libre (FCFF)	56.621	101.310	163.711	139.773	51.346
Aumento de flujo respecto Utilidad Neta		23,8%	3,9%	-2,4%	-12,6%
Aumento de flujo respecto FCFF		78,9%	61,6%	-14,6%	-63,3%
Tasa Impositiva	-31,2%	-31,0%	-31,9%	-29,8%	-31,9%
Crecimiento de las ventas	12,1%	9,4%	8,2%	10,2%	5,1%
ROE	14,6%	17,3%	17,3%	15,9%	13,4%
Pay Out Ratio (% de pago de dividendos)	91,3%	82,8%	59,1%	66,7%	100,0%
Dividendos	178.080	200.000	148.400	163.356	214.014
Número de acciones	282.007	282.007	421.619	421.619	421.619
Compras	2.008.627	2.254.668	2.289.434	2.734.793	2.751.699

Fuente: Elaboración propia 2016.

Anexo 11. Diferencia de cambio

• Cuadro de los activos y pasivos históricos en moneda extranjera

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2015 S/.</u>		
	<u>US\$(000)</u>	<u>US\$(000)</u>	<u>t.c. actual</u>	<u>5%</u>	<u>diferencia</u>
t.c. compra			3.408	3.578	
Activo					
Efectivo y equivalente de efectivo	609	10,682	36,404	38,224	1,820
Cuentas por cobrar comerciales	27,041	21,657	73,807	77,497	3,690
Cuentas por cobrar a relacionadas	26,449	17,844	60,812	63,853	3,041
Otras cuentas por cobrar	6,940	5,317	18,120	19,026	906
	61,039	55,500	189,144	198,601	9,457
t.c. venta			3.413	3.584	diferencia
Pasivo					
Cuentas por pagar comerciales	-55,773	-85,902	-293,184	-307,843	-14,659
Cuentas por pagar a relacionadas	-8,938	-6,241	-21,301	-22,366	-1,065
Otras cuentas por pagar	-4,184	-1,989	-6,788	-7,128	-339
Obligaciones financieras	-15,000	0	-	-	-
	-83,895	-94,132	-321,273	-337,336	-16,064
Posición pasiva, neta	-22,856	-38,632	-132,129	-138,735	-6,606

Fuente: Estados Financieros Auditados Gloria S.A. Elaboración propia 2016

- Cuadro de sensibilización ante cambios en el t.c. de la posición neta de m.e.

Cambio t.c. %	Nuevo Activo	Nuevo Pasivo	Posición neta US\$ nueva	Posición neta US\$ original	Diferencia por cambio en t.c.
10%	208.058	-353.400	-145.341	-132.129	-13.213
9%	206.167	-350.187	-144.020	-132.129	-11.892
8%	204.276	-346.974	-142.699	-132.129	-10.570
7%	202.384	-343.762	-141.378	-132.129	-9.249
6%	200.493	-340.549	-140.056	-132.129	-7.928
5%	198.601	-337.336	-138.735	-132.129	-6.606
4%	196.710	-334.123	-137.414	-132.129	-5.285
3%	194.818	-330.911	-136.092	-132.129	-3.964
2%	192.927	-327.698	-134.771	-132.129	-2.643
1%	191.035	-324.485	-133.450	-132.129	-1.321
0%	189.144	-321.273	-132.129	-132.129	-
-1%	187.253	-318.060	-130.807	-132.129	1.321
-2%	185.361	-314.847	-129.486	-132.129	2.643
-3%	183.470	-311.634	-128.165	-132.129	3.964
-4%	181.578	-308.422	-126.843	-132.129	5.285
-5%	179.687	-305.209	-125.522	-132.129	6.606
-6%	177.795	-301.996	-124.201	-132.129	7.928
-7%	175.904	-298.783	-122.880	-132.129	9.249
-8%	174.012	-295.571	-121.558	-132.129	10.570
-9%	172.121	-292.358	-120.237	-132.129	11.892
-10%	170.230	-289.145	-118.916	-132.129	13.213

Fuente: Elaboración propia 2016.

- Proyección de la diferencia de cambio

	<u>2015</u> <u>US\$(000)</u>	<u>2015</u> <u>S/.(000)</u>	<u>2016E</u> <u>S/.(000)</u>	<u>2017E</u> <u>S/.(000)</u>	<u>2018E</u> <u>S/.(000)</u>	<u>2019E</u> <u>S/.(000)</u>	<u>2020E</u> <u>S/.(000)</u>
Activo/t.c.		3,41	3,45	3,53	3,58	3,58	3,58
Efectivo y equivalente de efectivo	10.682	36.436.30	36.852.90	37.707.46	38.241.56	38.241.56	38.241.56
Cuentas por cobrar comerciales	21.657	73.872.03	74.716.65	76.449.21	77.532.06	77.532.06	77.532.06
Cuentas por cobrar a relacionadas	17.844	60.865.88	61.561.80	62.989.32	63.881.52	63.881.52	63.881.52
Otras cuentas por cobrar	5.317	18.136.29	18.343.65	18.769.01	19.034.86	19.034.86	19.034.86
	55.500	189.310.50	191.475.00	195.915.00	198.690.00	198.690.00	198.690.00
Pasivo							
Cuentas por pagar comerciales	-85.902	-293.011.72	-296.361.90	-303.234.06	-307.529.16	-307.529.16	-307.529.16
Cuentas por pagar a relacionadas	-6.241	-21.288.05	-21.531.45	-22.030.73	-22.342.78	-22.342.78	-22.342.78
Otras cuentas por pagar	-1.989	-6.784.48	-6.862.05	-7.021.17	-7.120.62	-7.120.62	-7.120.62
Obligaciones financieras	0	-	-	-	-	-	-
	-94.132	-321.084.25	-324.755.40	-332.285.96	-336.992.56	-336.992.56	-336.992.56
Posición pasiva, neta	-38.632	-131.773.75	-133.280.40	-136.370.96	-138.302.56	-138.302.56	-138.302.56
Calculo de la diferencia de cambio sobre cuentas actuales							
Activo			417	855	534	-	-
Efectivo y equivalente de efectivo			845	1.733	1.083	-	-
Cuentas por cobrar comerciales			696	1.428	892	-	-
Cuentas por cobrar a relacionadas			207	425	266	-	-
Otras cuentas por cobrar			-	2.165	4.440	-	-
Pasivo			-3.350	-6.872	-4.295	-	-
Cuentas por pagar comerciales			-243	-499	-312	-	-
Cuentas por pagar a relacionadas			-78	-159	-99	-	-
Otras cuentas por pagar			-	-	-	-	-
Obligaciones financieras			-	-3.671	-7.531	-	-
Diferencia de cambio neto			-	-1.507	-3.091	-1.932	-
Calculo de la diferencia de cambio como porcentaje de ventas							
Porcentaje promedio del 2011-2015 (Ver anexo 14)			-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%
Ventas proyectadas			3.733.682	3.964.934	4.208.131	4.462.277	4.732.901
Diferencia de cambio neto			-726	-771	-818	-867	-920
Estimación de la diferencia de cambio neta			-1.507	-3.091	-1.932	-867	-920

Fuente: Elaboración propia 2016¹⁸

¹⁸ Se compara la diferencia de cambio proyectada de acuerdo a las estimaciones del t.c. del BCR con la diferencia de cambio proyectada como un porcentaje de las ventas (ver cuadro porcentajes utilizados para la proyección Anexo 14) el que sea mayor. Del 2019 al 2025 y en adelante se calcula como un % de las ventas (-0.02%).

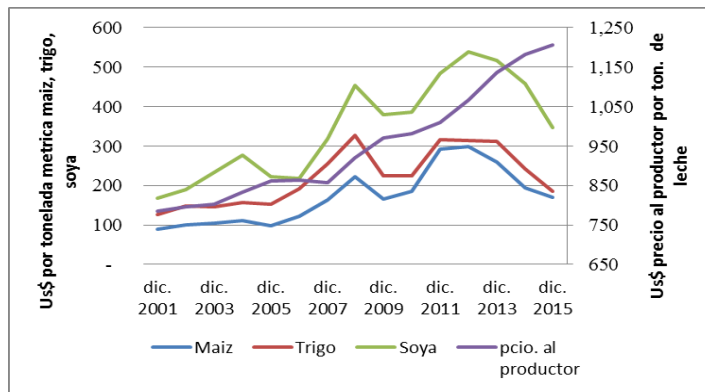
Anexo 12. Principales variables para el crecimiento del precio de la leche

Las principales variables que influyen en el precio de la leche al consumidor de Gloria S.A. son:

1. Precio que se paga al productor

Los ganaderos presionarán el alza del precio de la leche, aunque con rezago como se puede observar en el gráfico, cuando suba el costo de los *commodities* de maíz, trigo y soya, ya que sirve de alimento a su ganado. La alimentación del ganado representa el 60% de sus costos según el diario La República (2012).

Evolución histórica del precio en el mercado del Maíz, Trigo y Soya

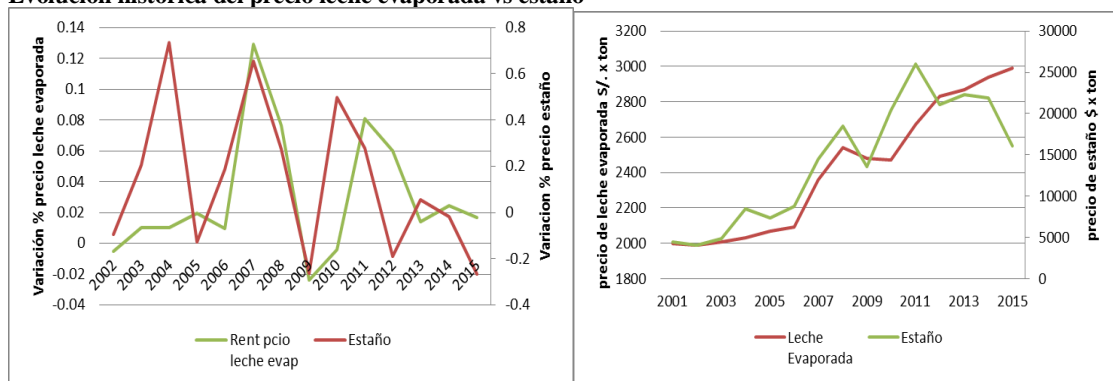


Fuente: indexmundi.com (2016). Elaboración propia 2016.

2. Precio de la hojalata.-

Esto debido a que es un componente importante en la elaboración de la leche evaporada, por lo que la variación del precio de este último se encuentra directamente correlacionado (0.4) con la variación del precio en el mercado internacional del estaño (compuesto de la lata de leche).

Evolución histórica del precio leche evaporada vs estaño



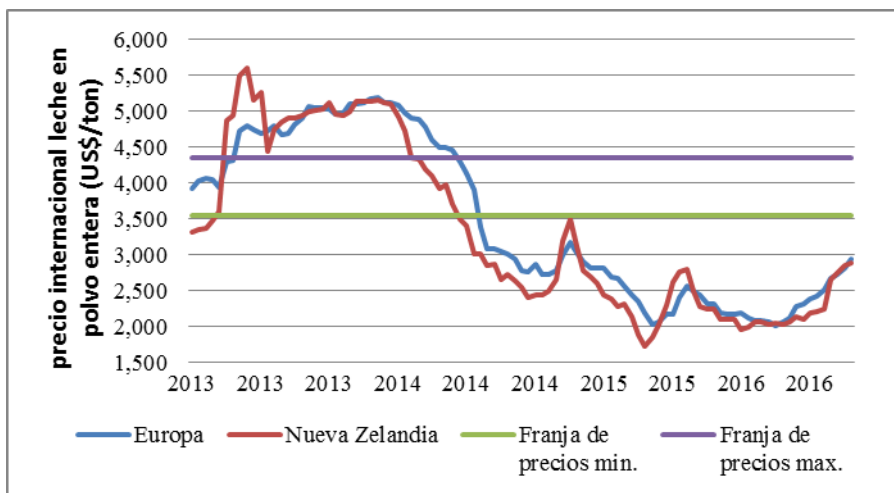
Fuente: indexmundi.com (2016). FAO (2016). Elaboración propia 2016.

3. Precio internacional de la leche.-

Esto debido a que Gloria importa leche en polvo para recombinarla, existe una sobreoferta mundial que empuja el precio de la leche en polvo a la baja. Esto debido a que a mediados del 2014 China, el más grande importador de leche, ya no importa. Sin embargo, los principales autores del mercado lácteo como son Nueva Zelandia, Estados Unidos, la

Unión Europea y Australia, registraron un pequeño aumento de producción de aproximadamente 3%. En este escenario se produce una sobre producción de lácteos, que empuja el precio de la leche en polvo a la baja, pasando de su pico de \$ 5.600 por tonelada en 04/2013 hasta su precio más bajo de \$ 1.725 por tonelada en 08/2015 estabilizándose el precio en alrededor de los \$ 2.300 a 09/2016.

Evolución histórica del precio internacional de la leche en polvo



Fuente: Elaboración propia 2016.

Anexo 13. Cálculo del WACC

- Cálculo del costo y valorización de la deuda de Gloria s.a. en soles al 31 de diciembre del 2015

Nemónico	ISIN/ Identif.	Mon.	TIR %	Emitido (S/.000)	P. Limpio	P. Sucio	F. Emisión	F. Vcto	Cupón (%)	Rating	Ult. Cupón
					(mon- to)	(monto)					
GLOR1BC2A	PEP36100M121	PEN	8,390	10.500	0,9128	9290,035	26/09/2014	26/09/2021	6,094	AAA	26/09/2015
GLOR1BC3A	PEP36100M139	PEN	6,927	20.000	0,9599	9827,318	05/02/2015	05/02/2020	5,563	AAA	05/08/2015
GLOR1BC4A	PEP36100M147	PEN	9,056	15.600	0,8346	8638,711	05/02/2015	05/02/2035	7,125	AAA	05/08/2015
GLOR1BC5A	PEP36100M154	PEN	7,133	150.000	0,9866	9877,51	25/06/2015	25/06/2020	6,656	AAA	25/12/2015
GLOR2BC10A	PEP36100M113	PEN	5,907	140.000	1,0028	1019,718	29/09/2009	29/09/2016	6,563	AA	29/09/2015
GLOR2BC7A	PEP36100M071	PEN	5,850	150.000	0,9990	758,322	18/04/2007	18/04/2017	5,875	AA	18/10/2015
GLOR2BC8A	PEP36100M089	PEN	5,983	153.020	1,0077	1020,15	26/10/2007	26/10/2017	6,781	AA	26/10/2015
			6,349								
Tasa Promedio Oblig. En miles de nuevos soles								Valor de mercado de la deuda en miles de soles			
Prestamos			6,43%								
								Valor de Mercado de los Bonos			634.237
Costo Prom Oblig. Bancarias			6,43%					Costo financiero de bonos			6,349%
								Valor de Obligaciones Bancarias			113.082
Instituciones Financieras Presta- mos								Costo financiero de prestamos			6,425%
Scotiabank Perú s.a.a.			45.749	6,43%				Valor de Mercado de la Deuda			747.319
Banco de Crédito del Perú s.a.			51.333	6,43%				Costo financiero total			6,361%
BBVA Continental s.a.			16.000	6,43%							
Total Leasing			113.082								

Fuente: Elaboración propia 2016.

• Cálculo del WACC

	2015	Fuente	Supuestos
<u>Re apalancar betas</u>			
Deuda (000) S/. año 2015 (c)	747.319	Estados financieros	Deuda LP (Parte corriente LP)
Acciones comunes (000) (a)	382.502	Estados financieros	
Cotización de mercado (b)	10,27	BVL	Última cotización año 2015
MKT cap (000) S/. (d)	3.927.033		(a)* (b)
D/E (e)	19,03%		(c)/(d)
Tasa imponible	27%	SUNAT	
Beta des apalancada	0,76	Damodaran mercados emergentes 05/01/2016	Beta des apalancado ajustado por efectivo del sector <i>food procesing</i>
Beta re apalancada	0,86		
<u>Costo de capital (Ke)</u>			
Tasa libre de riesgo (f)	2,97%	BCRP	Tasa de interés de los bonos de EEUU a 30 años. Diciembre 2015
Beta re apalancado (g)	0,86		
Prima por riesgo (h)	4,54%	Damodaran 5/1/2016	Media geométrica (1928-2015)*1
Riesgo país (i)	2,36%	BCRP (Bloomberg y Reuters)	Diciembre 2015
Costo de capital en US\$	9,24%		=f+g*((h+i)-f)
Inflación de EEUU 2015	1,96%	Banco Mundial	Promedio últimos 10 años (2006-2015)
Inflación de Perú	3,07%	Banco Mundial	Promedio últimos 10 años (2006-2015)
Costo de capital ajustado a S/.	9,34%		
<u>Costo de la deuda (Kd)</u>			
Deuda	747.319		
Costo de la deuda	6,36%		
<u>Determinación del Wacc</u>			
MKT cap	3.927.033		
WACC	8,59%		

*1 La media geométrica porque es más adaptable a los picos (los suaviza).

<i>Ejercicios Gravables</i>	Tasas
2015-2016	28%
2017-2018	27%
2019 en adelante	26%
SUNAT	

Fuente: Elaboración propia 2016.

Anexo 14. Flujo de caja descontado - Proyecciones

- Evolución histórica de las variables que influyen en los ingresos de Gloria S.A.

Elemento	Un	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014p	2015p	Prom
Evolución producción nacional (suministro interno)	%	4,3%	7,1%	2,5%	3,7%	4,7%	11,4%	-1,7%	7,4%	5,5%	1,6%	4,0%	3,1%	0,5%	1,5%	3,0%	3,9%
Evolución producción nacional (suministro externo)	%	85,7%	107,7%	70,4%	80,4%	7,2%	29,2%	1,7%	20,5%	-20,6%	32,1%	2,7%	9,2%	-0,6%	16,9%	-8,5%	28,9%
Evolución población nacional total	%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,3%	1,2%
Evolución consumo nacional per cápita kg/persona/año	%	-2,3%	2,6%	-6,3%	1,7%	1,6%	12,1%	-4,7%	4,3%	2,9%	7,0%	-0,1%	12,7%	-8,0%	6,2%	-0,4%	2,0%
Otro uso no alimentos/alimentos	%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	8%	4%	5%	6%	6%	4%	4%	4,6%
crecimiento uso no alimentos	%	2%	17%	8%	0%	8%	9%	10%	3%	88%	-41%	13%	37%	-1%	-28%	1%	8,4%
Evolución precio consumidor leche evaporada	%	0,0%	-0,5%	1,0%	1,0%	2,0%	1,0%	12,9%	7,6%	-2,4%	-0,4%	8,1%	6,0%	1,4%	2,4%	1,7%	2,8%
Evolución precio consumidor leche fresca	%	1,7%	-0,4%	-0,4%	0,8%	1,2%	0,4%	4,4%	6,6%	1,8%	1,4%	11,2%	7,3%	3,5%	5,4%	1,3%	3,1%
Evolución del precio al productor	%	0,4%	1,3%	0,8%	3,7%	3,5%	0,3%	-0,7%	7,2%	5,4%	1,2%	2,9%	5,7%	6,4%	4,0%	2,0%	2,9%

Fuente: Anexo 6. Elaboración propia 2016.

- Proyección de las variables que influyen en los ingresos de Gloria S.A.

Miles de toneladas (aprox. 1 millón de Kg)	Prom. 2001-2015	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidad
Comportamiento de variables internas													
Producción nacional para suministro interno	3,9%	3,0%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	1,0%
Producción nacional para suministro externo	28,9%	-8,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%
Población	1,2%	1,3%											
Consumo per capita de leche	2,0%	-0,4%											
Leche que no va a alimento	0,4%	0,0%											
Precio tn al consumidor	2,9%	2,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
	2012	2013	2014	2015									
Otros ingresos no lácteos	-0,3%	-0,2%	15,7%	20,2%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	1,0%

Fuente: Elaboración propia 2016.

- Proyección de los ingresos de Gloria S.A.

<i>Miles de toneladas (aprox. 1 millón de Kg)</i>	Particip. mercado	Dis-trib. in-gresos	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidad
Tipo de cambio (soles/dólar)			3,41	3,45	3,53	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58
Proyección a nivel nacional para suministro interno														
Producción de lácteos ton (000)			1.914	1.980	2.048	2.118	2.191	2.266	2.344	2.424	2.508	2.594	2.683	2.710
<i>Proyección de la empresa Gloria (presencia en el mercado)</i>														
Producción de lácteos de Gloria ton (000)	80.4%		825	853	882	913	944	977	1.010	1.045	1.081	1.118	1.156	1.168
Precio al consumidor por ton S/.			3.375	3.459	3.545	3.632	3.723	3.815	3.910	4.007	4.106	4.208	4.312	4.420
Ventas nacionales de Gloria		79%	2.783.791	2.950.841	3.127.915	3.315.616	3.514.580	3.725.483	3.949.042	4.186.017	4.437.212	4.703.481	4.985.728	5.16.475
Proyección a nivel nacional para suministro externo														
Producción de lácteos ton (000)			176	179	182	184	187	190	193	196	199	202	205	207
<i>Proyección de la empresa Gloria (presencia en el mercado)</i>														
Producción de lácteos de Gloria ton (000)	86%		62	63	64	65	66	67	68	69	70	71	72	73
Precio al consumidor por ton S/. (US\$ 1400)			4.777	4.831	4.943	5.013	5.013	5.013	5.013	5.013	5.013	5.013	5.013	5.013
Ventas internacionales de Gloria		8.4%	297.142	305.047	316.803	326.109	331.001	335.966	341.006	346.121	351.312	356.582	361.931	365.550
Total de ventas por lácteos de Gloria		88%	3.080.932	3.255.888	3.444.718	3.641.725	3.845.581	4.061.449	4.290.048	4.532.138	4.788.525	5.060.063	5.347.659	5.527.026
Total de venta por no lácteos S/. (000)		12%	438.831	477.794	520.217	566.406	616.697	671.452	731.070	795.981	866.655	943.604	1.027.385	1.037.659
Total de ingresos Gloria			3.519.763	3.733.682	3.964.935	4.208.131	4.462.277	4.732.902	5.021.118	5.328.118	5.655.179	6.003.667	6.375.044	6.564.685

Fuente: Elaboración propia 2016

- Estimación de la amortización de capital de bonos y pagarés

<i>En miles de soles</i>	<i>Importe 2015</i>	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpe- tuidad
Bonos												
Primer programa.-												
Segunda emisión	150.000	0	0	0	30.000	45.000	75.000	0	0	0	0	0
Tercera emisión	140.000	0	0	35.000	70.000	35.000	0	0	0	0	0	0
Cuarta emisión	150.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Quinta emisión	153.020	0	22.953	45.906	53.557	30.604	0	0	0	0	0	0
Segundo programa.-												
Séptima emisión	10.500	7.000	3.500	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Octava emisión	20.000	10.000	10.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Decima emisión	15.600	15.600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de Bonos	639.120	32.600	36.453	80.906	153.557	110.604	75.000	-	-	-	-	-
Pagarés Bancarios												
Scotia bank Perú s.a.a.	45.749	14.924	30.825	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banco de Crédito del Perú s.a.	51.333	51.333	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BBVA Continental s.a.	16.000	8.000	8.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de pagares	113.082	74.257	38.825	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización de deudas finan- cieras	752.202	106.857	75.278	80.906	153.557	110.604	75.000	0	0	0	0	0

* Las deudas que se incurren del año 2016 al 2020 por S/930 millones se amortizan después del año 2035, solo se pagaran los gastos financieras según el EGyP proyectado.

Fuente: Elaboración propia 2016.

- Cuadro de estimación del Capex y del porcentaje de depreciación

<i>En miles de soles</i>	Prom. 2011-2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetui- dad
<u>Conceptos</u>												
Terrenos												
Edificios, plantas y otras construc- ciones												
Maquinaria y equipos												
Muebles, enseres y otros												
Unidades de transporte												
Obras en curso y unidades por recibir												
Total costo In. Maq. y Equipo		2.342.206	2.520.265	2.709.246	2.909.640	3.122.187	3.231.463	3.344.565	3.461.624	3.582.781	3.708.179	3.837.965
Capex por cada año		167.674	178.059	188.981	200.394	212.547	109.277	113.101	117.060	121.157	125.397	129.786
% sobre las ventas	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%						
% sobre Inm. Maq y Equipo							3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Edificios, plantas y otras construc- ciones		*Se ha proyectado del 2016 al 2020 el 4,5% de los ingresos, hasta alcanzar un monto equivalente a los bonos pendientes de emitir por S/930 millones y que pertenecen al plan de inversiones de Gloria s.a. (ver cuadro siguiente capacidad de plantas)										
Maquinaria y equipos		* A partir del 2021 es un porcentaje del total de inmuebles, maquinarias y equipos ya que es un Capex de mantenimiento preventivo 3,5%.										
Muebles, enseres y otros												
Unidades de transporte												
Total depreciación In. Maq. y Equipo		777.135	860.579	950.366	1.046.887	1.150.547	1.261.779	1.376.904	1.496.058	1.619.383	1.747.024	1.879.133
Depreciación por año		77.471	83.444	89.788	96.520	103.660	111.232	115.125	119.154	123.325	127.641	132.109
<u>Porcentaje efectivo de depreciación In. Maq. y equipo neto de deprecia- ción</u>	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
		1.565.071	1.659.686	1.758.879	1.862.753	1.971.640	1.969.685	1.967.661	1.965.566	1.963.398	1.961.154	1.958.832

Fuente: Elaboración propia 2016¹⁹

¹⁹ Durante el 2015 se realizaron proyectos de inversión, destinados principalmente a la ampliación de la línea de producción de derivados lácteos; asimismo, se efectuaron instalaciones y compra de máquinas y equipos para la implementación de la planta de panetones y la planta de leche condensada. Notas a los EEFF 2015.

- Proyección de la capacidad de las plantas (en miles de toneladas)

Plantas de Huachipa y Arequipa	Capacidad Instalada	Capacidad Utilizada	%	% de Utilización	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidad
Leche Evaporada	450,5	411,1	46%	91%											
Queso Fresco	4,0	1,3	0%	33%											
Queso Maduro	4,2	3,6	0%	86%											
Manjar blanco	2,8	1,7	0%	61%											
	461,5	417,7	47%												
Plantas de Huachipa y Arequipa															
Leche UHT/Jugos/Yomost/Yogurello	240,0	143,2	16%	60%											
Yogurt/Refrescos	305,0	205,7	23%	67%											
	545,0	349,0	39%												
Plantas de Trujillo y Cajamarca															
leche evaporada y derivados lácteos (*)	180,9	120,00	14%	66%											
Total de producción	1.187,39	886,68	100%		915,36	945,60	976,85	1.009,17	1.042,57	1.077,10	1.112,80	1.149,70	1.187,85	1.227,29	1.239,92
Capacidad pección leche evaporada	631,39		60%		548,28	566,39	585,11	604,47	624,47	645,16	666,54	688,64	711,50	735,12	742,68

Elaboración propia 2016²⁰

²⁰ Se proyecta que la capacidad utilizada estará al 100% de la instalada en el 2024 en donde se proyecta una producción de lácteos 1,188 miles de toneladas, sin embargo si analizamos solo la capacidad utilizada de la leche evaporada podremos ver que estará al 100% en el 2020, frente a ello Gloria ya viene trabajando un plan de inversiones desde el 2015 en donde emitió bonos por S/443 millones, estando pendiente de emitir bonos equivalentes a S/280 millones (primera emisión) y S/650 millones (2° emisión), los cuales suman un total de S/930 millones para inversión en plantas, que aseguran la producción de leche evaporada de 735 mil toneladas en el 2025 y el crecimiento de la producción a perpetuidad del 1% (ver cuadro de proyección de ingresos), este plan de inversiones incluye:

- En Arequipa: La mudanza y la mejora en la Planta del Alto Siguan por aprox. S/140MM, nueva planta UHT y la adquisición de entre 2,000 y 3,000 hectáreas en la zona de Majes destinados a la ganadería, esto aumentara su producción lechera en la zona.
- En Huachipa: Planta elaboración leche evaporada 0% lactosa y planta de leche condensada.
- En Trujillo: Ampliación de cámaras frigoríficas de la planta la Pascana.

• Estimación de NOF

<i>Ratios/Años</i>	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidad
PMC (Último periodo medio de cobranza)	46	50	52	49	48	49	50	50	49	49	49	49	49	50
PMI (Último periodo medio de Inventario)	95	97	105	100	97	99	100	100	99	99	99	99	99	101
PMP (Último periodo medio de Pago)	(51)	(52)	(59)	(60)	(51)	(55)	(55)	(56)	(55)	(55)	(55)	(55)	(55)	(56)
CCE (días)	90	95	97	90	94	93	94	94	93	94	94	94	93	95
Caja mínima (días de venta)	10	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
<i>Cuentas del NOF</i>	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
(+) Caja mínima ²¹	82.662	42.026	56.172	59.586	63.277	67.158	71.214	75.533	80.132	85.032	90.251	95.813	101.740	104.766
(+) PMC * Ventas/360	388.120	460.833	503.219	512.882	532.241	574.806	616.638	652.065	687.084	728.459	775.842	824.282	874.137	912.986
(+) PMI * Costo de Vta. /360 ²²	591.018	692.457	789.241	788.630	810.268	881.745	943.208	999.548	1.050.820	1.114.306	1.187.898	1.261.593	1.338.064	1.397.135
(-) PMP * Compras/360 ²³	-326.817	-391.128	-452.094	-464.037	-442.874	-497.250	-533.214	-565.481	-594.415	-625.863	-670.601	-712.387	-755.416	-785.147
NOF	652.321	762.163	840.366	837.474	899.635	959.300	1.026.632	1.086.132	1.143.489	1.216.902	1.293.139	1.373.488	1.456.785	1.524.974
Cambio en NOF	69.477	109.842	78.203	(2.891)	62.160	59.666	67.331	59.500	57.357	73.413	76.237	80.349	83.296	68.190

Fuente: Elaboración propia 2016.

²¹ Aproximadamente 6 días de caja mínima como stock de seguridad (días de venta).

²² El costo de venta es un porcentaje del costo de venta

²³ Las compras dependen del inventario final, el inventario final y el costo de ventas que son un porcentaje de las ventas.

- Estimación del % de crecimiento del precio de la leche al consumidor

Producto	% de los ingresos	Pesos aproximados de los costos				Aumento de precios				Suma Total
		Estaño	Maíz, Trigo y Soya	Leche en Polvo	Otros	Estaño	Maíz, Trigo y Soya	Leche en Polvo	Otros	
Evaporada	58%	10	38	9	1	1,4%	0,6%	0,2%		
Leche fresca UHT	9%		6		3		0,1%			
Derivados prod. lácteos	22%		12	2	8		0,2%	0,0%		
Ingresos no lácteos	11%				11					
	100%					1,4%	0,8%	0,2%	0,0%	2,4%

Fuente: Elaboración propia 2016²⁴.

- Porcentajes utilizados para la proyección del Estado de Ganancias y Pérdidas

Valores en miles de S/.	2,011	2012	2013	2014	2015	Prom.
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de Ventas	-77,57%	-75,2%	-73,8%	-77,0%	-77,1%	-76,2%
Ganancia (Pérdida) Bruta	22,4%	24,8%	26,2%	23,0%	22,9%	23,8%
Gastos de Ventas y Distribución	-7,4%	-8,5%	-8,2%	-8,8%	-9,1%	-9,1%
Gastos de Administración	-3,7%	-4,3%	-4,9%	-4,0%	-3,9%	-4,2%
Otros Ingresos Operativos	0,3%	0,7%	0,6%	1,3%	0,7%	0,7%
Ganancia por actividades de operación	11,6%	12,7%	13,8%	11,4%	10,6%	12,0%
Ingresos Financieros	0,3%	0,2%	0,2%	0,0%	0,1%	0,2%
Gastos Financieros	-1,0%	-0,9%	-1,1%	-1,1%	-1,7%	-1,2%
Diferencias de cambio neto	0,21%	0,44%	-0,77%	0,04%	-0,02%	-0,02%
Resultado antes de impuesto a las ganancias	11,1%	12,5%	12,1%	10,4%	8,9%	11,0%
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-3,5%	-3,9%	-3,9%	-3,1%	-2,9%	-3,4%
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio/	7,6%	8,6%	8,3%	7,3%	6,1%	7,6%

Fuente: Estados financieros auditados Gloria. Elaboración propia 2016.

- Otros supuestos

Variable	Supuesto
Producción para consumo externo del sector lácteo (en toneladas)	Se usa data promedio de los últimos quince años. La producción para consumo externo se proyecta que crecerá a una tasa anual de 1,5%. Esto implica que pasará de una producción de 62.000 a 72.000 toneladas al 2025. De acuerdo con la información histórica esta producción origina el 10% de los ingresos totales (se ha considerado 8,41% para la estimación).
Precio al consumidor externo del sector lácteo	Precio de leche al consumidor externo se mantendrá en \$ 1.400 y varía por tipo de cambio (precio promedio ponderado del precio de la leche evaporada y condensada).
No lácteos	Se usa data promedio de los últimos 4 años. Los productos no lácteos se proyecta que crecerá a una tasa anual de 8,9%. De acuerdo con la información histórica esta producción origina el 11% de los ingresos totales (se ha considerado 12% para la estimación).
Gasto venta y distribución	Se considera el % entre las ventas del año 2015. El gasto de venta y distribución será el 9,1% de las ventas.
Gastos Administrativos	Se usa data promedio de los últimos 5 años (% entre las ventas). El gasto administrativo será el 4% de las ventas.
Gastos Financieros	Se usa data promedio de los últimos 5 años (% entre deuda financiera). El gasto financiero será el 6,6% de la deuda financiera.

Fuente: Elaboración propia 2016.

²⁴ Se realiza los siguientes supuestos:

- * El estaño subirá aproximadamente 14%; el Maíz, Trigo y Soya en 1.5%; y el precio internacional de la leche en polvo 2%* Tal como se comentó la leche en polvo representa el 21% del total de leche utilizada en los procesos
- * El Estaño representa el 17% aprox. del costo de producción de la leche evaporada (Valera Díaz 2007).
- * Las importaciones son equivalentes al 11% de los ingresos

• Balance General Proyectado (1-2)

Valores en miles de nuevos soles	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Activos							
Activos Corrientes							
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	59.586	63.277	67.158	71.214	75.533	80.132	85.032
Cuentas por Cobrar Comerciales	512.927	551.555	598.057	635.218	668.911	705.257	751.660
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	36.667	36.667	36.667	36.667	36.667	36.667	36.667
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	78.412	78.412	78.412	78.412	78.412	78.412	78.412
Inventarios	769.134	851.401	912.088	974.328	1.024.768	1.076.873	1.151.740
Otros Activos no financieros	20.651	20.651	20.651	20.651	20.651	20.651	20.651
Total Activos Corrientes	1.477.378	1.601.963	1.713.033	1.816.490	1.904.941	1.997.992	2.124.162
Activos No Corrientes							
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	108.362	108.362	108.362	108.362	108.362	108.362	108.362
Otras Cuentas por Cobrar	2.842	2.842	2.842	2.842	2.842	2.842	2.842
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	8.206	8.206	8.206	8.206	8.206	8.206	8.206
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	1.565.071	1.659.686	1.758.879	1.862.753	1.971.640	1.969.685	1.967.661
Activos intangibles distintos de la plusvalía	15.179	15.179	15.179	15.179	15.179	15.179	15.179
Total Activos No Corrientes	1.699.660	1.794.275	1.893.468	1.997.342	2.106.229	2.104.274	2.102.250
TOTAL ACTIVOS	3.177.038	3.396.238	3.606.501	3.813.832	4.011.171	4.102.266	4.226.412
Pasivos y Patrimonio							
Pasivos Corrientes							
Otros Pasivos Financieros	75.278	80.906	153.557	110.604	75.000	-	-
Cuentas por Pagar Comerciales	413.007	472.742	521.759	544.669	586.292	602.539	649.187
Otras Cuentas por Pagar	219.041	219.041	219.041	219.042	278.109	354.531	353.474
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	5.158	5.158	5.158	5.158	5.158	5.158	5.158
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	-	-	-	-	-	-	-
Total Pasivos Corrientes	712.484	777.847	899.514	879.473	944.559	962.227	1.007.819
Pasivos No Corrientes							
Otros Pasivos Financieros	725.413	822.884	851.903	1.015.632	1.080.000	1.080.000	1.080.000
Cuentas por Pagar Comerciales	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos por impuestos diferidos	85.122	85.122	85.122	85.122	85.122	85.122	85.122
Total Pasivos No Corrientes	810.535	908.006	937.025	1.100.754	1.165.122	1.165.122	1.165.122
Total Pasivos	1.523.019	1.685.853	1.836.539	1.980.227	2.109.681	2.127.349	2.172.941
Patrimonio							
Capital Emitido	382.502	382.502	382.502	382.502	382.502	382.502	382.502
Acciones de Inversión	39.117	39.117	39.117	39.117	39.117	39.117	39.117
Otras Reservas de Capital	76.500	76.500	76.500	76.500	76.500	76.500	76.500
Resultados Acumulados	1.155.900	1.212.266	1.271.843	1.335.486	1.403.372	1.476.798	1.555.353
Total Patrimonio	1.654.019	1.710.385	1.769.962	1.833.605	1.901.491	1.974.917	2.053.472
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3.177.038	3.396.238	3.606.501	3.813.832	4.011.171	4.102.266	4.226.412
Deuda financiera (bonos y prestamos)	800.691	903.790	1.005.460	1.126.236	1.155.000	1.080.000	1.080.000
Nuevo monto Pasivos a LP	155.346	178.377	182.576	274.333	139.368		

Fuente: Elaboración propia 2016.

• Balance General Proyectado (2-2)

Valores en miles de nuevos soles	2023E	2024E	2025E	Perpetuidad	Supuesto de Proyección
Activos					
Activos Corrientes					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	90.251	95.813	101.740	104.766	Del NWK
Cuentas por Cobrar Comerciales	800.023	848.540	899.734	926.238	% prom. móvil últ. 5 años de c x c / vtas
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	36.667	36.667	36.667	36.667	igual último año
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	78.412	78.412	78.412	78.412	igual último año
Inventarios	1.224.056	1.299.131	1.376.996	1.417.273	% prom móvil últ 5 a d inventar/csto d vtas
Otros Activos no financieros	20.651	20.651	20.651	20.651	igual último año
Total Activos Corrientes	2.250.061	2.379.214	2.514.200	2.584.007	
Activos No Corrientes					
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	108.362	108.362	108.362	108.362	promedio últ. 5 años
Otras Cuentas por Cobrar	2.842	2.842	2.842	2.842	igual último año
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	8.206	8.206	8.206	8.206	igual último año
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	1.965.566	1.963.398	1.961.154	1.958.832	se considera el capex y la depreciación
Activos intangibles distintos de la plusvalía	15.179	15.179	15.179	15.179	igual último año
Total Activos No Corrientes	2.100.155	2.097.987	2.095.743	2.093.421	
TOTAL ACTIVOS	4.350.216	4.477.201	4.609.943	4.677.428	
Pasivos y Patrimonio					
Pasivos Corrientes					
Otros Pasivos Financieros	-	-	-	-	notas EFF (Anexo 22)
Cuentas por Pagar Comerciales	692.015	732.759	778.073	792.220	% prom móvil últ 5 años de c x p/compras
Otras Cuentas por Pagar	350.432	346.833	338.218	290.985	considera efectivo faltante q' financia activos
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	5.158	5.158	5.158	5.158	igual último año
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	-	-	-	-	igual último año
Total Pasivos Corrientes	1.047.604	1.084.750	1.121.448	1.088.363	
Pasivos No Corrientes					
Otros Pasivos Financieros	1.080.000	1.080.000	1.080.000	1.080.000	notas EF (Anexo 22) + nuevo financ a LP
Cuentas por Pagar Comerciales	-	-	-	-	
Pasivos por impuestos diferidos	85.122	85.122	85.122	85.122	igual último año
Total Pasivos No Corrientes	1.165.122	1.165.122	1.165.122	1.165.122	
Total Pasivos	2.212.726	2.249.872	2.286.570	2.253.485	
Patrimonio					
Capital Emitido	382.502	382.502	382.502	382.502	igual último año
Acciones de Inversión	39.117	39.117	39.117	39.117	igual último año
Otras Reservas de Capital	76.500	76.500	76.500	76.500	igual último año
Resultados Acumulados	1.639.371	1.729.210	1.825.254	1.925.824	considera utilidad no distribuida
Total Patrimonio	2.137.490	2.227.329	2.323.373	2.423.943	
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	4.350.216	4.477.201	4.609.943	4.677.428	
Deuda financiera (bonos y prestamos)	1.080.000	1.080.000	1.080.000	1.080.000	
Nuevo monto Pasivos a LP					

Fuente: Elaboración propia 2016

- Flujo de Caja Proyectado

Valores en miles de S/.	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidad	Supuesto de Proyección
Ingresos actividades ordinarias	3.733.682	3.964.935	4.208.131	4.462.277	4.732.902	5.021.118	5.328.118	5.655.179	6.003.667	6.375.044	6.564.685	Cuadro de ingresos
Costo de Venta	-2.843.505	-3.019.623	-3.204.837	-3.398.390	-3.604.492	-3.823.993	-4.057.799	-4.306.883	-4.572.285	-4.855.119	-4.999.545	Cuadro de ingresos
Margen Bruto	890.177	945.312	1.003.294	1.063.887	1.128.409	1.197.125	1.270.320	1.348.297	1.431.383	1.519.926	1.565.139	
Gastos de Ventas y Distribución	-340.518	-361.608	-383.788	-406.967	-431.648	-457.934	-485.933	-515.762	-547.544	-581.414	-598.710	% de las ventas del últ. Año
Gastos de Administración	-155.429	-165.055	-175.179	-185.759	-197.025	-209.023	-221.803	-235.418	-249.925	-265.385	-273.280	% prom. de las ventas de 5 años
Otros Ingresos Operativos	27.557	29.263	31.058	32.934	34.932	37.059	39.325	41.738	44.310	47.051	48.451	% prom. de las ventas de 5 años
Depreciación y amortización	77.471	83.444	89.788	96.520	103.660	111.232	115.125	119.154	123.325	127.641	132.109	Cuadro Capex-deprec
EBITDA	499.258	531.356	565.173	600.616	638.327	678.459	717.033	758.010	801.548	847.819	873.709	
Depreciación y amortización	-77.471	-83.444	-89.788	-96.520	-103.660	-111.232	-115.125	-119.154	-123.325	-127.641	-132.109	Cuadro Capex-deprec
EBIT	421.787	447.912	475.385	504.095	534.667	567.227	601.908	638.855	678.224	720.177	741.601	
Ingresos Financieros	6.138	6.519	6.919	7.336	7.781	8.255	8.760	9.298	9.871	10.481	10.793	% prom. de las ventas de 5 años
Gastos Financieros	-53.073	-59.907	-66.646	-74.652	-76.559	-71.587	-71.587	-71.587	-71.587	-71.587	-71.587	% prom. deuda financ de 5 años
Diferencias de Cambio neto	-1.507	-3.091	-1.932	-867	-920	-976	-1.036	-1.099	-1.167	-1.239	-1.276	Cuadro proyección d.c.
Utilidad antes de impuestos	373.346	391.432	413.726	435.913	464.970	502.919	538.045	575.467	615.340	657.832	679.530	
Impuesto a las Ganancias	-108.270	-109.601	-115.843	-117.696	-125.542	-135.788	-145.272	-155.376	-166.142	-177.615	-176.678	
Utilidad neta	265.076	281.831	297.882	318.216	339.428	367.131	392.773	420.091	449.198	480.218	502.853	
EBIT	421.787	447.912	475.385	504.095	534.667	567.227	601.908	638.855	678.224	720.177	741.601	
(-) Impuestos	-122.318	-125.415	-133.108	-136.106	-144.360	-153.151	-162.515	-172.491	-183.120	-194.448	-192.816	
(+) Depreciación y amortización	77.471	83.444	89.788	96.520	103.660	111.232	115.125	119.154	123.325	127.641	132.109	
(-) CAPEX	-167.674	-178.059	-188.981	-200.394	-212.547	-109.277	-113.101	-117.060	-121.157	-125.397	-129.786	Ver cuadro de Capex-% de deprec
(-) Incremento de Capital (NOF)	2.891	-62.160	-59.666	-67.331	-59.500	-57.357	-73.413	-76.237	-80.349	-83.296	-68.190	Ver cuadro de NOF
Flujo de Caja Libre (FCFF)	212.157	165.721	183.418	196.785	221.920	358.674	368.004	392.223	416.922	444.677	482.917	
Tasa Impositiva	-29,0%	-28,0%	-28,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-27,0%	-26,0%	
Crecimiento de las ventas	6,1%	6,2%	6,1%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%	3,0%	
Gastos financieros/ Deuda financiera	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	
ROE	16,0%	16,5%	16,8%	17,4%	17,9%	18,6%	19,1%	19,7%	20,2%	20,7%	20,7%	
Pay Out Ratio (% pago de dividendos)	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	
Dividendos	212.060	225.465	238.306	254.573	271.543	293.705	314.218	336.073	359.359	384.174	402.282	
Número de acciones	421.619	421.619	421.619	421.619	421.619	421.619	421.619	421.619	421.619	421.619	421.619	
Compras	2.804.514	3.101.890	3.265.523	3.460.631	3.654.932	3.876.098	4.132.666	4.379.198	4.647.359	4.932.984	5.039.822	

Fuente: Elaboración propia 2016.

- Ratios proyectados

Liquidez	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perpetuidad
Liquidez Corriente (Activo Corriente/Pasivo Corriente)	2,07	2,06	1,90	2,07	2,02	2,08	2,11	2,15	2,19	2,24	2,37
Prueba Ácida (Activo Corriente - Existencias) / Pasivo Corriente)	0,99	0,96	0,89	0,96	0,93	0,96	0,96	0,98	1,00	1,01	1,07
Prueba de Tesorería (Caja Banco + Valores Negociables) / Pasivo Corriente)	0,08	0,08	0,07	0,08	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,10
Ratios de Gestión											
Días promedio de cobranza (PMC) (CXC a LP y CP/2/Ventas crédito*360)	49,45	48,33	49,17	49,75	49,60	49,26	49,22	49,39	49,43	49,36	50,07
Días promedio de inventario (PMI) (Inventario/Costo de venta*360)	99,84	96,60	99,05	99,92	99,83	98,93	98,86	99,29	99,33	99,22	100,60
Días promedio de pago (PMP)(CXP a LP y CP/2/ (Costo de ventas + Inventario)	59,57	51,40	54,82	55,47	55,70	55,21	54,52	55,13	55,18	55,13	56,08
Ciclo de conversión de efectivo (DPI+DPC-DPP)	89,73	93,53	93,40	94,20	93,73	92,98	93,56	93,55	93,57	93,45	94,59
Rotación de activos (ROA)(Ventas Netas/Activo)	1,18	1,17	1,17	1,17	1,18	1,22	1,26	1,30	1,34	1,38	1,40
Ratios de Solvencia o Apalancamiento											
Solvencia o apalancamiento (Pasivo Total/Patrimonio)	0,92	0,99	1,04	1,08	1,11	1,08	1,06	1,04	1,01	0,98	0,93
Endeudamiento Total (Pasivo Total/total activo)	0,48	0,50	0,51	0,52	0,53	0,52	0,51	0,51	0,50	0,50	0,48
Endeudamiento Activo Fijo (Pasivo no corriente/In. Maq. y Equipo)	0,52	0,55	0,53	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59
Endeudamiento Patrimonial (Capital emitido/Patrimonio)	0,23	0,22	0,22	0,21	0,20	0,19	0,19	0,18	0,17	0,16	0,16
Endeudamiento Patrimonial a Largo Plazo (Pasivo no corriente/Patrimonio)	0,49	0,53	0,53	0,60	0,61	0,59	0,57	0,55	0,52	0,50	0,48
Cobertura de Gastos Financieros (Utilidad Operativa/Gastos Financieros)	7,95	7,48	7,13	6,75	6,98	7,92	8,41	8,92	9,47	10,06	10,36
Ratios de Rentabilidad											
Rentabilidad de los activos (Utilidad Neta/Activos)	8,34%	8,30%	8,26%	8,34%	8,46%	8,95%	9,29%	9,66%	10,03%	10,42%	10,75%
Rentabilidad del patrimonio (Utilidad Neta/Patrimonio)	16,03%	16,48%	16,83%	17,35%	17,85%	18,59%	19,13%	19,65%	20,17%	20,67%	20,75%
Margen Operativo (Res. Operacional/Ventas)	13,37%	13,40%	13,43%	13,46%	13,49%	13,51%	13,46%	13,40%	13,35%	13,30%	13,31%
Margen Neto (Utilidad Neta/Ventas)	7,10%	7,11%	7,08%	7,13%	7,17%	7,31%	7,37%	7,43%	7,48%	7,53%	7,66%

Fuente: Elaboración propia 2016.

Anexo 15. Sensibilización de las principales variables del flujo de caja descontado

Se ha realizado la sensibilización de las variables WACC, el costo de venta, participación en el mercado, precio de leche al productor, producción suministro interno y perpetuidad. Analizando cómo afecta cada variable al precio de la acción, cada variable se ha analizado independientemente y tomando en consideración que no hay movimiento en las demás variables.

WACC	Valor acción Inversión	Valor acción Común	Costo de venta /ventas	Valor acción Inversión	Valor acción Común	Participación en mercado	Valor acción Inversión	Valor acción Común
						77,00%	6,59	11,47
7,11%	10,13	17,63	-73,80%	8,83	15,36	77,50%	6,62	11,53
7,36%	9,40	16,36	-74,00%	8,66	15,06	78,00%	6,65	11,58
7,86%	8,17	14,22	-74,50%	8,23	14,32	78,50%	6,68	11,63
8,36%	7,19	12,51	-75,00%	7,80	13,57	79,00%	6,72	11,69
8,59%	6,80	11,83	-75,50%	7,37	12,82	79,50%	6,75	11,74
			-76,16%	6,80	11,83	80,00%	6,78	11,79
			-76,50%	6,51	11,32	80,50%	6,81	11,85
			-77,00%	6,08	10,58	81,00%	6,84	11,90
			-77,57%	5,59	9,72	81,50%	6,87	11,95
						82,00%	6,90	12,01
Precio d leche al productor	Valor acción Inversión	Valor acción Común	Pcción suministro interno	Valor acción Inversión	Valor acción Común	Perpetuidad (g)	Valor acción Inversión	Valor acción Común
0,0%	5,96	10,37	0,5%	5,83	10,14	1,2%	5,37	9,35
0,5%	6,12	10,65	1,0%	5,98	10,41	1,7%	5,67	9,87
1,0%	6,28	10,93	1,5%	6,14	10,68	2,2%	6,02	10,47
1,5%	6,45	11,23	2,0%	6,30	10,97	2,7%	6,42	11,18
2,0%	6,63	11,53	2,5%	6,47	11,26	3,1%	6,80	11,83
2,5%	6,81	11,85	3,0%	6,64	11,56	3,6%	7,36	12,81
3,0%	7,00	12,17	3,5%	6,83	11,88			
3,5%	7,19	12,51	4,0%	7,01	12,20			
4,0%	7,39	12,86						
4,5%	7,60	13,22						

Fuente: Elaboración propia 2017²⁵

²⁵El Wacc de Gloria y subsidiarias en bloomberg es 7.11%. El resto de las sensibilizaciones se ha hecho tomando en cuenta el rango de crecimientos del 2011 al 2015.

En la perpetuidad se ha tomado en cuenta el crecimiento poblacional, como lo mínimo que podría crecer la industria.

Anexo 16. Método de múltiplos

- Empresas comparables

	Grupo Lala	Danone	Fonterra Co-Operative	Parmalat SpA	China Mengniu Dairy Co. Ltd.	Ultrajaya Milk	Bega Cheese
Medidas de valorización							
Capitalización del mercado (diario-Billonés)	5,76	48,01	9,47	4,33	6,32	1,02	0,685
Valor de la empresa (Billonés)	5,29	57,26	16,85	4,15	6,18	0,898	0,738
Precio/Ventas	2,1	1,95	0,53	0,67	0,86	2,97	0,57
Precio/Valor en libros	3,99	3,61	1,39	1,37	1,9	4	2,09
Valor de la empresa/Ventas	1,93	2,32	0,94	0,64	0,84	2,62	0,62
Valor de la empresa/EBITDA	13,35	13,4	10,48	8,98	11,18	11,69	11,57
Aspectos financieros destacados							
Rentabilidad							
Margen Neto	8,32%	7,91%	3,93%	2,37%	4,83%	14,69%	2,41%
Margen Operativo	11,87%	13,86%	6,37%	4,57%	4,58%	19,00%	3,47%
Gestión							
Retorno de los activos	10,85%	5,71%	3,77%	3,66%	2,87%	14,73%	4,56%
Retorno del Capital	16,67%	14,99%	10,98%	4,70%	9,86%	22,53%	8,99%
Estado de ganancias y pérdidas							
Ingresos (Billonés)	2,75	24,64	17,94	6,47	7,38	342,93M	1,2B
Ingresos por acción	1,11	8,01	11,21	3,51	1,9	0,12	7,84
Utilidad Bruta (Billonés)	N/A	12,17B	3,33B	N/A	N/A	1,38T	153M
EBITDA (Millones-Billonés)	396,34M	4,27B	1,61B	462M	552,58M	76,81M	63,82M
Ingresos por acción diluida	0,09	0,63	0,44	0,08	0,09	0,02	0,19
Estado de Situación financiera							
Total efectivo (Millones-Billonés)	483,71M	3,19B	338M	587,9M	1,98B	105,68M	9,66M
Total de Deuda (Millones-Billonés)	14,27M	12,65B	7,73B	404,7M	1,68B	7,44M	62,73M
Deuda/Capital	0,98	94,54	111,89	12,72	41,95	2,97	19,14
Cash Flow Statement							
Flujo de caja Operativo	335,76M	2,83B	2,61B	367M	287,22M	63,39M	58,98M
Flujo de caja disponible apalancado	185,36M	1,55B	577M	219,8M	-315,8M	47,24M	14,13

Fuente: Yahoo finance (2016). Elaboración propia 2017

- **Breve descripción de empresas comparables**

A continuación, una breve descripción de las empresas que se tomaron en cuenta para las empresas comparables en el método de múltiplos, y la razón porque algunas no se tomaron en cuenta:

- 1 Bega Cheese Limited; fundada en 1899 y tiene su sede en Australia. Procesa, fabrica y distribuye productos lácteos y productos asociados principalmente en Australia. La compañía opera en dos segmentos, Bega Cheese y Tatura Milk. El segmento de queso Bega fabrica queso natural, queso procesado, polvos y mantequilla, así como paquetes de productos de queso. El segmento de Leche Tatura fabrica y envasa queso crema, mantequilla, polvos y productos nutricionales. La compañía también opera como un empaquetador de contrato de cheddar natural y queso cheddar procesado para las corporaciones; Y está involucrado en el contrato de empaque para las marcas privadas de propiedad, las marcas de la casa de supermercados, y los insumos de materias primas QSR, así como productos para otras empresas lecheras en sus marcas.
- 2 China Mengniu Dairy Company Limited; fundada en 1999 y tiene su sede en Causeway Bay, Hong Kong. Comercializa líquidos productos lácteos, productos de helado, leche en polvo y otros, se dedica a la fabricación y distribución de productos lácteos. La compañía también fabrica, distribuye y vende bebidas a base de plantas. Comercializa sus productos lácteos a través de 2 marcas.
- 3 Danone; fundada en 1899 y tiene su sede principal en Francia, distribuye productos lácteos frescos (yogur, postres, fórmulas para bebe), de nutrición medicinal, agua y otros de menor índole. Tiene plantas de producción en Rusia, Ucrania y Kazajistán. La compañía ofrece sus productos a través de 10 marcas. Es una de las más importantes compañías de nutrición infantil del mundo. Su principal producto es el yogurt (fabricando todo tipo de yogurt).
- 4 Fonterra Co-operative Group Limited; fundada en 2001 y tiene su sede en Auckland, Nueva Zelanda, distribuye productos lácteos (queso, manteca, yogur, leche, ingredientes). La compañía ofrece sus productos a través de 7 marcas (incluye Anchor). Es el principal exportador de ingredientes lácteos. Su proceso empieza en establos cuidados por expertos nutriólogos, sistemas de ordeña, producción, empaque y distribución.
- 5 Grupo LALA, S.A.B.; fundada en 1949 y tiene su sede en Gómez Palacio, México, distribuye productos lácteos (leche, yogur, queso, crema, mantequilla), postres (gelatina, flan, natillas y arroz con leche) y otros de menor índole. Distribuye en México, Guatemala y Nicaragua. Su proceso empieza en establos cuidados por expertos nutriólogos, sistemas de ordeña, producción, empaque y distribución.
- 6 Laive S.A., fundada en 1910 y tiene su sede en Perú. Comienza comercializando mantequilla y queso, para luego incursionar en el yogurt, jugos y los derivados cárnicos. No se ha incluido en la lista de empresas comparables para el método de múltiplos porque sus acciones no cotizan en la bolsa de valores, solo un tipo de acción común que ha tenido 2 movimientos.
- 7 Meiji Holdings Co.; fundada en 1906 y tiene su sede en Tokio, Japón. Fabrica y vende productos lácteos (leche fresca y en polvo, queso, helados, fórmula para bebés), productos de confitería, productos farmacéuticos, productos animales, azúcar y edulcorantes de maíz, las operaciones de transporte, etc. Además, la empresa se dedica a la investigación y el desarrollo, productos químicos agrícolas y medicamentos veterinarios. Meiji es una marca paraguas en ella hay mucha otras, tiene una amplia gama de productos, por lo que no se ha incluido en la lista de empresas comparables para el método de múltiplos.
- 8 Morinaga Milk Industry Co.; fundada en 1917 y tiene su sede en Tokio, Japón. Produce y vende varios productos lácteos (leche, helado, fórmula para bebés, ingredientes y otros), dietas líquidas; y bebidas no lácteas, suplementos y productos farmacéuticos; productos de nutrición infantil; y otros. Además, está involucrado en la fabricación y venta de alimentos para animales; y el diseño y construcción de equipos de la planta. No se dedica principalmente a lácteos, por lo que no se ha incluido en la lista de empresas comparables para el método de múltiplos.
- 9 Nestlé Perú; no cotiza en bolsa, mientras que Nestlé S.A. cotiza en bolsa sin embargo empresa de alimentos más grande del mundo vende café, sazoadores, sopas instantáneas, mostazas, marca de cosméticos L'Oreal, leche, bebidas, comida para perros, productos medicinales, helados, dulces, etc. No se dedica principalmente a lácteos, por lo que no se ha incluido en la lista de empresas comparables para el método de múltiplos.
- 10 Parmalat S.A.; fundada en 1961 y tiene su sede en Collecchio, Italia. Acopia, produce, comercializa y distribuye leche y productos lácteos (leche UHT, yogur, postres, queso) y jugos. Comercializa sus productos a través de 7 marcas.
- 11 Saputo; fundada en 1954 y tiene su sede en Montreal (Canadá), produce, distribuye productos lácteos (queso y leche), Saputo comercializa sus productos a través de más de 20 marcas. Es uno de los diez procesadores de lácteos más importantes del mundo, uno de los mayores fabricantes de queso y es uno de los mayores productores de larga duración en almacén y de los productos lácteos cultivados. Los productos de Saputo son más gourmet, se especializa principalmente en todo tipo de queso, para la clase A, por lo que no se ha incluido en la lista de empresas comparables para el método de múltiplos.

- 12 The Kraft Heinz Company; fundada en 2013 y tiene su sede en Pittsburgh, Pennsylvania; fabrica y comercializa queso procesado, confitería, café y galletas, condimentos y salsas, quesos y productos lácteos, comidas, carnes, bebidas refrescantes, café, frutos secos, los aderezos, comidas envasadas, productos de nutrición infantil. Ofrece sus productos bajo más de 20 marcas. No se dedica principalmente a lácteos, por lo que no se ha incluido en la lista de empresas comparables para el método de múltiplos.
- 13 Ultrajaya Industria de la Leche & Trading Company Tbk; fundada en 1958 y tiene su sede en Bandung, Indonesia. La compañía produce y vende varios productos de bebidas, como leche, zumos de frutas, té, bebidas tradicionales y bebidas saludables. También produce leche condensada endulzada, leche en polvo y concentrados de jugo de frutas tropicales. La empresa ofrece productos lácteos, leche condensada azucarada; productos de té bajo, bebidas saludables y el té verde. Ofrece sus productos bajo aproximadamente 7 marcas. Además, se dedica a actividades agrícolas y comerciales, así como a servicios de flete y otros servicios.

Anexo 17. Método para el cálculo de las acciones comunes y de inversión

• Empresas comparables

Ítem	Empresas	Acciones Comunes	Acciones Inversión	Relación acciones inversión/comunes
1	Alicorp S.A.A.	7,80	4,39	0,56
2	Cementos Pacasmayo S.A.A.	5,63	3,86	0,68
4	Compañía Universal Textil s.a.	0,5	0,30	0,59
5	Corporación Aceros Arequipa s.a.	0,76	0,59	0,78
8	Industria Textil Piura s.a.	0,41	0,10	0,25
	Promedio			0,57

• Cálculo del valor de la acción común y de inversión

Acciones de Gloria

Acciones comunes	382.502,15
Acciones de inversión	39.117,11
Total de acciones	421.619,25

Acciones equivalentes de Gloria

Acciones comunes	382.502,15
Acciones de inversión (comunes eq.)	22.479,56
Total de acciones	404.981,71

METODO FLUJO DE CAJA DESCONTADO

Valor patrimonial de Gloria	4.792.848,94
Precio acción de común	11,83
Precio acción de inversión	6,80
Valor patrimonial x acc comunes	4.526.809,39
Valor patrimonial x acc de inversión	266.039,55
Total Valor patrimonial hallado	4.792.848,94

METODO DE MULTIPLOS

Valor patrimonial de Gloria	4.335.867,98
Precio acción de común	10,71
Precio acción de inversión	6,15
Valor patrimonial x acc comunes	4.095.194,35
Valor patrimonial x acc de inversión	240.673,63
Total Valor patrimonial hallado	4.335.867,98

Fuente: Elaboración propia 2017²⁶.

26 Se hizo una lista de todas las empresas del mismo sector (industrial) que cotizaran en BVL; que tuvieran tanto acciones comunes, como de inversión; y que su composición accionarial no difiera mucho con Gloria. Luego se determinó el precio promedio de las acciones comunes y las acciones de inversión del año 2013 al 2015 data diaria.

Bibliografía

- Agalaped (2009). “Boletín electrónico Vida Láctea”. Distribuido por la asociación de ganaderos lecheros del Perú – AGALAPED, Centro peruano de estudios Sociales – CEPES N°.48 enero-abril 2009. Fecha de consulta: 12/12/2016. <http://www.cepes.org.pe/cendoc/cultivos/leche/20090400/Vida_Lactea_48_ene_abr_2009.pdf>
- Agrodata (2016). “La mejor información sobre Comercio Exterior Agropecuario del Perú”. Sección Exportaciones e importaciones 2016. Fecha de Consulta: 01/09/2016, <<http://www.agrodataperu.com>>
- América Economía. (2015). Ranking de empresas multilatinas. Fecha de consulta: 15/05/2016. <<http://rankings.americaeconomia.com/multilatinas-2015/>>
- BCRP (2016). *Encuesta de Expectativas Macroeconómicas del PBI*. Lima - Perú: Departamento de Indicadores de Actividad Económica, BCRP. Fecha de consulta: 13/11/2016. <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/encuesta-de-expectativas-macroeconomicas.html>>
- Bolsa de Valores de Lima – BVL (2016). *Empresas con valores listados – Gloria S.A.* Fecha de consulta: 01/09/2016. <<http://www.bvl.com.pe/mercempresas.html>>.
- Burkenroad Perú (2011). *Reporte Financiero Gloria S.A.* Lima-Perú: Gloria.
- BVL. (2016). Bolsa de Valores de Lima. Memoria Anual de Gloria 2015. Fecha de consulta: 14/05/2016, <http://www.bvl.com.pe/inf_corporativa36100_GLORIAI1.html>
- Centrum (2011). *Valorización de Laive*. Lima: Laive
- Centrum (2011). *Reporte Financiero Gloria*. Lima: Bunkenroad latinoamericano (Perú).
- Class & Asociados (2016). *Fundamentos de Clasificación de Gloria S.A. sobre EEFF a setiembre de 2016*. Fecha de publicación: 25/11/2016 Fecha de consulta: 30/11/2016. <http://www.smv.gob.pe/Frm_InformeClasificacion.aspx?data=C9FDB7869F5B99A09EB84F948F24D4CD486A5E4572>
- Class & Asociados S.A. (2015). *Fundamento de Clasificación de riesgo Gloria S.A. sobre EEFF del 2015*. Fecha de publicación: 27/05/2016. Fecha de consulta: 01/10/2016. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20Class.pdf>>.
- Danone (2016). *Productos lácteos frescos*. Fecha de consulta: 05/09/2016. <<http://www.danone.com/es/para-todos/actividades/productos-lacteos-frescos/>>
- Dean Foods Company (2016). *Nuestra compañía*. Fecha de consulta: 05/09/2016. <<http://www.deanfoods.com/our-company.aspx>>
- Diario Gestión (14 de junio de 2016). “Grupo Gloria invertirá US\$ 40 millones en mudanza de su planta lechera de Arequipa”. *Gestión*. Versión impresa.

- Diario La República (2012). “Situación de la industria láctea en el Perú”. *La República*. Fecha de consulta: 05/09/2016. Fecha de publicación: 11/09/2012. <<http://larepublica.pe/infografias/situacion-de-la-industria-lactea-en-el-peru-11-09-2012>>.
- Dirección general de industrias básicas (2012). *Análisis del sector lácteo en México*. Fecha de consulta: 10/08/2016. <http://www.economia.gob.mx/files/comunidad_negocios/industria_comercio/informacionSectorial>
- Dirección general de políticas agrarias - DGPA (Junio 2016). “Sistema de franja de precios”. *Boletín del Ministerio de Agricultura y Riego*, 2016-1. Diseño & Edición digital DGPA-DEEIA., página 1-4.
- Unión Internacional de Trabajadores de la Alimentación, Agrícolas, Hoteles, Restaurantes, Tabaco y Afines – UITA (25 de 11 de 2010). *Principales compañías y cooperativas lácteas mundiales (ordenadas según las ventas en miles de millones de EUR en 2009)*. División del sector lácteo de la UITA. Fecha de consulta: 20/08/2016. <<http://www.iuf.org/sites/cms.iuf.org/files/Dairy%20companies%20chart%202010-es.pdf>>
- El Comercio (17 de octubre de 2012). “Arancel para la leche en polvo ha subido a 21%, advierten industriales”. *El Comercio*. Lima: Grupo El Comercio. Versión impresa.
- Gloria (2005). *Acopio de leche fresca Grupo Gloria*. Fecha de consulta: 01/09/2016. <<http://infolactea.com/wp-content/uploads/2015/03/219.pdf>>.
- Gloria S.A. (2011, 2012, 2013, 2014 y 2015). *Hechos de importancia*. Fecha de consulta: 30/12/2016. <http://www.bvl.com.pe/inf_hhii36100_R0xPUklBSTE.html>.
- Grupo Lala (s.f.). *Productos*. Fecha de consulta: 05/09/2016. <<http://lala.com.mx/productos.php>>
- INALE - Instituto Nacional de Leche Montevideo-Uruguay (2016). “Cómo están posicionadas las empresas lácteas en latina”. Fecha de consulta: 19/08/2016. <<http://www.inale.org/innovaportal/v/3772/4/innova.front/como-estan-posicionadas-las-empresas-lacteas-de-america-latina.html>>
- indexmundi.com. (2016). *Índice de precios de los commodities*. Fecha de consulta: 30/11/2016. <<http://www.indexmundi.com/http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=corn>>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática - INEI. (2016). *Población y vivienda 2016*. Fecha de consulta: 05/09/2016. <<https://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/poblacion-y-vivienda/>>
- J.M.J SRL. (2011). *Historia*. Fecha de consulta: 05/09/2016. <<http://jnj.com.pe/historia.html>>.

- Laive S.A. (2015). *Laive vive más*. Fecha de consulta: 05/09/2016, de <<http://laive.com.pe/nuestra-historia/>>
- Meiji Holdings Co. Ltd. (05 de 09 de 2016). “Acerca del grupo Meiji” Obtenido de <<http://www.meiji.com/corporate/#>>
- MilkPoint, en base a “Agricultura pecuaria y abastecimiento” (16 de 12 de 2014). <<http://www.agricultura.gov.br/assuntos/insumos-agropecuarios/insumos-pecuarios>>
- Morinaga Milk Industry Co. (2016). *Consumo de productos*. Fecha de consulta: 05/09/2016. <<https://www.morinagamilk.co.jp/english/>>
- Nestlé Perú S.A. (Agosto 2010). *Productos Nestlé*. Fecha de consulta: 05/09/2016. <<http://www.nestle.com.pe/productos>>
- Parmalat (s.f.). *Productos*. Fecha de consulta: 05/09/2016. <<http://www.parmalat.com.co/blog/category/nuestros-productos/>>
- Perulactea (2011). “Miguel Caillaux: “Buscamos una Relación más Justa y Equitativa con la Industria Láctea””. Perulactea. Fecha de publicación: 11/05/2011. Fecha de consulta: 05/09/2016 <<http://www.perulactea.com/2011/05/11/miguel-caillaux-buscamos-una-relacion-mas-justa-y-equitativa-con-la-industria-lactea/>>
- FAO (2016). “Balance alimentario y población”. *Organizacion de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura*. Fecha de consulta: 19/08/2016 <<http://www.fao.org/faostat/es/#data/FBS>> y <<http://www.fao.org/agriculture/dairy-gateway/recursos-de-informacion/es/#.V7cL-PnhDIU>>
- Paredes, Zaldívar, Burga & Asociados S.C.R.L. (29 de enero de 2016). Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2015 y de 2014 junto con el dictamen de los auditores independientes. Lima, Perú.
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Piskulich, R. (2016). “Ganaderos lecheros aseguran que han perdido 90 millones”. *El Comercio*. Fecha de publicación: 11/09/2012. Fecha de consulta: 16/11/2016. <<http://elcomercio.pe/economia/peru/ganaderos-lecheros-aseguran-que-han-perdido90-millones>>.
- Saputo. (s.f.). *Productos*. Fecha de consulta: 05/09/2016. <<http://www.saputo.com/consumers/products/default.aspx?id=138&langtype=3084>>
- Sistema integrado de estadísticas agrarias (2015, 2014, 2013). *Valor bruto de la producción agropecuaria*. Fecha de consulta: 19/08/2016. <<http://siea.minag.gob.pe/siea/?q=publicaciones/valor-bruto-de-la-produccion-agropecuaria-vbp>>

- Yahoo finance (2016). *Búsqueda financiera por empresas*. Fecha de consulta: el 15/08/2016. <<https://finance.yahoo.com>>.

Conclusiones y recomendaciones

- La empresa Gloria pertenece al grupo Gloria, uno de los grupos más influyentes en el Perú.
- Gloria tiene una participación en las importaciones de 75%, en las exportaciones de 86%, y una presencia en el mercado de lácteos de 81%.
- Las acciones que se cotizan en bolsa son las acciones de inversión, sin derecho a voto, por un valor de 39 millones de soles.
- Las tres empresas que ofertan aproximadamente el 90% leche de vaca en el Perú son Nestlé, Gloria y Laive.
- Como resultado del análisis realizado, producto de la documentación revisada y de las entrevistas a funcionarios de Gloria, el precio de acción promedio sería S/ 6,48.
- Se recomienda comprar las acciones de Gloria con respecto a diciembre de 2015 (S/ 5,9), pues habría un aumento de 9.83%.

Nota biográfica

Rosa Rocio Ortiz Cerna

Nació en Lima, el 28 de enero de 1979. Contadora Pública Colegiada, egresada de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Cuenta con un diplomado en Finanzas en la Pontificia Universidad Católica del Perú y con una maestría en Finanzas Corporativas por la Universidad Pacífico.

Tiene más de 15 años de experiencia en contabilidad, tesorería y finanzas. Ha trabajado 4 años para el sector público y 9 años para el sector privado. Actualmente se desempeña como Asesora independiente de gestión contable, administrativa y financiera y como Jefa de Tesorería en el Touring y Automóvil Club del Perú.