



“VALORIZACIÓN LECHE GLORIA S.A.”

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

Presentado por

**Sr. Edgard Fabio Córdova Pacheco
Sr. Edgart Alejandrino Veggro Cabrera
Sr. Eric Hernando Trujillo Bravo**

Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Márquez

2018

Dedicatoria

Dedicamos el presente trabajo de investigación a nuestras familias y a todas las personas que de una u otra manera nos apoyaron y motivaron a lograr este importante objetivo, lo que nos compromete a seguir superándonos. Este logro también es de ellos.

Resumen ejecutivo

El objetivo de la presente investigación es hallar el valor fundamental de la empresa Leche Gloria S.A. (en adelante, Gloria o la Empresa) al cierre del 2017, teniendo como referencia el precio cotizado por dicha empresa al mismo periodo. Para este fin, utilizamos el método de flujo de caja descontado tomando en consideración como fuentes de información los estados financieros auditados de los periodos 2008 al 2017, además de fuentes como Class & Asociados, Apoyo & Asociados, Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), Bolsa de Valores de Lima (BVL), Ministerio de Agricultura y Riesgo (MINAGRI) y herramientas como el Bloomberg. Adicionalmente se utilizó también el método de múltiplos comparables.

En el primer método, se empleó el valor del WACC calculado de 9,72% y un CAPM de 11,36%, con lo cual obtenemos un valor para la acción de inversión de Gloria de 7,90 soles frente a un precio de 6,5 soles al cierre del 2017.

Para el método de múltiplos comparables se analizaron 4 empresas que cumplen con indicadores de similitud con Gloria, obteniendo resultados de 9,61 para EV/Ventas y 9,12 para EV/ EBITDA. Los resultados obtenidos reflejan el posicionamiento en el mercado nacional de una de las empresas históricas y más emblemáticas que tenemos en el Perú y que pese a haber tenido un traspié “reputacional” por el caso *Pura Vida* (para mayor detalle se presenta el anexo 1), sigue manteniéndose como una marca sólida. Lo descrito marca el lineamiento por el cual el grupo que presenta el presente trabajo escoge la empresa para el análisis respectivo.

Finalmente, dado que el valor obtenido resulta mayor al precio de cierre de 2017 de S/ 6,5, y considerando los aspectos cualitativos tan fuertes y marcados de la empresa en el mercado, se recomienda mantener la acción.

Índice

Índice de tablas.....	vi
Índice de gráficos.....	vii
Índice de anexos.....	viii
Capítulo I. Introducción.....	1
Capítulo II. La empresa.....	2
1. Grupo económico y empresas relacionadas.....	2
2. Descripción del negocio.....	3
2.1 Línea de negocio y productos.....	3
2.2 Marca Gloria.....	4
2.3 Plantas, ubicación y capacidad de producción.....	5
2.4 Proveedores.....	6
2.5 Canales de distribución.....	7
2.6 Fases del proceso productivo.....	7
2.7 Clientes.....	7
3. La acción.....	8
4. Política de dividendos.....	9
5. Responsabilidad social.....	10
6. Gobierno corporativo.....	10
Capítulo III. El macroambiente, análisis de la industria y posición competitiva.....	12
1. La macroeconomía.....	12
1.1 PBI total y por sectores.....	12
2. La industria.....	13
3. Exportaciones e importaciones.....	14
4. Consumo per cápita.....	16
5. Análisis PESTE.....	16
6. Análisis de Porter.....	17
7. Análisis FODA de Gloria.....	18
8. Posición competitiva.....	18
9. Estrategia.....	18
9.1 Objetivos estratégicos.....	19

10.Propuesta de valor.....	19
Capítulo IV. Análisis financiero.....	20
1. Evolución de las ventas.....	20
2. Deuda.....	21
3. Ratios financieros.....	22
3.1Liquidez.....	23
3.2Gestión.....	23
3.3Solvencia.....	23
3.4Rentabilidad.....	23
4. Análisis DUPONT	24
5. Análisis de M-Score y Z-Score.....	24
Capítulo V. Riesgos	25
1. Riesgo financiero	25
2. Riesgo no financiero.....	25
Capítulo VI. Valorización.....	26
1. Métodos de valorización	26
1.1Método de Flujo de Caja Descontado (FCD).....	26
1.1.1 Supuestos para la proyección de estados financieros.....	26
1.1.2 Supuestos para la proyección de las ventas por regresión.	26
1.1.3 Estados financieros proyectados.....	27
1.1.4 Estimación del WACC.....	27
1.1.5 Supuestos para el Flujo de Caja Descontado	27
1.1.6 Análisis de sensibilidad – Simulación Monte Carlo	28
2. Método de múltiplos comparables	28
Conclusiones y recomendaciones	29
1. Conclusiones.....	29
2. Recomendaciones	29
Bibliografía.....	30
Anexos.....	36
Notas biográficas.....	66

Índice de tablas

Tabla 1.	Composición de acciones	2
Tabla 2.	Ventas por líneas de productos – Gloria (en miles de S/)	4
Tabla 3.	<i>Ranking</i> de marcas más consumidas 2016-2017	5
Tabla 4.	Dividendos distribuidos y PAYOUT (en miles de S/)	9
Tabla 5.	Producto Bruto Interno (PBI) de América Latina y el Caribe, 2017	12
Tabla 6.	Variaciones % de PBI por sectores productivos – Perú	13
Tabla 7.	Variación porcentual de valor bruto de la producción pecuaria – Perú.....	13
Tabla 8.	Exportación de leche evaporada 2017	14
Tabla 9.	Participación en exportación por empresa.....	15
Tabla 10.	Análisis PESTE	17
Tabla 11.	Valorización por cada fuerza – Porter	17
Tabla 12.	Estructura de capital (en miles de S/)	21
Tabla 13.	Relación de bonos emitidos - Gloria	22
Tabla 14.	Ratios financieros	22
Tabla 15.	Análisis M-Score y Z-Score - Gloria.....	24
Tabla 16.	Cálculo del WACC.....	27
Tabla 17.	Resultado de valorización por Flujos de Caja Descontados (en miles de S/)	28
Tabla 18.	Resultado de valorización por múltiplos comparables (en miles de S/)	28

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Detalle del proceso productivo	7
Gráfico 2.	Comparativo del precio del IGBVL versus precio de la acción	8
Gráfico 3.	Dividendos distribuidos y PAYOUT.....	10
Gráfico 4.	Participación en exportación por empresa.....	15
Gráfico 5.	Leche en polvo descremada – Participación % 2016	15
Gráfico 6.	Leche en polvo descremada – Importación anual TM	16
Gráfico 7.	Evolución de las ventas, costo de ventas y margen bruto.....	20
Gráfico 8.	Estructura de capital (en miles de S/)	21
Gráfico 9.	Amortización de deuda financiera (en millones de S/).....	22
Gráfico 10.	Ratios financieros Gloria.....	24
Gráfico 11.	Análisis DUPONT	24
Gráfico 12.	Composición del WACC Gloria.....	27

Índice de anexos

Anexo 1.	Caso <i>Pura Vida</i>	37
Anexo 2.	Organigrama del Grupo Gloria y composición de subsidiarias.....	38
Anexo 3.	Ubicación geográfica de plantas industriales	38
Anexo 4.	Evolución de la capacidad de producción versus capacidad instalada	39
Anexo 5.	Acopio de leche en TM por principales departamentos	40
Anexo 6.	Composición de ventas por canales de distribución	40
Anexo 7.	Fases generales del proceso productivo.....	41
Anexo 8.	Acciones que realizan en el marco de responsabilidad social	41
Anexo 9.	Análisis del mercado de leche industrializada en el Perú.....	42
Anexo 10.	Desarrollo del análisis PESTE.....	43
Anexo 11.	Desarrollo del análisis de Porter.....	48
Anexo 12.	Desarrollo de la propuesta de valor de Gloria	50
Anexo 13.	Estados financieros históricos Gloria 2013-2017.....	51
Anexo 14.	Identificación de riesgos y las acciones que realiza Gloria	52
Anexo 15.	Desarrollo de supuestos para proyección de estados financieros	53
Anexo 16.	Desarrollo de supuestos para la proyección de ventas por regresión	55
Anexo 17.	Estados financieros proyectados – 10 años	57
Anexo 18.	Desarrollo del cálculo del WACC	58
Anexo 19.	Desarrollo de supuestos para el Flujo de Caja Descontado.....	61
Anexo 20.	Análisis de sensibilidad Monte Carlo.....	62
Anexo 21.	Desarrollo del Método de Múltiplos Comparables.....	63
Anexo 22.	Limitaciones del estudio.....	65

Capítulo I. Introducción

Este trabajo de investigación tiene como principal propósito de estudio la valorización de Gloria, empresa que forma parte del GRUPO GLORIA que es uno de los grupos económicos más importantes del Perú. En concreto, nuestra investigación busca determinar el valor de la empresa en comparación al precio de mercado, usando las metodologías aprendidas.

En el capítulo II, se presenta la descripción de la empresa donde veremos las líneas de negocios, líneas de productos, aspectos como la marca, plantas y capacidad de producción, y toda la cadena productiva (proveedores, distribución, proceso productivo y clientes). Así también, se analizará la acción, política de dividendos y presentaremos el marco de responsabilidad social y gobierno corporativo en el que se encuentra Gloria.

En el capítulo III, desarrollaremos el macroambiente y la industria donde se encuentra Gloria, además de realizar el análisis estratégico tanto externo como interno mediante los métodos PESTE, las 5 fuerzas de Porter y FODA.

En el capítulo IV, abordaremos el análisis financiero sobre la base de los estados financieros separados y auditados de Gloria y con ello también analizamos la evolución de las ventas, deuda financiera (pagarés y bonos) y ratios financieros (liquidez, gestión, solvencia y rentabilidad).

En el capítulo V, analizaremos los riesgos y el impacto de estos en Gloria, los cuales están divididos en financieros y no financieros, poniendo mayor énfasis en el riesgo de crédito y “reputacional”, respectivamente.

En el capítulo VI, se presenta la valoración de Gloria. Determinamos los supuestos usados sobre los cuales descansan los fundamentos para el cálculo del costo promedio de capital (WACC), costo de la deuda (K_d), costo de capital (K_e) y los usados en las proyecciones para aplicar el método del flujo de caja descontado (FCD), con lo que finalmente determinamos el valor de la empresa. Se realizó el análisis mediante el método de los múltiplos comparables y se complementó con el análisis de sensibilidad de Monte Carlo.

Finalmente, realizamos las conclusiones y recomendación producto del presente trabajo.

Capítulo II. La empresa

Gloria fue fundada en el año de 1941 y desde entonces se ha convertido en una empresa de crecimiento sostenido y de constante expansión, siendo el líder en el sector de lácteos y dedicándose en la actualidad a la industria de preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar toda clase de productos alimenticios.

El capital social de Gloria es de S/ 382.502.016 representado por igual número de acciones comunes de valor nominal de S/ 1,00. Gloria cotiza en la Bolsa de Valores de Lima a través de GLORIAI1 donde cuenta con S/ 39.117.107 de acciones de inversión a valor nominal de S/ 1,00, las cuales se encuentran íntegramente emitidas y pagadas. La empresa forma parte del Grupo Gloria, el cual es un importante conglomerado industrial de capital peruano con presencia en Perú, Bolivia, Colombia, Ecuador, Argentina y Puerto Rico.¹

El Grupo cuenta con cuatro divisiones de negocio:

- **Alimenticio (LECHE GLORIA S.A.).**
- Cementero.
- Agroindustrial.
- Cajas y Empaques.

1. Grupo económico y empresas relacionadas

Al 31 de diciembre del 2017, Gloria tiene como sus principales accionistas a Gloria Foods JORB del Perú, que posee el 75,54% del accionariado y que también forma parte del referido grupo económico, seguido de Silverstone Holding Inc. de las Islas Vírgenes con 11,22%.

Acciones Comunes	%
Gloria Foods - JORB S.A.	75.54
Silverstone Holdings Inc.	11.22
Racionalización Empresarial S.A.	8.84
Otros	4.40
	100

Fuente: Class & Asociados 2017

Otros inversionistas detrás de Gloria son Racionalización Empresarial S.A. (Perú) con el 8,84%, Vito Rodríguez Rodríguez (Perú) con 2,63%, Jorge Rodríguez Rodríguez (Perú) con 1,71% y otros inversionistas peruanos con el 0,05%.

¹ Apoyo & Asociados (2017).

El organigrama del grupo, así como la participación de los principales directores y la composición subsidiaria se encuentran desarrolladas en el anexo 2

2. Descripción del negocio²

Gloria se dedica a la industria de preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar toda clase de productos y derivados lácteos, productos alimenticios compuestos por frutas, legumbre y hortalizas, aceites y grasas a partir de sustancia animales y vegetales, productos cárnicos, elaboración y conservación de pescado y de productos de pescado y toda clase de productos alimenticios y bebidas en general. Asimismo, podrá dedicarse a la prestación de servicios de asesoría estratégica y podrá constituir depósitos aduaneros autorizados, públicos o privados.

Los principales productos que comercializa son: 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. Los ingresos ascienden a S/ 3.431 millones al cierre del año 2017 y con ello alcanza una participación de alrededor del 72%, donde el principal producto es la leche evaporada que representa el 57% al cierre del 2017 del total de los ingresos.

2.1 Línea de negocio y productos

La compañía presenta tres líneas de negocio:

- **Lácteos (leche evaporada, fresca Ultra Heat Treated – UHT y otros).**
- Derivados lácteos (yogures, quesos, mantequilla, entre otros).
- Otros productos (jugos, refrescos, mermelada, café, panetones, conservas de pescado y *snacks*).

La primera línea de negocio **LÁCTEOS** (Leche evaporada y Leche fresca UHT) es la más importante con el 67% del total de ventas al cierre del 2017. La segunda línea **DERIVADOS LÁCTEOS** (yogures, quesos, mantequillas, entre otros) con un 22% al cierre del 2017.

Ventas por líneas de productos: Los productos que Gloria ofrece al mercado, al ser productos de primera necesidad, tienen como público objetivo todos los segmentos y edades. Cabe resaltar la gran capacidad que tiene la empresa por desarrollar nuevos productos y lanzarlos al mercado. A continuación, se presentan los principales productos comercializados por la empresa:

² Memoria Anual 2017. Leche Gloria S.A. (2017).

Tabla 2. Ventas por líneas de productos - Gloria (En miles de S/)

Categorías	2015	Participación %	2016	Participación %	2017	Participación %	Variación % 2016/2015	Variación % 2017/2016
1. LECHE EVAPORADA	2,021,544	57%	1,990,111	56%	1,967,987	57%	-1.55%	-1.11%
2. LECHE FRESCA UHT	327,771	9%	334,873	9%	342,985	10%	2.17%	2.42%
3. YOGURT	588,696	17%	580,967	16%	514,710	15%	-1.31%	-11.40%
4. OTROS	581,752	17%	628,582	18%	605,713	18%	8.05%	-3.64%
Derivados Lacteos	182,212	5%	235,133	7%	227,151	7%	29.04%	-3.39%
Bebidas No Carbonatadas	130,188	4%	148,726	4%	136,282	4%	14.24%	-8.37%
Envases Metálicos	25,307	1%	29,865	1%	25,906	1%	18.01%	-13.26%
Mercaderías	80,372	2%	109,018	3%	124,407	4%	35.64%	14.12%
Otros - No Giro	163,673	5%	105,840	3%	91,967	3%	-35.33%	-13.11%
TOTAL GENERAL	3,519,763	100%	3,534,533	100%	3,431,395	100%	0.42%	-2.92%

Descomposición de las Categorías de productos	
Derivados Lacteos:	Queso, Leche en Polvo, Crema Leche, Base helados, Mantequilla, Manjarblanco, Condensada.
Bebidas no carbonatadas:	Jugos, refrescos, Té, Agua.
Envases Metálicos	Hojalata
Mercaderías	Conservas, Café, Mermelada, Compota, Azúcar, Panetón, Cereales, Barra de Cereal, Modificadores Lácteos, Gelatina, Snacks
Otros - No Giro	Agropecuarios, Inseminación, Servicios Corporativos, Otros.

Fuente: Memoria Anual Gloria 2015, 2016 y 2017 - Extraído de SMV

Gloria busca incrementar la cartera de sus productos con el objetivo de satisfacer las necesidades, cada vez más demandantes, de sus clientes y consumidores finales, siendo por ello que comercializa varias marcas como Gloria, Bonlé, Bella Holandesa, La Mesa, Multilac, Tampico, Aruba, Yomost, Soy vida, café Mónaco, Milkito y Chicolac, siendo muchas de estas, tanto propias como privadas (pertenecientes a otras empresas) como por ejemplo: Bella Holandesa y Yomost, ambos de origen neozelandés (Friesland), de otro lado Tampico y Soy Vida, ambos de origen colombiano. Cuenta también con una gama diversificada de productos como leche evaporada, leche fresca UHT en caja y en bolsa, yogures, quesos, base de helados, crema de leche, manjar blanco, mantequilla, mermelada, jugos, refrescos, café y conservas de pescado.³

2.2 Marca Gloria

Según el estudio *Brand Footprint*⁴ 2017 realizado por Kantar WorldPanel, la marca Gloria se encuentra en el primer lugar del *ranking* de “las marcas más elegidas en el momento de la compra”.

La marca Gloria para el cierre del año 2017 alcanzó los 338 CRP⁵ que lo ubican en el primer lugar del *ranking*, lugar que ostenta por sexto año consecutivo debido a que la marca se encuentra

³ Leche Gloria S.A. Grupo Gloria 2017

⁴ El *Brand Footprint* es un estudio mundial que mide el grado de conexión que existe entre los consumidores y las marcas de consumo masivo.

⁵ CRP: *Consumer Reach Point*, un indicador calculado con tres variables: la población del país, la penetración (cuántos hogares compran la marca en un año) y la frecuencia de compra de la marca

diversificada en distintos rubros del sector alimenticio, participando en el mercado de lácteos, conservas de atún, jugos en caja, etc.

Tabla 3. Ranking de marcas más consumidas 2016-2017

Puesto	Marca	2016	2017	Var. %
1	Gloria	366	338	-7.7%
2	Ajinomoto	105	103	-1.9%
3	Elite	103	92	-10.7%
4	Doña Gusta	90	92	2.2%
5	Inca Kola	94	85	-9.6%
6	Sapolio	72	73	1.4%
7	Sibarita	76	71	-6.6%
8	Nescafé	75	65	-13.3%
9	Don Vittorio	65	63	-3.1%
10	Bolívar	71	62	-12.7%

Fuente: Kantar World Panel - 2018

La posición de Gloria se logra por la estrategia de prevalecer una sola marca para todas sus líneas de productos lo cual incrementa y refuerza la penetración y frecuencia de compra.

2.3 Plantas, ubicación y capacidad de producción⁶

Para sus actividades, Gloria cuenta con seis plantas industriales en el país, siendo las más importantes por nivel de producción y capacidad instalada la de Lima y Arequipa:

1. **Huachipa (Lima)**, complejo industrial de recepción y procesamiento de leche, en donde se produce leche evaporada, derivados lácteos (yogur, quesos, mantequillas, entre otros), jugos de fruta; así como envases y embalajes;
2. **Arequipa**, donde funciona una unidad de evaporización de leche y de producción de leche evaporada para la región sur del país;
3. **Majes (Arequipa)**, donde se concentra, evapora y pre-trata la leche fresca UHT, proveniente de los ganaderos de la zona, que es transportada a las plantas industriales de Huachipa o de Arequipa;
4. **Arequipa II**, donde se elabora yogur y refrescos líquidos, reforzando las operaciones descentralizadas de Gloria;
5. **Cajamarca**, donde se concentra leche fresca UHT y se elaboran derivados lácteos (como queso, mantequilla y manjar blanco); y,
6. **Trujillo**, donde se acopia, procesa y evapora leche fresca UHT, proveniente de las regiones de Cajamarca, La Libertad, Lambayeque y Ancash, para ser trasladada al Complejo Industrial de Huachipa (Lima).

⁶ Class & Asociados (2017).

Se presenta la ubicación geográfica de las plantas industriales a nivel nacional de Gloria en el anexo 3.

Capacidad instalada⁷

Las plantas industriales de Huachipa y Arequipa cuentan con capacidad instalada para afrontar la producción total de leche evaporada de la empresa. Al cierre del 2017, la producción total de la empresa bordeó el 80% del total de capacidad de estas 2 plantas. En cuanto a la producción total de derivados lácteos y otros productos se encuentra dentro del 60% de la capacidad instalada

La evolución de la capacidad de producción vs. capacidad instalada de las distintas líneas de negocio en los 2 últimos años se puede ver en el anexo 4.

El acopio de leche

La leche cruda, principal insumo de Gloria constituye una de las actividades más relevantes dentro de su meticulosa y variada cadena de producción. Gloria posee la red de recolección de leche más grande del Perú.

Gloria a través de sus 23 centros de acopio y enfriamiento, recibe la leche fresca de cerca de 18.500 proveedores (se estima que a nivel nacional existen alrededor de 20.000 productores de leche fresca). De este modo, la Empresa cuenta con una amplia cobertura a nivel nacional que constituye una de sus principales fortalezas y barrera de entrada a otros competidores.

El detalle del acopio de leche en toneladas métricas por principales departamentos se muestra en el anexo 5.

2.4 Proveedores⁸

Los principales proveedores nacionales de materia prima de Gloria son los ganaderos de las cuencas lecheras del Sur y Norte:

- Sur: Ica, Arequipa, Moquegua, Tacna y Lima
- Norte: Cajamarca, Lambayeque y La Libertad

Asimismo, la empresa importa materia prima e insumos de proveedores extranjeros, principalmente leche descremada en polvo (Pil Andina S.A. – Bolivia), leche entera en polvo (Pil Andina

⁷ Class & Asociados (2016 y 2017).

⁸ Apoyo & Asociados (2017).

S.A. – Bolivia), suero de mantequilla, hojalata (uno de los mayores productos importados) y otros. Los principales países de donde provienen las importaciones de materia prima e insumos son: Japón (27%), Bolivia (12,8%), Nueva Zelanda (10,4%) y EEUU (8,9%).

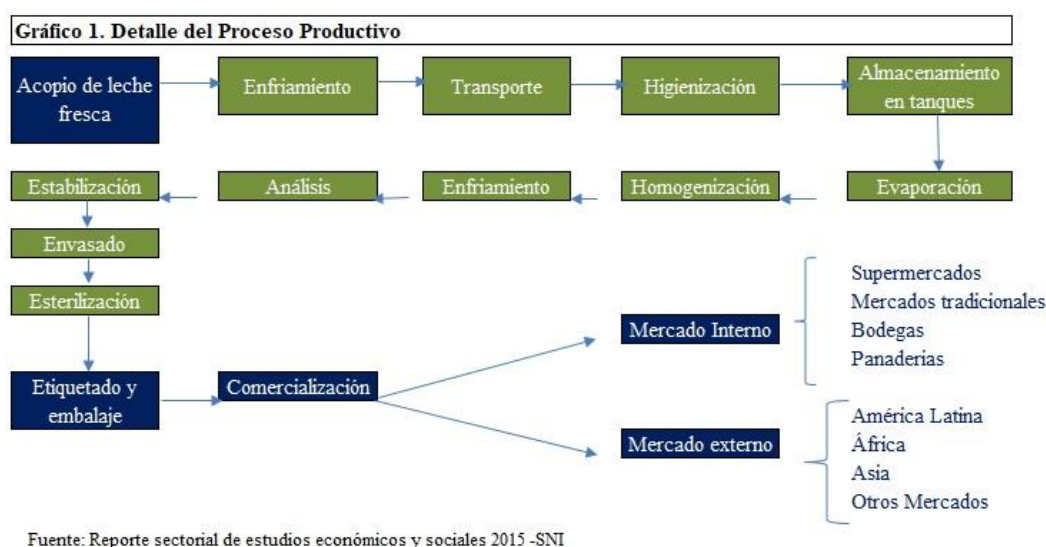
2.5 Canales de distribución⁹

La empresa comercializa sus productos a través de diversos canales, incluyendo a su afiliada Deprodeca-Distribuidora Exclusiva de Productos de Calidad S.A.C., empresa subsidiaria de Gloria Foods Jorb S.A. quien desde el 2003, empezó a proveer servicios a Gloria en las áreas comerciales de ventas nacionales, exportación, *marketing* y distribución. Deprodeca cuenta con oficinas y almacenes en las ciudades de Lima, Piura, Chiclayo, Trujillo, Cajamarca, Tarapoto, Huancayo, Ica, Arequipa, Cuzco, Juliaca y Tacna.

La composición de las ventas por canales de producción se desarrolla en el anexo 6.

2.6 Fases del proceso productivo¹⁰

Las fases generales del proceso productivo se detallan en el anexo 7.



2.7 Clientes¹¹

Gloria comercializa sus productos a través de diversos canales: distribuidores, supermercados, mayoristas, incluyendo a su afiliada Deprodeca. Como parte de la estrategia de Gloria de

⁹ Estados Financieros Leche Gloria 2016-2017-

¹⁰ Proceso productivo de leche evaporada 2017. Tomado de “Reporte sectorial. Fabricación de leche evaporada” - SNI (Sociedad Nacional de Industrias)

¹¹ Apoyo & Asociados (2017).

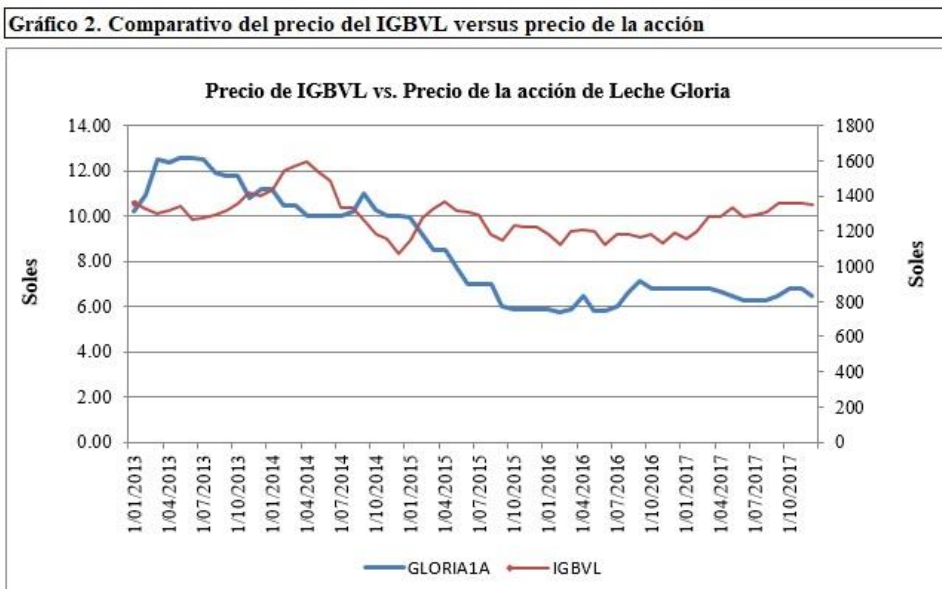
acercarse al mercado de manera directa, Deprodeca ha venido reduciendo su participación en la venta de productos para concentrarse en el servicio de comercialización y distribución.

Así, a partir del reciente esquema de comercialización, Deprodeca pasó a representar el 7,9% de las ventas del último año (aproximadamente el 30% de las ventas en periodos previos), mientras que las cadenas de supermercados (sin considerar a los mercados mayoristas) mantienen una participación relativamente estable en su conjunto, y si bien no es canal principal, registra cierto poder de negociación.

3. La acción¹²

A diciembre de 2017, la empresa mantiene 382.502.106 acciones comunes, suscritas y pagadas, a un valor nominal de un sol por acción; estas acciones no se encuentran listadas en la bolsa de valores de Lima o extranjero. También consta de 39.117.107 acciones de inversión, cuyo valor nominal es un sol por acción, encontrándose registradas y pagadas en la Bolsa de Valores de Lima.

Las acciones de inversión de la compañía tuvieron una cotización de S/ 6,50 por acción al cierre del 2017. Por su lado, la frecuencia de negociación o indicador de presencia promedio fue de 20% en el 2017, lo cual refleja la baja liquidez de la acción registrando un importe transado de S/ 109.575,20.



Fuente: Bolsa de valores de Lima 2017
Elaboración propia 2018

¹² Bolsa de Valores de Lima – BVL (2017).

Se muestra el comparativo de la cotización de Gloria versus el IGBVL desde enero del 2013 al cierre del 2017, donde se puede apreciar que la variación fue negativa en ambos casos pero que Gloria fue más pronunciada que el IGBVL.

El Precio de la acción de Gloria inicio con S/ 10 el 31 de enero del 2013 alcanzando un pico de S/ 12,60 en junio del 2013¹³, y a partir de esta fecha la tendencia es a la baja, cerrando a cierre del mes de diciembre del 2017 con S/ 6,50. Y en relación con el precio medio de IGBVL notamos que en abril del 2014 comienza un descenso constante del precio medio de IGBVL, a partir de esta fecha las variaciones casi se mantienen en el mismo sentido.

4. Política de dividendos¹⁴

La política de dividendos está aprobada por la sociedad, y establece que esta distribuirá dividendos una vez por ejercicio, los cuales deben ser acordados por la Junta General de Accionistas. Las utilidades retenidas de ejercicios anteriores que sean de libre disposición se distribuirán vía dividendo, para lo cual se podrá disponer de hasta el 60% de dichas utilidades, previa aprobación de la Junta General de Accionistas.

Tabla 4. Dividendos distribuidos y PAYOUT (En miles de S/)					
	2013	2014	2015	2016	2017
Ganancia (pérdida) neta del ejercicio	250,965	244,903	214,014	216,100	207,400
Dividendos Pagados	200,000	151,523	156,870	220,500	150,307
Payout-Utilidad (ratio)	80%	62%	73%	102%	72%
Acciones Comunes	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502
Acciones de Inversión	39,117	39,117	39,117	39,117	39,117

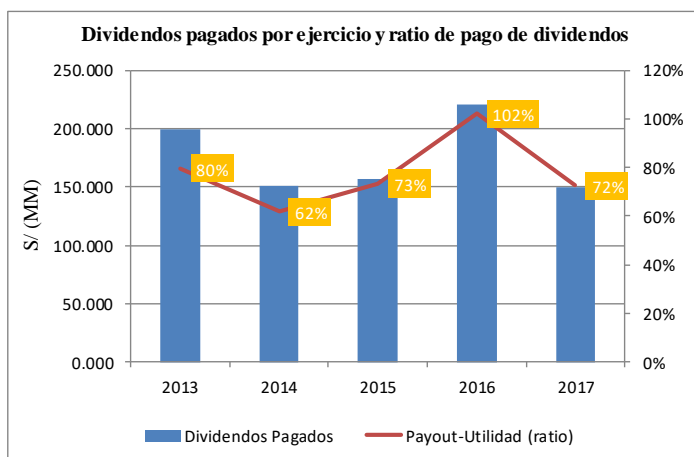
Fuente : Estados Financieros Gloria S.A. 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017 - Extraído de la SMV

Elaboración propia 2018

¹³ En el 2013 se tenía perspectivas positivas para el PBI y del consumo interno de América Latina, indicadores macroeconómicos clave para la industria. Se realizaron además, en los años 2012 y 2011, inversiones de activo fijo para ampliación de línea de producción de derivados lácteos, construcción de nueva planta de yogur y ampliación de fábrica de envases, todo esto con la finalidad de incrementar capacidad de producción y optimizar procesos productivos (Fuente: Reporte Financiero CENTRUM 2013).

¹⁴ Estados Financieros Gloria 2016-2017.

Gráfico 3. Dividendos distribuidos y PAYOUT



Fuente : Estados Financieros Gloria
Elaboración propia 2018

5. Responsabilidad social¹⁵

Gloria es partícipe de un sistema social en el que interactúa. Todas sus decisiones y actos son congruentes con dicho sistema social. Contribuyen a la permanencia y renovación de los recursos naturales, así como al progreso de las comunidades en las que actúan.

La participación e involucramiento de Gloria se desarrolla principalmente en las comunidades en donde se desenvuelve y esencialmente en actividades que abarcan la ganadería, la agricultura, la educación, salud, saneamiento y otros que contribuyen al cuidado del medio ambiente además del bienestar de la comunidad.

Las acciones que realizan dentro del marco de responsabilidad social se encuentran mejor detalladas en el anexo 8.

6. Gobierno corporativo

Según la OECD¹⁶, existen 5 elementos clave que se debe cumplir:

Fortalecimiento de directorio.

Administración de riesgo y control interno.

Transparencia en la información.

¹⁵ Gloria S.A.2017
Bolsa de Valores de Lima – BVL (2017).

¹⁶ OECD: Fundada en 1961, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) agrupa a 36 países miembros y su misión es promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo.

Protección de derechos de miembros.

Sostenibilidad y permanencia de los principios.

Según lo indicado, Gloria cumple con mantener un buen gobierno corporativo de acuerdo con los estándares requeridos, obteniendo puntajes adecuados en la última auditoría en la mayoría de los 31 principios¹⁷ establecidos, con solo algunas observaciones como:

- Principio 24 - Funciones de alta Gerencia: Remuneración fija y no variable con lo que no toma en consideración los resultados de la sociedad.
- Principio 9 - Reglamento de Junta General de Accionistas: No tiene.
- Principio 18 - Reglamento de Directorio: No tiene.
- Principio 19 - Directores independientes: No cumple con al menos un tercio de Directores independientes (empresa familiar).

¹⁷ Reporte sobre el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas (10150) – BVL (2017).

Capítulo III. El macroambiente, análisis de la industria y posición competitiva

1. La macroeconomía

En este apartado daremos un vistazo al panorama macroeconómico regional, medido por la producción total y por sectores, hasta llegar al sector pecuario, en donde se encuentra contenido el sector lácteo.

1.1 PBI total y por sectores¹⁸

Al ser la leche un producto perteneciente a la canasta familiar depende directamente de la fluctuación del PBI, por lo que analizamos este indicador desde su aspecto más macro hasta desagregarlo al sector específico.

La región de América Latina y El Caribe tuvo en su conjunto decrecimiento de -1% en el 2016 y un ligero crecimiento de 1,1% en el 2017, siendo el Perú el tercero en crecimiento después de Bolivia y Paraguay si comparamos el 2016 alcanzado en promedio de los últimos 10 años una tasa de crecimiento de 4,9%.

Tabla 5. Producto Bruto Interno (PBI) de América Latina y El Caribe, 2017

País o región	Crecimiento del PBI	
	2016	2017
América Latina y El Caribe	-1.0	1.1
Argentina	-2.2	2.0
Bolivia	4.3	4.0
Brasil	-3.6	0.4
Chile	1.6	1.4
Colombia	2.0	2.1
Ecuador	-1.5	0.7
Paraguay	4.1	4.0
Perù	3.9	2.5
Uruguay	1.5	3.0
Venezuela	-9.7	-7.2
América del Sur	-2.4	0.6

Fuente: Datos Banco Mundial 2017

Elaboración propia 2018

Fuente: BCRP (2017).

En cuanto al Perú y a nivel local, el sector construcción es el que más aportó, pese a la caída de 2015-2016, seguida por el sector comercio 6,5%.

Por su parte el sector agropecuario tuvo sus mejores años entre el 2010 y el 2012, y luego de una caída el 2014 ha venido levantando, pero sin volver a los niveles de los años señalados.

¹⁸ Banco Central de Reserva del Perú - BCRP (2017).
MINAGRI: Ministerio de Agricultura y Riego - Sistema Integrado de Estadística.

Tabla 6. Variaciones % de PBI por sectores productivos - Perú

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio 10 años
Agropecuario	3.3	8.0	1.3	4.3	4.1	5.9	2.7	1.6	3.5	2.6	2.8	3.6
Pesca	9.3	3.0	-3.4	-19.6	52.9	-32.2	24.8	-27.9	15.9	-10.1	4.7	1.6
Minería	4.2	8.1	1.0	1.3	0.6	2.8	4.9	-0.9	9.5	16.3	3.2	4.6
Manufactura	10.6	8.6	-6.7	10.8	8.6	1.5	5.0	-3.6	-1.5	-1.4	-0.2	2.9
Electricidad y agua	9.2	8.1	1.1	8.1	7.6	5.8	5.4	4.9	5.9	7.3	1.1	5.9
Construcción	16.6	16.8	6.8	17.8	3.6	15.8	9.0	1.9	-5.8	-3.1	2.3	7.4
Comercio	10.3	11.0	-0.5	12.5	8.9	7.2	5.9	4.4	3.9	1.8	1.0	6.0
Servicios 1/	8.7	8.7	3.6	8.8	7.0	7.3	6.1	5.1	4.1	4.0	3.3	6.1
PBI TOTAL	8.5	9.1	1.0	8.5	6.5	6.0	5.8	2.4	3.3	4.0	2.5	4.9

Fuente: Estadísticas, cuadros anuales históricos - BCR 2018

Dentro del sector pecuario, tenemos la carne de pollo y huevo como los que mejor variación porcentual tienen, así como la carne de cerdo. En cuanto a la leche cruda de vaca, se aprecia un mantenimiento en general de sus variaciones con un ligero decremento el 2016, siendo su promedio de variación de 1,9%.

Tabla 7. Variación porcentual de valor bruto de la producción pecuaria - Perú

Principales productos	Variación porcentual				
	2012/ 2011	2013/ 2012	2014/ 2013	2015/ 2014	2016/ 2015
Vacuno	5.4	1.9	1.9	2.1	-0.5
Llama	2.7	0.9	-2.5	-0.7	1.7
Alpaca	2.0	4.4	-3.3	-5.2	-1.5
Ovino	6.9	9.5	3.5	3.1	1.5
Caprino	9.1	-2.7	-4.6	3.6	2.1
Porcino	2.9	5.1	5.5	6.5	3.0
Pollo	5.8	5.6	2.3	6.0	0.1
Otras aves	20.4	-0.7	3.3	2.1	24.7
Leche cruda de vaca	2.3	0.4	2.9	2.4	1.7
Huevo de gallina	0.8	10.6	2.0	9.4	2.9
Lana de ovino	-0.8	-14.5	-2.6	-4.7	0.4
Fibra de llama	2.9	-2.4	8.4	-12.8	-5.9
Fibra de alpaca	7.0	-7.4	-5.5	0.4	-1.9

Fuente: Sistema integrado de estadística - MINAGRI 2017

2. La industria

La industria de leche en el Perú se encuentra concentrada en la producción de leche evaporada y pasteurizada y en un segundo plano en los derivados lácteos.

La producción nacional de leche en el Perú sigue en crecimiento continuo donde al cierre del 2017 alcanzó los 2,01 millones TM que significaron un crecimiento del 2,9% con respecto al año 2016, donde la producción nacional llegó a 1,95 millones TM. El promedio de la tasa de crecimiento de los últimos 4 años es de 2,7% y según las proyecciones del Ministerio de Agricultura y Riego, se

estima que al 2021 se alcanzó la meta de 2,7 millones TM lo que contribuiría a que el mercado siga creciendo.

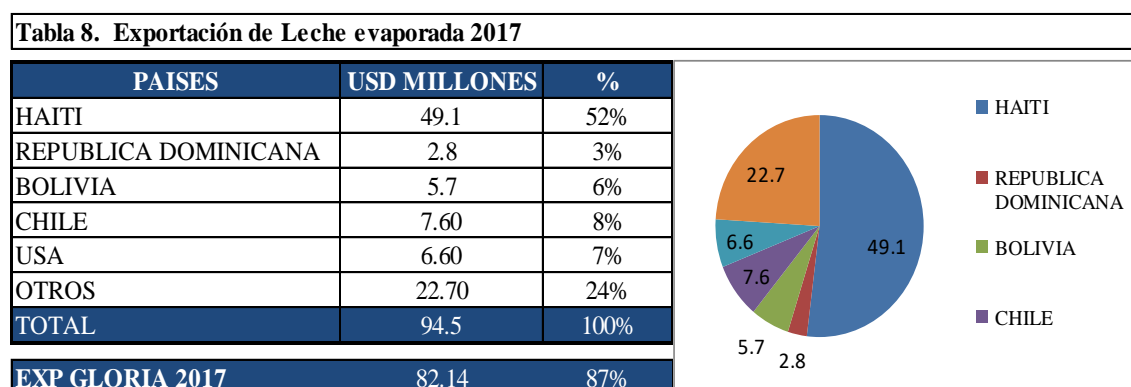
Según la Oficina de Estudios Económicos del Ministerio de la Producción (2017), la industria láctea en el Perú aporta el 0,4% del valor agregado nacional y el 2,3% de la industria manufacturera total. Asimismo, emplea al 0,2% de la Población Económicamente Activa Ocupada (PEA Ocupada) al 2016, resultado ligeramente mayor a la del año 2015. En esta industria, la producción de leche representa el 92,9% de la producción total industrial, seguido muy atrás por la producción de crema de leche (5,8%) y queso (1,3%). Esta distribución, podría sustentarse en el hecho de que su consumo se encuentra muy arraigado en nuestra sociedad, como consecuencia de que la leche es uno de los alimentos principales en la vida de las personas por su potencial nutricional. Se presenta el análisis del mercado total de leche industrializada en el anexo 9.

3. Exportaciones e importaciones¹⁹

Exportaciones

Al 2017, la exportación de leche evaporada en todo el mercado peruano ascendió a USD 94,5 MM, de los cuales Gloria exporta el 87% del total, USD 82 MM, siendo la principal empresa exportadora de este producto a nivel nacional, siendo Haití el principal mercado con un 49% de participación, seguido por Chile y USA, con 8% y 7% respectivamente.

Las ventas de leche evaporada de Gloria al 2017 fueron USD 592,77 MM, de los cuales lo exportado significa un 13,8%.



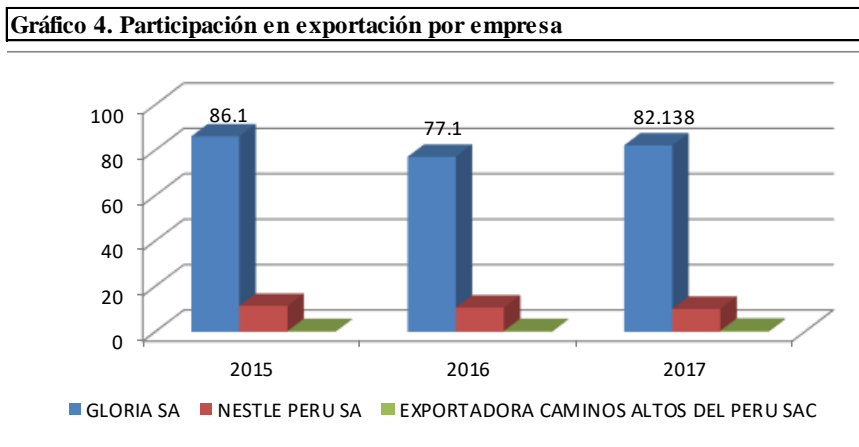
Fuente: Asociación de Ganaderos de Lima 2017
Elaboración propia 2018

¹⁹ AGRODATA PERÚ 2017.
Asociación de Ganaderos de Lima.

A nivel nacional, Gloria mantiene su liderazgo también en las exportaciones, con una participación del 89% del total exportado al cierre del 2017.

EMPRESA	2015	2016	2017	%
GLORIA SA	86.1	77.1	82.1	89%
NESTLE PERU SA	11.4	10.7	10.1	11%
EXPORTADORA CAMINOS ALTOS DEL PERU	0.31	0.31	0.45	0%
	97.8	88.1	92.7	100%

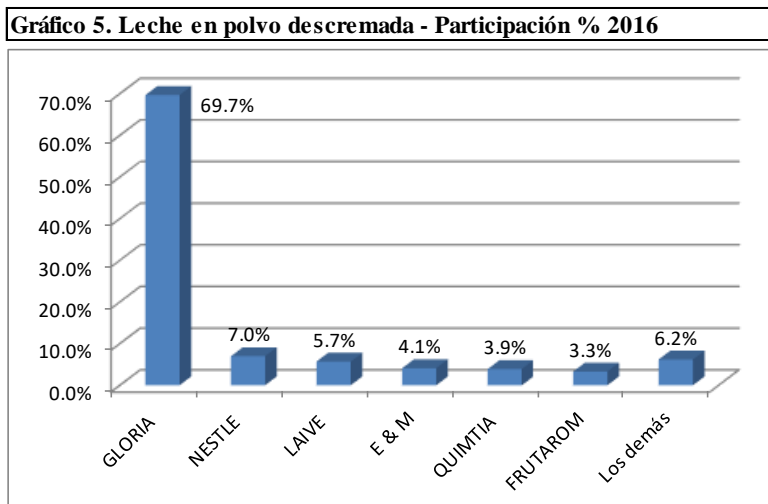
Fuente: Asociación de Ganaderos de Lima 2017



Fuente: Asociación de Ganaderos de Lima 2017

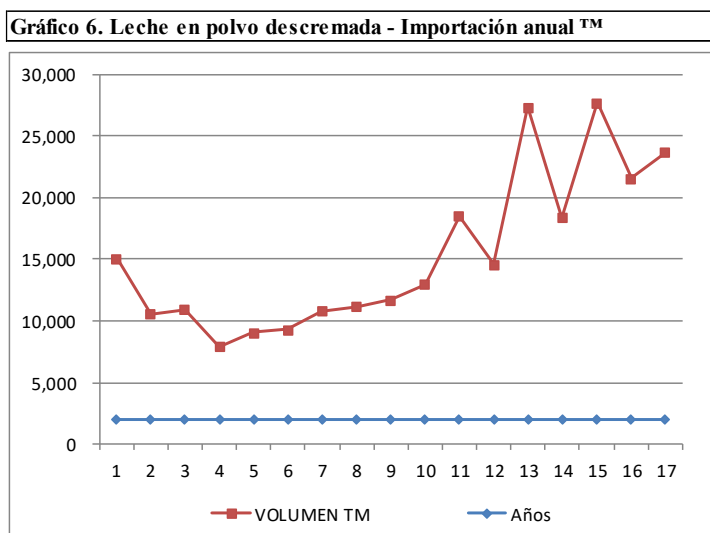
Importaciones

Gloria es el mayor importador de leche en polvo (principal insumo) con una participación de un 69% del total importado, seguido muy lejos por Nestle y Laive con 7% y 6%, respectivamente.



Fuente: Asociación de Ganaderos de Lima - 2017

Podemos observar en la evolución de importación de leche en polvo, que existe un incremento paulatino, explicado por el incremento año a año en la venta de leche evaporada, que tiene como principal insumo este producto.



Fuente: Asociación de Ganaderos del Perú 2017

4. Consumo per cápita

En el Perú, en los últimos 10 años se ha incrementado el consumo de leche y sus derivados donde el consumo per cápita de leche ha pasado de 45 a 87 litros anuales, sin embargo, este consumo aún es bajo comparado con otros países sudamericanos como Argentina, que pasa los 218 litros, o Colombia, que pasa los 140 litros al año²⁰. Según la FAO²¹, en los países desarrollados se consumen 150 litros per cápita anualmente, mientras que en los países en desarrollo el consumo es inferior a 30 litros; esto nos ubica por debajo de los índices de consumo per cápita, ya que el consumo mínimo recomendado de leche es de 120 litros por persona al año.

5. Análisis PESTE

El análisis PESTE presenta un análisis de los factores: políticos, económicos, sociales, tecnológicos y ecológicos en el entorno externo de la organización, los cuales pueden afectar las actividades y el desempeño. Este análisis es una herramienta eficaz y de fácil aplicación que se utiliza para evaluar la situación actual de la empresa y con ello las principales fuerzas externas (a nivel macro) que puedan afectar al negocio. Estas fuerzas pueden crear tanto oportunidades como amenazas.

²⁰ Según publicación del Diario Gestión 2017

²¹ FAO: Organización de las Naciones Unidas para la alimentación y la Agricultura.

POLITICAS	ECONÓMICAS	SOCIALES	TECNOLÓGICAS	ECOLOGICAS
Los retrocesos de nuestro país corresponden a los pilares: Instituciones (106 a 116), Entorno Macroeconómico (33 a 37), Educación superior y capacitación (80 a 81), Eficiencia del mercado de bienes (65 a 75), Eficiencia del mercado laboral (61 a 64), Desarrollo del mercado financiero (26 a 35) y Sofisticación empresarial (78 a 80) (Según la WEF 2018)	Se presenta un escenario tímido en el crecimiento del PBI (y a la vez el consumo privado y la demanda interna) y lento en el sector agropecuario. La economía se desaceleró principalmente por la caída del precio internacional de los <i>commodities</i> , entre ellos el cobre, principal producto de exportación peruano.	Se presenta como una oportunidad la población de cerca de 32 millones y con crecimiento y mejoras en la espera de vida, y así mismo el 28% de la PEA tiene empleo formal, siendo mayoritariamente la población rural y concentrada en Lima.	Uno de los pilares que impactan en los aspectos tecnológicos es Preparación Tecnológica el cual baja en dos posiciones de 84 a 86 para el año 2017 (Según la WEF 2018)	Perú ha mejorado el marco legal e institucional en materia ambiental. Se han emitido leyes que norman la entrega de licencias medioambientales y fortalecen el marco medioambiental dentro de los sectores claves, como son minería, energía y bosques

Elaboración propia 2018

Se presenta el desarrollo del análisis PESTE en el anexo 10.

6. Análisis de Porter

Modelo que te permite analizar el nivel de competencia de la empresa para con la industria en la que se desenvuelve, determinando estrategias de negocio. Porter propone la división de la compañía en sus actividades relevantes y estratégicas a fin de que se pueda determinar sus ventajas competitivas y entender el movimiento de los costos. Para el caso de Gloria, detallamos el valor asignado que indica el grado de impacto de cada una de las fuerzas de Porter que refleja el análisis del entorno competitivo.

	Grado
Amenaza de entrada de nuevos competidores	Bajo
Rivalidad entre competidores	Medio - Alto
Poder de negociación de los proveedores	Medio - Bajo
Poder de negociación de los compradores	Medio - Bajo
Amenaza de ingreso de productos sustitutos	Medio - Bajo

Elaboración propia 2018

El desarrollo y análisis de cada uno de los factores de Porter se presentan en el anexo 11.

7. Análisis FODA de Gloria

FORTALEZAS

- Líder con una gran y marcada participación de mercado en el sector.
- Fuerte posicionamiento de marca.
- Generación de nuevos productos y nuevas marcas.
- Plantas descentralizadas de envases y producción a nivel nacional.
- Gran red y cadena de acopio-abastecimiento y distribución.
- Integración vertical de sus procesos.
- Alta inversión en innovación y tecnología.

OPORTUNIDADES

- Crecimiento del PBI que impacta directamente en mayor demanda.
- Incremento del consumo de leche per cápita a niveles de estándar internacional.
- Mayor conciencia del público a adquirir productos de alto valor nutritivo.
- Oportunidades de ingresar a mercados internacionales en plan de expansión.

DEBILIDADES

- Concentración de su participación en un solo producto-leche evaporada.
- No cuenta con capacidad para distribución de Leche fresca.
- Escasa estandarización en el modo de extracción de la leche.

AMENAZAS

- Fenómenos naturales (frijajes, sequías, huaycos, etc.) que impidan el acopio o producción esperados.
- Nuevos productos sustitutos que brinden mayores beneficios tanto en el precio como en lo nutritivo que la leche.
- Nuevas leyes que fomenten la no importación de leche en polvo como insumo para Gloria.
- Dependencia del precio internacional de los insumos para alimento del ganado.
- Desacuerdos con los Ganaderos - Paro.

8. Posición competitiva

La antigüedad del producto y su duración en el mercado ha generado un fortalecimiento en la mente del consumidor, esto ha permitido mantener un liderazgo en el mismo, principalmente en el de las leches evaporadas.

La leche evaporada es el producto más tradicional y representativo de Gloria y por consiguiente el que le genera mayor participación en el volumen total de ventas.

Por otro lado, las innovaciones en la empresa le han permitido tener una ventaja competitiva y captar oportunidades constantes en un mercado altamente complejo y competitivo.

9. Estrategia²²

La empresa planea seguir con la expansión mediante nuevas unidades de negocio en mercados de la región, tiene planeado la inversión en tecnología y la creación de nuevos productos, así como la consolidación y mejora en la presentación de los ya existentes.

²² Apoyo & Asociados (2017).

Uno de sus principales objetivos es la ampliación de su mercado a través del incentivo de consumo de lácteos y en específico promover el incremento de consumo per cápita de leche en el país. Gloria proyecta los siguientes planes:

- Multiplicar el tamaño de la compañía y el crecimiento de facturación anual.
- Ampliar las plantas de productos lácteos en todo el territorio peruano.

9.1 Objetivos estratégicos

Los objetivos estratégicos de Gloria son los siguientes:

- El incremento de consumo per cápita de lácteos a nivel nacional.
- Mantener el liderazgo local.
- Seguir fortaleciendo su posición competitiva mediante una estrategia de multimarcas, y la diversificación de la oferta de productos para reducir la dependencia del negocio lácteo.
- Incrementar el uso de la capacidad instalada, y por consiguiente del total de producción, superando lo realizado en periodos anteriores.

10. Propuesta de valor

La propuesta de valor de Gloria es crear valor para un gran segmento de mercado debido a que sus productos son de consumo masivo, esta propuesta es una mezcla específica de elementos adecuados a las necesidades de dicho segmento.

Estos valores son cuantitativos y cualitativos, los cuales se desarrollan con mayor detalle en el anexo 12.

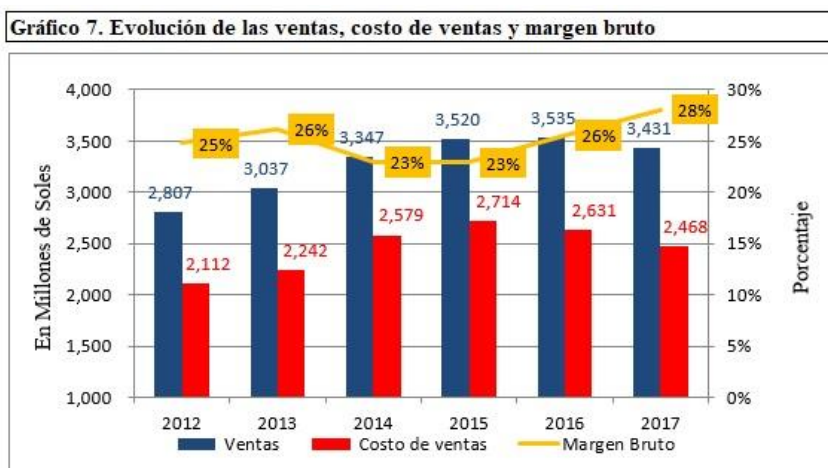
Capítulo IV. Análisis financiero²³

1. Evolución de las ventas

Al cierre de diciembre del 2017, Gloria facturó S/ 3.431,4 millones, -2,9 % menos que el alcanzado el 2016, esta variación negativa se explica por la suspensión temporal de uno de sus productos (*Pura Vida Nutrimax*) a nivel local-nacional a mediados del año 2017, como consecuencia de la suspensión de la importación y comercialización de la leche de marca *Pura Vida* en Panamá y que trajo consigo un efecto adverso “reputacional” que impacto en las ventas de este y otros productos asociados a la marca Gloria. Otro aspecto que explica la reducción de las ventas son los efectos negativos que se suscitaron en el país por causa del fenómeno El Niño y que afectó los procedimientos logísticos, así como continuidad del abastecimiento y distribución en unas zonas alejadas.

La leche evaporada se mantiene históricamente como el principal producto de la empresa, con una participación de más del 57% sobre los ingresos generados a diciembre 2017. De considerar la línea de lácteos en su totalidad, la participación se eleva a más del 82%.

Un punto importante a resaltar es que los costos se contrajeron en relación al año anterior, alcanzando un margen de 28% (el más alto de los últimos seis años) siendo el promedio de los últimos seis años de 25%. Este incremento en el margen se da por una mejora en la eficiencia de la producción y abaratamiento de insumos importados además que por la reducción de las ventas, se redujo también las compras de materia prima, mercadería y otros insumos necesarios.



Fuente: Estados Financieros Gloria 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, y 2017. Extraídos de la SMV.

Elaboración propia 2018

²³ Estados Financieros Gloria 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, y 2017. Extraídos de la SMV. Apoyo & Asociados (2017).

2. Deuda²⁴

La deuda financiera total está compuesta por préstamos bancarios (corto y largo plazo) y bonos corporativos, resaltar que todo el financiamiento es en moneda nacional y la inversión se ha realizado principalmente por necesidad de activos fijos (Capex)

Al cierre del periodo 2017 y de acuerdo a los Estados Financieros, Gloria mantiene una deuda de S/ 790 millones siendo una de las más altas de sus últimos 6 años (solo el 2016 estuvo por arriba con S/ 835 millones), teniendo una variación del -5% en relación al 2016, resaltar que la deuda en los últimos 5 años se incrementó en 90%.

La composición de deuda de corto plazo para el último periodo del 2017 es 0,10 de la deuda financiera total, siendo así el índice más bajo de los últimos 6 años donde el promedio fue de 0,21; esto debido a que han ido reestructurado la deuda, pasando esta de corto a largo por la misma naturaleza de los destinos de las mismas y mejorar el EBITDA y además de tener un mayor fondo de maniobra.

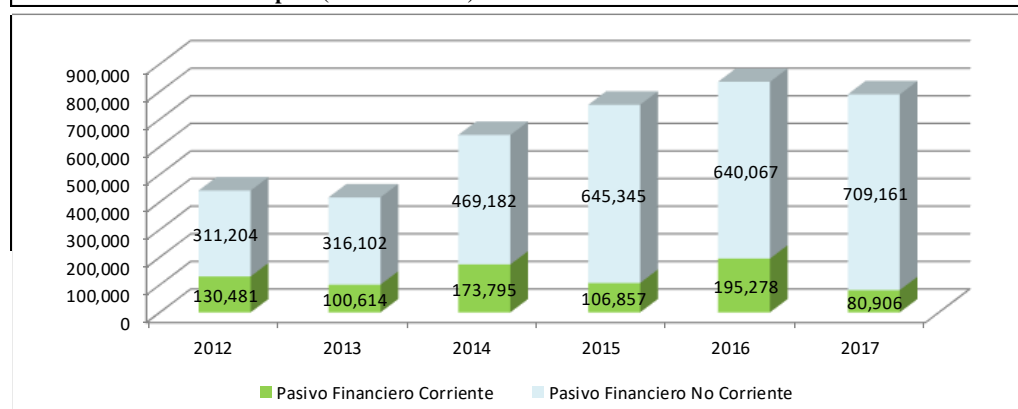
Tabla 12. Estructura de Capital (en miles de S/)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Pasivo Financiero Corriente	130,481	100,614	173,795	106,857	195,278	80,906
Var %		-23%	73%	-39%	83%	-59%
Pasivo Financiero No Corriente	311,204	316,102	469,182	645,345	640,067	709,161
Var %		2%	48%	38%	-1%	11%
Total Pasivo Financiero	441,685	416,716	642,977	752,202	835,345	790,067
Var %		-6%	54%	17%	11%	-5%
Composición de Deuda de CP	0.30	0.24	0.27	0.14	0.23	0.10

Fuente: Estados Financieros Gloria 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, y 2017. Extraídos de la SMV.

Elaboración propia 2018

Gráfico 8. Estructura de Capital (en miles de S/)



Fuente: Estados Financieros Gloria 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, y 2017. Extraídos de la SMV.

Elaboración propia 2018

²⁴ Estados Financieros de Gloria 2016 y 2017. Extraídos de la SMV.

Los bonos corporativos son los de mayor participación de deuda siendo el 73% de la deuda financiera total, tienen una alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados logrando una clasificación triple A.

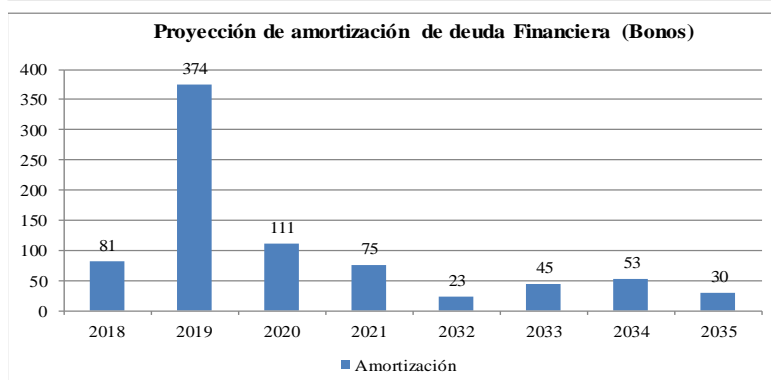
Tabla 13. Relación de Bonos emitidos - Gloria

ISIN/Identif.	Moneda	Saldo en Circulación	F. Emisión	F. Vencimiento	Cupón (%)	Amortización
GLOR1BC2A	SOLES	150,000,000	26/09/2014	26/09/2021	6.09%	Semestral
GLOR1BC3A	SOLES	140,000,000	5/02/2015	5/09/2020	5.56%	Semestral
GLOR1BC4A	SOLES	150,000,000	5/02/2015	5/02/1935	7.13%	Semestral
GLOR1BC5A	SOLES	130,067,000	25/06/2015	25/06/2020	6.66%	Semestral

Fuente: Estados Financieros Gloria 2017. Extraído de la SMV.

Asimismo, vemos que dentro los próximos 4 años se realizará una amortización de casi el 75% de la deuda total.

Gráfico 9. Amortización de deuda financiera (en millones de S/)



Fuente: Apoyo & Asociados 2017

3. Ratios financieros

El siguiente esquema de ratios financieros fue calculado sobre la base de los estados financieros históricos de los últimos 5 años, los cuales se presentan en el anexo 13.

Tabla 14. Ratios financieros

	2013	2014	2015	2016	2017
Liquidez					
Liquidez general	1.71	1.88	1.80	1.77	1.66
Liquidez Prueba ácida	0.44	0.44	0.39	0.48	0.50
Gestión					
Cuentas x Cobrar	24	24	27	30	31
Cuentas x Pagar	51	55	45	36	48
Rotación de Inventarios	3.65	3.35	3.36	3.96	4.12
Solvencia					
D/E	0.29	0.42	0.47	0.52	0.48
EBITDA	482,391	448,891	440,141	470,183	422,449
EBITDA/Deuda CP	3.85	2.23	2.86	1.85	3.31
Cobertura de gastos financier	18.60	15.38	9.08	8.41	9.43
Cobertura de servicio de deud	3.63	2.13	2.65	1.78	3.10
Rentabilidad					
ROA	9.80%	8.59%	6.74%	6.91%	6.46%
ROE	17.30%	15.86%	13.37%	13.53%	12.54%
Margen bruto	26.16%	22.96%	22.89%	25.55%	28.08%
Margen EBITDA	15.88%	13.41%	12.50%	13.30%	12.31%
Margen Operativo	13.80%	11.43%	10.57%	11.12%	9.74%

Fuente: Estados Financieros Gloria 2013, 2014, 2015, 2016, y 2017. Extraídos de la SMV. Elaboración propia 2018

3.1 Liquidez

En la liquidez general se observa una ligera caída al 2017 que fue 1,66, con respecto al 2016 que fue 1,77, pero manteniendo en general el estándar de cobertura hacia sus obligaciones corrientes de los últimos 5 años. Laive maneja niveles de liquidez similares, 1,22 y 1,38 en los años 2016 y 2017, respectivamente.

3.2 Gestión

Cuentas x cobrar vs cuentas x pagar, pese a visualizarse una política de créditos más agresiva, las cuentas por cobrar se mantienen aún por debajo de las cuentas por pagar en número de días, mostrando una gestión comercial saludable. En cuanto a la rotación de inventarios, tenemos una mejora ligera en el 2017, producto de mejora en la gestión. Laive mantiene niveles de rotación de 3,76 y 4,64 en el 2016 y 2017, respectivamente.

3.3 Solvencia

El EBITDA al cierre del 2017 ascendió a S/ 422 MM, 10% menos que el periodo 2016, pero pese a la caída presentan un importante nivel de cobertura de sus deudas de corto plazo y del servicio de la deuda

Los gastos financieros al cierre del 2017 fueron S/ 55 millones, disminuyendo con respecto al periodo anterior, como consecuencia de la amortización de pagarés y de emisiones en mercado de capitales. De esta forma el indicador EBITDA/Gastos financieros quedo en 9,4x, siendo un indicador holgado, pero muy por debajo de periodos anteriores como el 2013 que era de 18,6x. En el caso de Laive, la estructura de deuda es ligeramente menor a lo presentado por Gloria, 0,31 y 0,23 en el 2016 y 2017, respectivamente.

3.4 Rentabilidad

La utilidad neta quedó en S/ 207 millones, disminuyendo en relación con el 2016 y representando un 6% de las ventas. Es así que el ROE se mantiene en 12,5, pero por debajo aún de periodos anteriores que superaba el 17%. Laive por su parte presentó un ROE de 5,20 y 9,83 en los años 2016 y 2017, respectivamente, con un margen EBITDA de 7,49% y 9,42% en los mismos años.

Gráfico 10. Ratios financieros Gloria

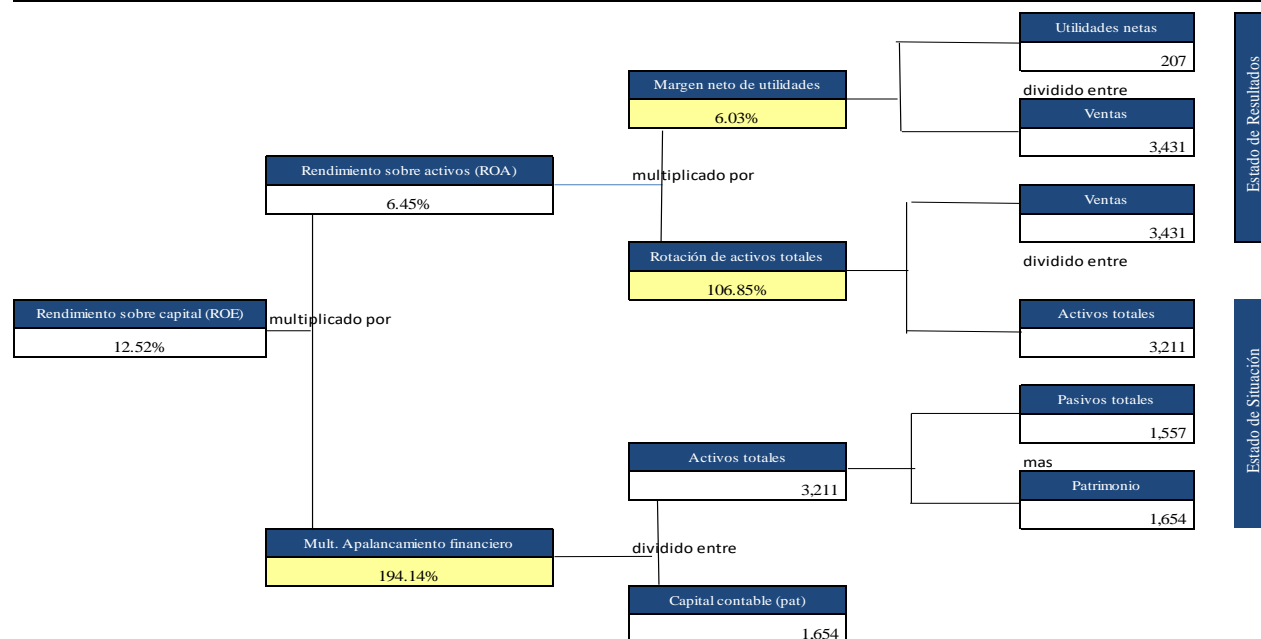


Fuente: Estados Financieros Gloria 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, y 2017. Extraídos de la SMV. Elaboración propia 2018

4. Análisis DUPONT

Según el resultado al 2017 de Gloria, el DUPONT nos indica una rentabilidad de 12,52%, el que descompuesto en sus 3 factores: margen neto de utilidad, rotación de activos totales y apalancamiento financiero, nos da como valor más representativo el apalancamiento y el de rotación en ese orden, esto debido a que la empresa ha recurrido en importante medida a agentes externos para financiarse. Con esto se puede concluir que la empresa podría mejorar su nivel de rentabilidad con la mejora del margen de utilidad mediante el incremento de precios o con la reducción de su costo de ventas o mejoras en los gastos operativos a la vez que mejora un poco su nivel de rotación de sus activos.

Gráfico 11. Análisis DUPONT



Fuente: Estados financieros Gloria 2017 - Extraído de la SMV. Elaboración propia 2018

5. Análisis de M-Score y Z-Score

Tabla 15. Análisis M-Score y Z-Score Gloria

M-SCORE PARA GLORIA 2017				Z-SCORE PARA GLORIA 2017			
VARIABLES DE ENTRADA	2017	2016	Indice	ESTADO DE RESULTADOS	2017	2016	
VENTAS NETAS	3431	3535	0.971	VENTAS NETAS	3431	3535	
COSTO DE VENTAS	2468	2634	-0.063	UTILIDAD OPERATIVA	334	393	
CUENTAS POR COBRAR NETAS	31	30	0.033	BALANCE GENERAL			
ACTIVO CORRIENTE	1255	1404	-0.106	ACTIVO CORRIENTE	1255	1404	
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO	1557	1480	0.052	ACTIVO TOTAL	3211	3127	
DEPRECIACIÓN	84	73	0.151	PASIVO CORRIENTE	756	793	
ACTIVO TOTAL	3211	3127	0.027	PASIVO TOTAL	1557	1531	
GASTOS DE VENTAS Y DE ADMINISTRACIÓN	653	540	0.209	UTILIDADES RETENIDAS	57	-4	
UTILIDAD NETA	207	216	-0.042	VALOR DE MERCADO DE LA EMPRESA	2740		
FLUJO EFECTIVO DE OPERACIÓN	545	255	1.137	CÁLCULOS			
PASIVOS CORRIENTES	756	793	-0.047	CAPITAL DE TRABAJO / ACTIVOS TOTALES (Z1)	0.155	0.195	
DEUDA LARGO PLAZO	709	640	0.108	GANANCIAS RETENIDAS / ACTIVOS TOTALES (Z2)	0.018	-0.001	
MARGEN BRUTO	28.08%	25.55%	0.099	EBIT / ACTIVOS TOTALES (Z3)	0.104	0.126	
				VALOR DE MERCADO DE PATRIMONIO / PASIVO TOTAL (Z4)	1.76		
				VENTAS NETAS / ACTIVOS TOTALES (Z5)	1.069		
				La fórmula es (1.2*Z1) + (1.4*Z2) + (3.3*Z3) + (0.6*Z4) + (1.0*Z5).			
Inputs para calcular el M-SCORE				Z-Score =	2.68		
M	-4.84	-3.562			1.81 <	2.68	< 2.99
INDICE DE CUENTAS POR COBRAR	0.92	1.065		Existe probabilidad alta si el puntaje Z está por debajo de 1.81. Gloria no enfrenta este escenario pero tampoco pasa el umbral de 2.99 de las empresas financieramente sólidas			
INDICE DE MARGEN BRUTO	0.528	0.099					
INDICE DE CALIDAD DE ACTIVOS	0.404	0.760					
INDICE DE VARIACIÓN DE VENTAS	0.892	0.971					
INDICE DE DEPRECIACIÓN	0.115	0.918					
INDICE DE GTOS. DE VTAS Y ADMINISTRATIV	-0.172	1.246					
ACUMULACIONES TOTALES A ACTIVOS TOT	4.679	-0.105					
INDICE DE APALANCAMIENTO	-0.327	0.996					
M = -4.84 + 0.92 DSRI + 0.528 GMI + 0.404 AOI + 0.892 SGI + 0.115 DEPI - 0.172 SGAI + 4.679 TATA - 0.327 LVGI							
M SCORE 8 VARIABLES =	-3.562						
M = -6.065 + 0.823 DSRI + 0.906 GMI + 0.593 AOI + 0.717 SGI + 0.107 DEP							
M SCORE 5 VARIABLES =	-3.854						
Resultado : La probabilidad de que la empresa haya manipulado los resultados de sus ganancias es bajo, basado en el modelo M-SCORE							

Fuente: Estados Financieros Gloria 2016-2017. Extraído de la SMV. Elaboración propia 2018

Capítulo V. Riesgos

Gloria, de acuerdo con la naturaleza de sus actividades, está expuesta a los siguientes riesgos:

1. Riesgo financiero

- Riesgo de crédito.
- Riesgo de liquidez.
- Riesgo de Mercado.
 - Riesgo de tasa de interés.
 - Riesgo de tipo de cambio
 - Riesgo de precios

Dentro de la estructura de la gestión de riesgos de la compañía, el **Directorio** es el responsable del enfoque general, definir las políticas para cada área específica, mientras que la **Dirección Corporativa de Finanzas** es la responsable de manejar los activos y pasivos, y la estructura financiera.

En el anexo 14 se describen los riesgos identificados para Gloria y las acciones de la empresa con respecto a estas.

2. Riesgo no financiero

Esta categoría de riesgos toma en cuenta factores adversos como:

- Creciente **riesgo “reputacional”** negativo que enfrenta actualmente Gloria, por efecto de contingencias regulatorias y administrativas, relacionadas al supuesto incumplimiento de normas de protección al consumidor.
- Exposición a diferentes medidas regulatorias
- Concentración de ventas en un solo producto (leche evaporada)
- Dependencia en importación de ciertos insumos (leche en polvo), encontrándose sensible a los cambios de precios internacionales.
- Probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos.
- Problemas de abastecimiento de leche
- Huelga de agricultores.

Capítulo VI. Valorización

¿Por qué valorizar una empresa? Los propósitos o razones que llevan a los propietarios o administradores a valorar una empresa son muy diversos y se clasifican en tres grupos de acuerdo con los motivos que dan origen al proceso: conflictos legales, oportunidades de mercado y cambios estructurales en el ámbito interno.

1. Métodos de valorización

Cada una de las metodologías presenta características y supuestos específicos que deben ser considerados al analizar sus resultados. La relevancia y aplicabilidad de cada una de estas metodologías será evaluada en el desarrollo del trabajo.

1.1 Método de Flujo de Caja Descontado (FCD)

La construcción de flujo de caja se realizó sobre la base de un modelo financiero y a través del cual se proyectaron las principales cuentas de los estados financieros, se asume que la compañía continuará realizando operaciones en el negocio de lácteos, alimentos y bebidas.

Este método de valorización aplicado para Gloria, incorpora aspectos específicos como su potencial crecimiento, los riesgos asociados a sus operaciones y las características de su operación actual, además de otros aspectos inherentes al sector y país en el que opera, y finalmente todos estos flujos proyectados serán descontados a valor presente a una tasa estimada. Los supuestos que se han usado para el FCD son:

1.1.1 Supuestos para la proyección de estados financieros

En esta parte desarrollamos los supuestos principales que usaremos para las proyecciones del estado de situación y del estado de resultado donde se analizó por detalle cada una de las cuentas y rubros, normalizando las proyecciones y evitando variaciones abruptas, las cuales se presentan en el anexo 15.

1.1.2 Supuestos para la proyección de las ventas por regresión

Se analizaron los históricos del precio nominal y volumen de las principales líneas de negocio considerando la participación de mercado versus la producción nacional de cada una de las líneas. Estas fueron proyectadas considerando variables explicativas como el PBI, población y se aplicó la variable *dummy*, los cuales pasaron las pruebas de heterocedasticidad, multicolinealidad y autocorrelación. El desarrollo de estas se presenta en el anexo 16.

1.1.3 Estados financieros proyectados

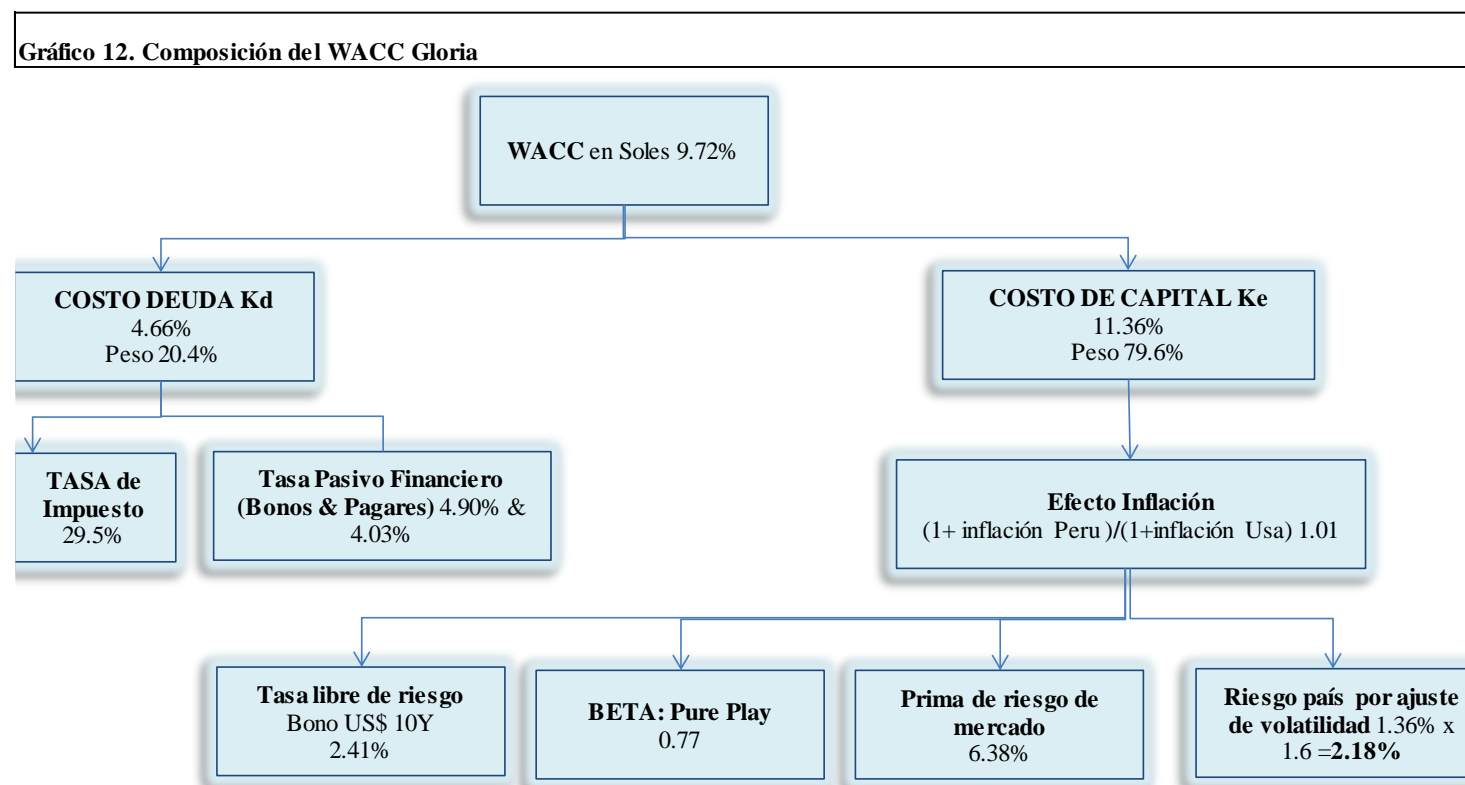
Una vez obtenidos los supuestos de proyección en base al desarrollo realizado y conjuntamente con los supuestos de la proyección de ventas, se obtiene el balance general, estado de resultados y estado de flujo de efectivo proyectados para los próximos 10 años que se presentan en el anexo 17.

1.1.4 Estimación del WACC

El WACC es la tasa de descuento utilizada para descontar los flujos de caja libre esperados de una compañía y se encuentra expresada como un promedio ponderado del costo de la deuda (Kd) y la rentabilidad exigida a las acciones (costo de capital, Ke).

Para calcular el WACC de la compañía, el costo de la deuda fue estimado como promedio ponderado del costo de pagarés (préstamos bancarios) y bonos emitidos por la compañía.

El costo de capital fue estimado bajo la metodología del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*²⁵. Obteniendo como resultado 9,72%.



Fuente: Estados financieros Gloria 2017-Extraídos de la SMV / Bloomberg consulta 2017 / BCR 2017

Elaboración propia 2018

Tabla 16. Cálculo del WACC	
Leche Gloria SA	
WACC	
Deuda/(Deuda+Capital)	20.40%
Capital/(Deuda+Capital)	79.60%
Tasa impuesto efectiva	29.50%
Costo de la deuda	4.66%
Costo de capital	11.36%
WACC	9.72%

Fuente: elaboración propia 2018

El desarrollo y detalle del cálculo para hallar el WACC se encuentra en el anexo 18.

1.1.5 Supuestos para el Flujo de Caja Descontado

El desarrollo de los supuestos para el flujo de caja descontado se encuentra en el anexo 19.

²⁵ Es un modelo introducido por Jack L. Treynor, William Sharpe, John Lintner y Jan Mossin de forma independiente, basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Portafolio.

Tabla 17. Resultado de valorización por Flujos de Caja Descontados (En miles de S/)

Leche Gloria SA											
Flujo de Caja Libre Proyectado											
	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P	Perpetuidad
Ventas	3,775,128	4,148,096	4,452,011	4,592,956	4,982,593	5,058,043	5,548,388	5,541,134	6,155,664	6,037,887	6,812,559
Costo de ventas	-2,796,444	-3,068,145	-3,288,788	-3,390,140	-3,671,202	-3,722,556	-4,073,900	-4,061,510	-4,498,722	-4,400,592	-4,948,019
Margen bruto	978,684	1,079,951	1,163,223	1,202,815	1,311,391	1,335,487	1,474,488	1,479,623	1,656,942	1,637,294	1,864,540
Gastos de ventas	-443,641	-487,389	-523,082	-539,766	-585,488	-594,552	-652,054	-651,490	-723,513	-710,076	-800,832
Gastos de administración	-154,757	-169,716	-182,084	-188,352	-204,054	-207,946	-227,554	-228,425	-252,830	-249,636	-280,253
Otros ingresos operativos	31,689	34,820	37,371	38,555	41,825	42,459	46,575	46,514	51,672	50,684	57,186
EBIT	411,976	457,667	495,428	513,252	563,674	575,448	641,455	646,222	732,271	728,265	840,642
Impuestos	-115,104	-129,792	-143,591	-149,636	-165,939	-169,129	-189,916	-190,831	-216,827	-216,819	-252,051
NOPAT	296,871	327,875	351,837	363,616	397,735	406,318	451,539	455,391	515,444	511,446	588,591
Depreciación	92,117	98,621	105,331	112,610	120,000	128,106	136,201	145,194	154,015	163,967	173,920
Variación de NOF	-33,296	-43,646	16,912	-19,262	-54,476	-25,914	-1,761	-36,093	-114,154	121,090	-39,666
CAPEX	-178,633	-182,611	-188,393	-204,375	-207,470	-227,582	-227,285	-252,492	-247,661	-279,436	-279,436
FCL	177,060	200,238	285,687	252,589	255,789	280,927	358,694	312,001	307,644	517,068	443,409
EBITDA	504,093	556,288	600,759	625,862	683,673	703,553	777,656	791,416	886,285	892,233	1,014,562

Tasa de descuento Wacc	9.7%
Valor de la empresa 1-10 años	1,714,389
Valor de la empresa perpetua	2,997,614
Valor de la empresa	4,712,002
Exceso de caja	76,613 Cierre 2017
Deuda	-821,538 Cierre 2017
Valor para los accionistas	3,967,077
Tasa de Crecimiento "G"	3.86%

# Acc Comunes	382,502,106
# Acc Inversión	39,117,107

$$\text{Valor Equity} = \text{Vac} * \# \text{Acc. Comun} + \text{Vai} * \# \text{Acc. Inversión}$$

$$3967077 = \text{Precio Acc. Inv} * \text{Factor} * \# \text{Acc. Comun} + \text{Precio Acc. Inv} * \# \text{Acc. Inversión}$$

$$3967077 = \text{Precio Acc. Inv} * (\text{Factor} * \# \text{Acc. Comun} + \# \text{Acc. Inv})$$

Valor Acc. Inv=	7.90
Valor Acc. Com=	9.41

Relación de Precio de Acciones Comunes y de Inversión
Factor 1.19

Elaboración propia 2018

1.1.6 Análisis de sensibilidad – Simulación Monte Carlo

En el análisis de la simulación de Monte Carlo se realizaron 10.000 iteraciones. Las variables comprendidas en este modelo son: materia prima (rango 55,7% a 61% de las ventas), WACC (rango 8,72% a 10,72%), comisiones (rango 3% a 6,7%), gastos fabricación (rango 6,4% a 8,5%), publicidad (rango 3,7% a 5,4%), tasa de crecimiento (rango 3,56% a 4,36%, cantidad de leche (rango -13% a +14%). Con la simulación realizada, podemos concluir que existe una probabilidad del 51,7% que el valor de la acción sea de 7,90%. El resumen de la información hallada del análisis se presenta en el anexo 20.

2. Método de múltiplos comparables

Para nuestra investigación, hemos seleccionado cuatro compañías (aunque no son perfectamente comparables) que cumplen con criterios similares a Gloria como: cotizar en bolsa, dedicarse a la misma actividad (alimentos), mix de negocio o producto, ser de una misma región o zona geográfica (mercados emergentes), posición competitiva equivalente, nivel de ingresos similares, margen bruto, impuestos y estructura de deuda.

Valoración por múltiplos por EV/Ventas

Valor Acc. Inversión =	10,46
Valor Acc. Comunes =	12,45

Valoración por múltiplos por EV/Ebitda

Valor Acc. Inversión =	9,97
Valor Acc. Comunes =	11,87

El desarrollo del resultado del Método de múltiplos comparables se encuentra en el anexo 21.

Tabla 18. Resultado de valorización por Múltiplos comparables (En miles de S/)

Empresa	País	MKT Cap	EV/Ventas	EV/Ebitda
Grupo Lala Sab	Mexico	4,326	1.59	11.91
Grupo Nutresa	Colombia	3,794	1.7	14.12
Gruma Sab	Mexico	5,689	1.87	11.82
Alcorp SA	Perú	2,036	1.19	9.95
Promedio		3,961	1.59	11.95

Empresa Objetivo	Gloria
Ventas	3,495.23
Ebitda	444.26

Subsidiaria	Valor Contable	Participación Gloria	Gloria
Agroindustrial del Perú S.A.C.	48.87	99.97%	48.85
Empresa Oriental de Emprendimiento:	310.19	99.89%	309.85
Agropecuaria Chachani S.A.C. Asociada	27.79	98.00%	27.23
Agrolmos S.A.	194.55	15.20%	29.57
Lechera Andina S.A.	39.16	28.36%	11.11
Total			426.61

Valoración por múltiplos por EV/Ventas	
[EV/Ventas](promedio) * Ventas (Gloria)	5,548.68
(+) Caja	60.71
(-) Total Deuda Fin	792.54
Valor Empresa	4,816.85

Valoración por múltiplos por EV/Ebitda	
[EV/Ebitda](promedio) * Ebitda (Gloria)	5,308.91
(+) Caja	60.71
(-) Total Deuda Fin	792.54
Valor Empresa	4,577.08

Fuente: Bloomberg 2018
 Elaboración propia 2018

Conclusiones y recomendaciones

1. Conclusiones

La producción nacional de leche cruda ha tenido una tasa de crecimiento de casi 3% en los últimos 5 años, explicando así los casi 5% de tasa de crecimiento que ha tenido el mercado lácteo en el mismo periodo.

Gloria presenta perspectivas de crecimiento para los siguientes 10 años, superado el traspie generado por el caso *Pura Vida*.

Los ingresos de Gloria se generan principalmente por la venta de leche evaporada, evidenciando riesgo de concentración, el cual se mitiga con el fuerte posicionamiento de mercado, no obstante, se está apostando por diversificar poniendo mayor foco en las otras líneas de producto.

La empresa presenta un fuerte posicionamiento de mercado debido al potente reconocimiento de marca además de una red de distribución amplia, lo que le permite una integración vertical de todos sus procesos.

Gloria ha logrado mantenerse con una holgada posición financiera, evidenciada en sus sólidos indicadores de cobertura y de endeudamiento, no obstante, la continua caída en su ROE en los últimos 5 años ha repercutido en el valor de la empresa.

2. Recomendaciones

El método utilizado para obtener el valor de la acción de Gloria ha sido el Flujo de Caja Descontado, mediante el cual se estimó un valor de 7,9 frente a un precio de la acción de 6,5 al 31 de diciembre del 2017, por lo que se recomienda mantener la acción.

Bibliografía

Apoyo & Asociados. (2017). “Gloria S.A. Informe anual”. Mayo de 2017. En: *aai.com.pe*. [PDF]. Fecha de consulta: 02/06/2018. <<http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2017/05/Gloria-Dic-16.pdf>>

Apoyo & Asociados. (2018). “Gloria S.A. Informe anual”. Mayo de 2018. En: *aai.com.pe*. [PDF]. Fecha de consulta: 02/08/2018. <<http://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2018/05/Gloria-Dic-17.pdf>>

Asociación de Ganaderos de Lima. (2017). Fecha de consulta 05/05/2018. <<http://www.conveagro.org.pe/documentos/>>

Badenes, C. y Santos, J. M. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. Madrid: IESE. Universidad de Navarra. [PDF]. Fecha de consulta: 20/08/2018. <<http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>>.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2018). *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2019*. Diciembre de 2017. Lima: BCRP. [PDF]. Fecha de consulta: 20/08/2018. <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2017/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2017.pdf>>.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2017). “Índices promedio anual (variación porcentual) – IPC”. En: *estadisticas.bcrp.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 02/07/2018. <<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/anuales/resultados/PM05217PA/html>>.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2017). *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2019*. Septiembre de 2017. Lima: BCRP. [PDF]. Fecha de consulta: 20/08/2018. <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2017/septiembre/reporte-de-inflacion-setiembre-2017.pdf>>.

Banco Mundial. (2017). “Perú Panorama General”. En: *bancomundial.org*. [En línea]. Fecha de consulta: 18/05/2018. <<http://www.bancomundial.org/es/country/peru/overview>>.

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

and cases. Boston: Pearson.

Bloomberg. (2018).

“World Economic Statistics”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 12/08/2018.

“Commodities”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 29/12/2017.

“Generic United States 10 Year Government Note”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 29/08/2018.

“Gloria SA INVESTMENT SHARE (Lima)”. [Base de datos]. Fecha de consulta: 29/08/2018.

Bravo, S. (2004). *El costo de capital en sectores regulados y mercados emergentes: metodología y casos aplicativos*. Lima: Escuela de Administración de Negocios para Graduados, ESAN.

CFA Institute. (2016). *Corporate Finance and Portfolio Management*. Level I, Volume 4. Estados Unidos.

Class & Asociados S.A., clasificadora de riesgo. (2017). “Fundamentos de clasificación de riesgo Gloria S.A.”. En: [classrating.com](http://www.classrating.com). [PDF]. 31 de diciembre del 2017. Fecha de consulta: 05/04/2018. Disponible en: <http://www.classrating.com/informes/gloria2.pdf>.

Damodaran, A. (2017). “Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current”. En: [stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu). [En línea]. Fecha de consulta: 05/01/2018. Disponible en: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>.

El Comercio (2017). “¿Cómo comenzó el caso Gloria?”. En: elcomercio.pe. [En línea]. 02 de junio de 2017. Fecha de consulta: 02/08/2018. <https://elcomercio.pe/economia/negocios/comenzo-caso-gloria-428192>.

El Comercio (2017). “Pura Vida: Este es el efecto que tendrá la crisis sobre el mercado lácteo y las ventas de Gloria”. En: elcomercio.pe. [En línea]. 12 de junio de 2017. Fecha de consulta: 20/08/2018. <https://elcomercio.pe/economia/negocios/pura-vida-efecto-tendra-tesis-mercado-lacteo-ventas-gloria-433931>.

Fernández, P. (1999). “Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables”. En: *IESE Business School*. [PDF]. Fecha de consulta: 01/08/2018. <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>.

Fernández, P. (2015). *WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores*. Documento de investigación DI-914. Marzo 2011. Madrid: IESE, Universidad de Navarra. [PDF]. Fecha de consulta: 03/09/2018. <<http://valorempresa.com/WACC.pdf>>.

Fondo Monetario Internacional (FMI). (2017). “Word Economic Outlook Database”. En: *imf.org*. [En línea]. Fecha de consulta: 09/09/2018. <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/weoselgr.aspx>>.

Gloria S.A. (2001-2017). *Memoria Anual*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/06/2018.
2017< <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={F0381B62-0000-C12A-B277-4EF8EAA967A1}> >
2016< <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={7067435A-0000-C45A-84A9-C95533EF0551}> >
2015< <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={671FECE0-B1D8-41BD-BE7C-6476D9415722}> >
2014< <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={40EAB40B-8518-4175-BE40-4D7F4F7C2F05}> >
2013< <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={CB47CCCF-F178-4801-A808-DF64B7AF4309}> >
2012< <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={A4D81389-DF1D-423A-87BF-C5CCFCBBECBB}>>
2011< <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={A4826E38-F87F-4FFD-96A1-E007DA31782E}> >
2010<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={EAA5CBC5-A261-4E3E-A795-28D44395981F}>>
2009<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={5690CA85-A840-4088-BC94-8AB41E5CF864}>>
2008<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={DBF75ABE-5A64-4FF6-9E7C-55F91F76BBFA}> >
2007<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={49203279-6409-4C55-B126-92771E48E28F}>>
2006<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={1186EE5D-4422-4599-A2DD-01DA359F34EF}>>
2005<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={C670DBAC-3C58-465A-8B67-4FB32313C76D}>>
2004<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={A29FC147-FABC-4DD3-BA6D-86E5F08FD350}>>
2003<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={0AE31A30-B3A6-4DA5-A2B6-E55BEE7B1BEF}>>
2002<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={D3148AF3-2098-44DC-93F0-8A9A76B8DBA8}>>
2001<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={5535DFBB-D037-4800-A82E-9A87026BD8BC}>>

Gloria S.A. (2012 - 2017). “Estados Financieros Auditados de Gloria S.A. 2002”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/06/2018.

2017<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={E0381B62-0000-C15E-8322-85294D6EAE77}>>
2016< <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={7067435A-0000-C731-87E9-50F84B23B4CA}> >
2015<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={171B9665-F66B-46FC-84D2-59FB0F8288C2}>>
2014<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={2A046A06-6A9E-4ACD-9199-F091E6E0D77E}>>
2013<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={690F9337-6875-4F8F-B663-6210363467CC}>>
2012<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={EB01773E-0952-4437-9000-C6184C51D3F5}>>

Infolactea. (2017). *Asociación de Productores de Leche Fresca y Derivados Lácteos Argama – Aprolac*. Fecha de consulta 10/08/2018. <<http://infolactea.com/directorio/asociacion-de-productores-de-leche-fresca-y-derivados-lacteos-argama-aprolac/>>

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.a). “Sector real de producción / Sector agropecuario / Agroindustrial / Leche pasteurizada. Cuadro de datos”. En: *iinei.inei.gob.pe*. [Tabla en Excel]. Fecha de consulta: 04/09/2018. <<http://iinei.inei.gob.pe/iinei/siemweb/publico/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.b). “3.20 Población estimada y proyectada por sexo y tasa de crecimiento, según años calendarios, 2000-2050”. En: *inei.gob.pe*. [Tabla en Excel]. Fecha de consulta: 04/09/2018. <<http://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/poblacion-y-vivienda/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.d). “Producto bruto interno total y por habitante 1950-2017 (Valores a precios constantes de 2007)”. En: *inei.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 24/07/2018. <<http://www.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/economia/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.e). “Precios promedio al consumidor de leche, queso y huevos”. En: *inei.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/09/2018. <<http://iinei.inei.gob.pe/iinei/siemweb/publico/>>.

Kantar World Panel. (2017). Publicaciones. Fecha de consulta: 07/08/2018. <<https://www.kantarworldpanel.com/pe/Publicaciones#>>

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

Laive S.A. (2013 - 2017). “Estados Financieros Auditados de Laive S.A.”. En: smv.gob.pe. [En línea]. Fecha de consulta: 29/09/2018.

2017<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={A0C8FB61-0000-CE38-AFE7-FD4411BB284D}>>

2016<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={B0906D5A-0000-C336-B7FA-DDCE46BAE9D7}>>

2015<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={BAF110B6-1969-4D17-8204-665DB0892040}>>

2014<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={5CE7C669-9800-48F2-BB1C-AA7A272450D2}>>

2013<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/documento.aspx?vidDoc={3A9EB607-1D78-40DC-A0B2-6D01B58C077D}>>

Laive. (s.f.). “Conoce nuestras marcas”. En: laive.com.pe. [En línea]. Fecha de consulta: 29/09/2018. Disponible en: <<http://laive.com.pe/conoce-nuestras-marcas/>>.

Ministerio de Agricultura y Riego (Minagri). (2017). “Sistema de Franja de Precios”. Lima: Minagri. En: minagri.gob.pe. [En línea]. Fecha de consulta: 13/07/2018. <<http://minagri.gob.pe/portal/franja-de-precios/analisis-2017?download=10489:analisis-a-enero-2017>>.

Ministerio de Agricultura y Riego (Minagri). (2017a). *Anuario Estadístico de la Producción Agroindustrial Alimentaria 2017*. Lima: Minagri. [En línea]. Fecha de consulta: 06/09/2018. <<http://siea.minagri.gob.pe/siea/?q=estadistica-agroindustrial>>.

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

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

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

Sociedad Nacional de Industrias. (2018). Fecha de consulta 15/05/2018. <www.sni.org.pe>

Sociedad Peruana de Derecho Ambiental. (2017). Fecha de consulta 14/09/2018. Disponible en: <<https://spda.org.pe/>>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2017). “Tasa de interés promedio del sistema

bancario”. En: *sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/09/2018. <<http://www.sbs.gob.pe/app/pp/EstadisticasSAEEPortal/Paginas/TIActivaTipoCreditoEmpresa.aspx?tip=B>>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2017). “Vector de precios”. En: *sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/09/2018. <http://www.sbs.gob.pe/app/pu/CCID/Paginas/vp_rentafija.aspx>.

Superintendencia de Mercados y Valores (SMV). (2017). “Hechos de importancia de Gloria 2007-2017”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/09/2018. <http://www.smv.gob.pe/Bp_HechosdeImportancia?op=bq10>.

World Economic Forum. (2018). *Perú*. Fecha de consulta 12/09/2018. <<https://www.weforum.org/agenda/archive/peru-b648679e-51fa-4bf2-9e5d-d64a4048cbfe/>>

Yahoo Finance. (s.f.). “Quote Lookup”. En: *yahoo.com*. [En línea]. Fecha de consulta: 15/09/2018. <https://finance.yahoo.com/quote>.

Anexos

Anexo 1. Caso *Pura Vida*²⁶

Pura Vida nace en el 2002 como una estrategia de masificación de la leche evaporada, dirigida a los segmentos D y E con precios de S/ 1,6 y S/ 1,7 (diario La República 2005). La composición del producto y sobre la cual nace la controversia contiene, según comunicado oficial del grupo Gloria, un 60% de leche evaporada y cumple con estándares de la Asociación de Industrias Lácteas, que forma parte Gloria.

Cronología del caso

- 11 de mayo del 2017, la autoridad panameña observa la composición y prohíbe la comercialización del producto hasta su adecuación del etiquetado.
- 3 de junio, Gloria anuncia que cambiará el etiquetado de *Pura Vida* en Panamá.
- 7 de junio, DIGESA²⁷ anuncia que revisará el registro sanitario de *Pura Vida* y que aplicará las medidas correctivas.
- 8 de junio, Indecopi ordena a Gloria paralizar la venta de *Pura Vida Nutrimax* en todo el país
- 9 de junio, Robert Priday, gerente general de Gloria que *Bonlé deslactosada*, *Bonlé Light*, *Bonlé entera* y *Pura Vida* serán retiradas del mercado.
- 10 de junio DIGESA cancela la licencia de *Pura Vida*.
- 13 de junio, la comisión de producción del congreso aprobó el proyecto de ley N° 553 que prohíbe el uso de leche en polvo, grasa anhidra y demás insumos lácteos en la elaboración de la leche en estado líquido.
- 10 de julio, Gloria anuncia que reemplazará al renunciante Robert Priday por Víctor Rodríguez Rodríguez en la gerencia general.
- 12 de julio, DIGESA levanta suspensión del registro sanitario de *Pura Vida* luego de que Gloria se allana a cambiar su denominación y etiquetado.
- 18 de julio, Gloria comenzó a distribuir nuevamente *Pura Vida* con una etiqueta distinta. La vaca fue reemplazada por un campo soleado y su denominación pasó a ser “mezcla láctea compuesta”.

Repercusión económica

Gloria dio a conocer las pérdidas sufridas en el 2do. trimestre del 2017, las cuales ascendieron a S/ 50 MM en disminución de ventas netas. En términos anuales la disminución de las ventas al cerrado 2017 fue de casi 3% con respecto al 2016, explicado por una disminución de la leche evaporada de 1,11% y del yogur con un 11,40%.

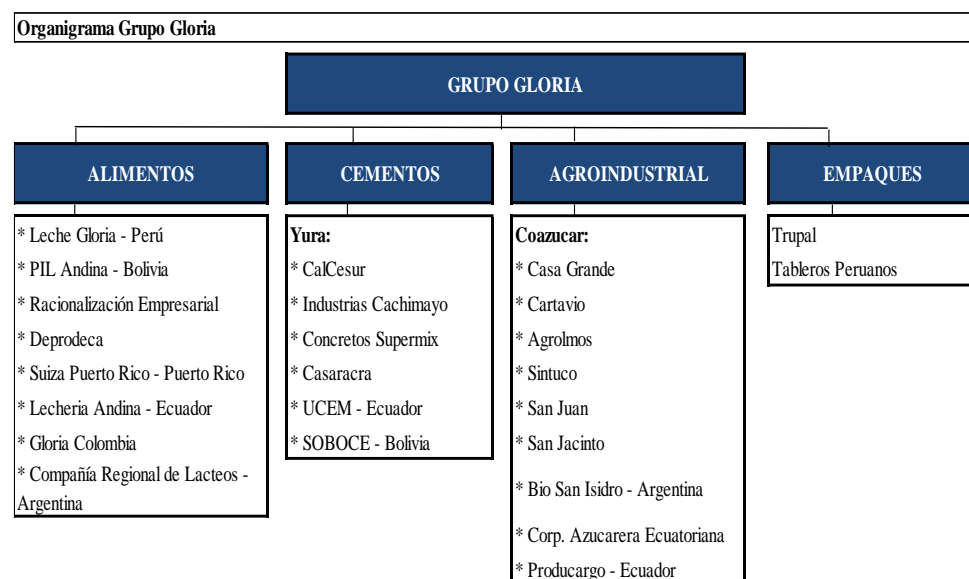
Conclusión

Pese a la repercusión reputacional y de imagen al cual se vio inmersa Gloria, la caída a nivel económico no reflejó el ruido de mercado que se dio en ese momento. La empresa supo salir rápidamente en el último trimestre del *impasse*, con una fuerte inversión publicitaria, explicada en el incremento en 9,85% en gastos por este concepto, poco más de S/ 15 MM

²⁶ Fuente: El Comercio. Estados financieros Gloria 2016-2017. Extraídos de la SMV.

²⁷ DIGESA: Dirección General de Salud Ambiental. Es el órgano técnico-normativo del Ministerio de Salud del Perú.

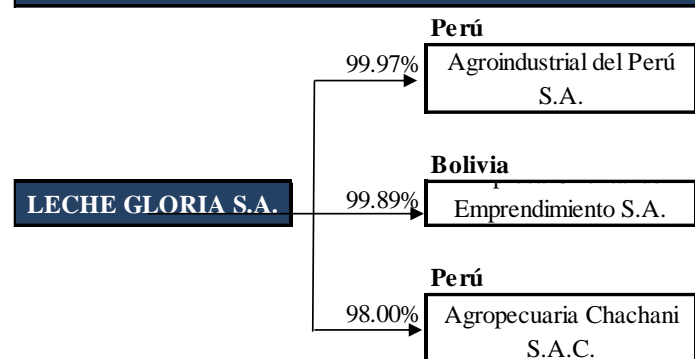
Anexo 2. Organigrama del Grupo Gloria y composición de subsidiarias



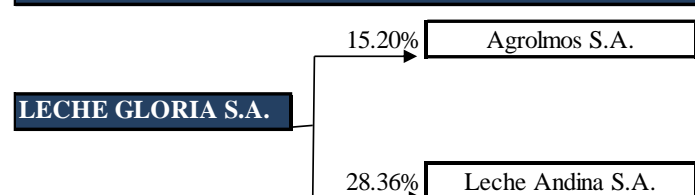
Fuente: Class & Asociados S.A. 2017

Composición Subsidiaria

EMPRESAS SUBSIDIARIAS Y AFILIADAS



PARTICIPACIÓN MINORITARIA



Fuente : Class & Asociados S.A. 2017

Anexo 3. Ubicación geográfica de plantas industriales

A continuación, se muestran las ubicaciones de las plantas industriales y los centros de recepción y enfriamiento que tiene Gloria en el ámbito nacional.

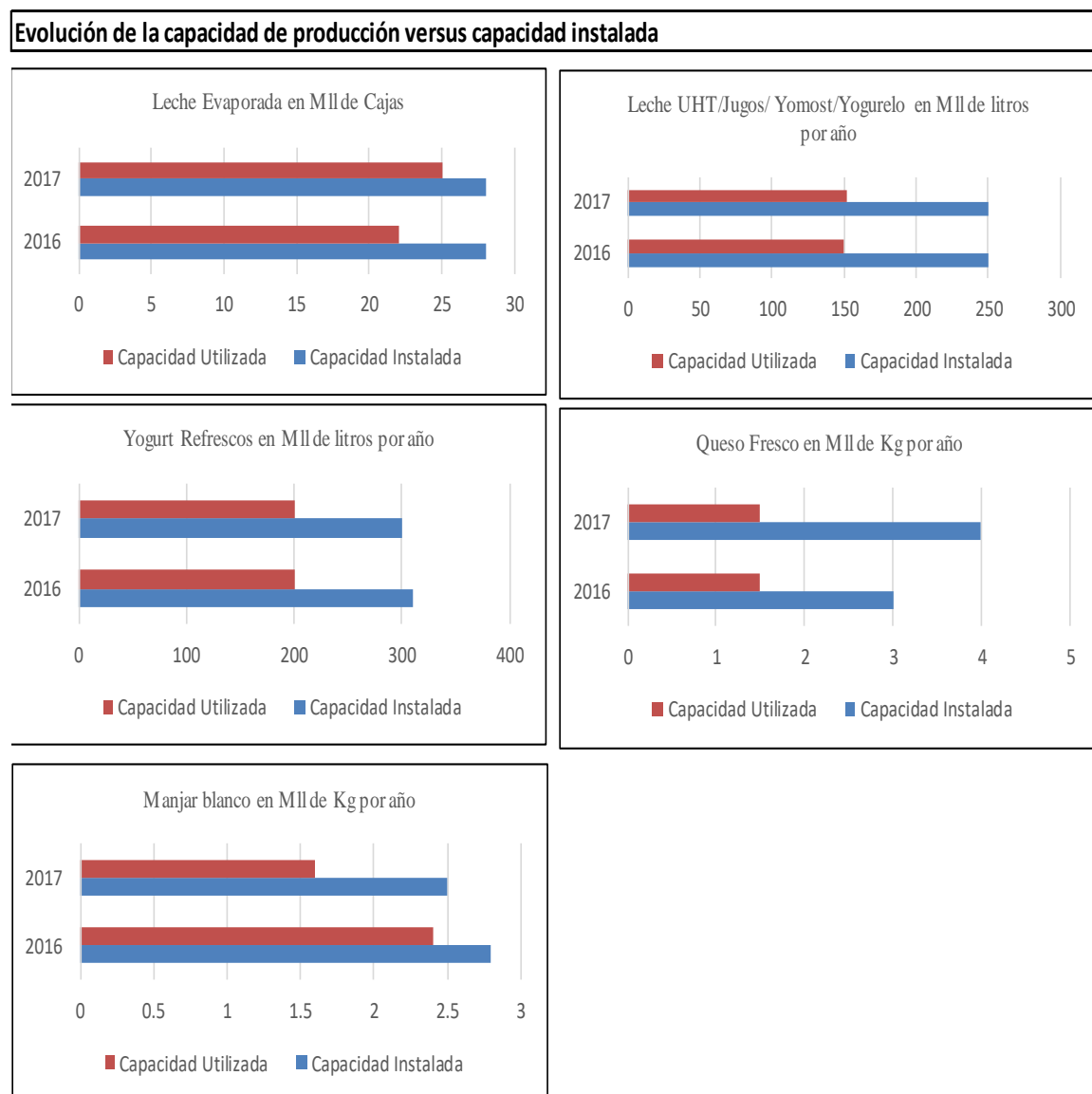
Ubicación geográfica de las plantas industriales



Fuente: www.gloria.com.pe

Anexo 4. Evolución de la capacidad de producción versus capacidad instalada

Se muestra la capacidad instalada por las diferentes líneas de negocio que tiene Gloria por los años 2016 y 2017



Fuente: Class & Asociados 2017

Elaboración propia 2018

Anexo 5. Acopio de leche en TM por principales departamentos

Hasta agosto del 2016, Deprodeca se encargaba de la distribución de productos de Gloria en la Red Lima y también de la venta directa en los demás departamentos del Perú. Por el servicio de distribución, Deprodeca incluía una comisión del 5% sobre el valor de ventas, mientras que para la venta directa, aplicaba un % de margen del 0,32%. Posteriormente, Deprodeca firmaría un nuevo contrato con adenda, por el cual ahora brinda servicios de gestión de distribución y comercialización, además de la gestión de la fuerza de ventas de la compañía, recibiendo un 7,5% de comisión sobre el valor de venta, dado principalmente distribuye en provincia y por conocimiento en zonas periféricas.

Así, a partir del reciente esquema de comercialización, Deprodeca pasó a representar el 8,1% de las ventas del primer semestre (aproximadamente el 30% de las ventas en periodos previos), mientras que las cadenas de supermercados (sin considerar a los mercados mayoristas) mantienen una participación relativamente estable en su conjunto, y si bien no es canal principal, registra cierto poder de negociación.

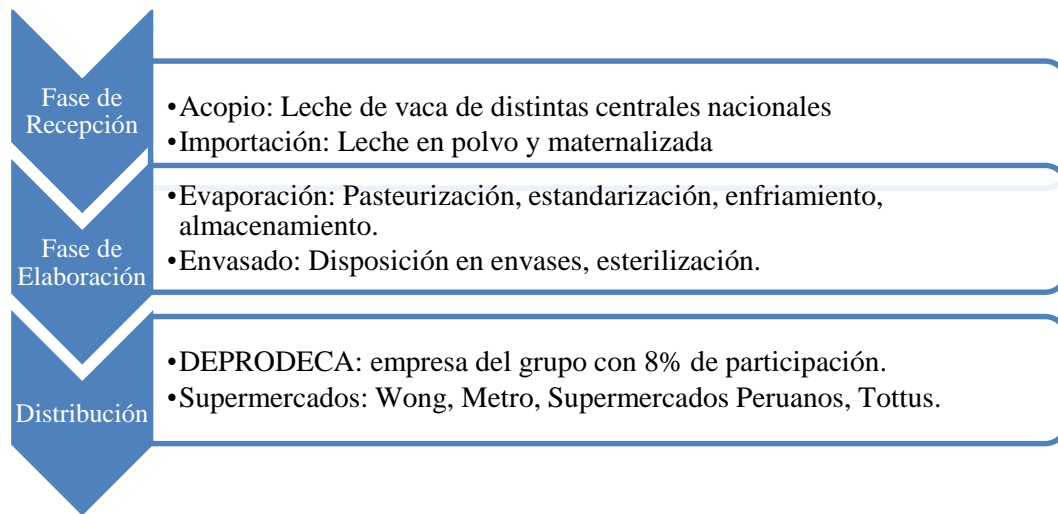
Anexo 6. Composición de ventas por canales de distribución.

Composición de Ventas por Canales de Distribución						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
DEPRODECA	1,152,275	1,271,242	1,335,026	1,428,042	989,890	272,282
VTA A TERCEROS	1,654,416	1,765,693	2,012,419	2,091,720	2,544,643	3,159,113

Fuente: Estados financieros Gloria 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017. Extraído de SMV

Anexo 7. Fases generales del proceso productivo

Se detallan las 3 fases principales del proceso productivo:



Anexo 8. Acciones que realizan en el marco de responsabilidad social

Las principales acciones que Gloria realiza son:

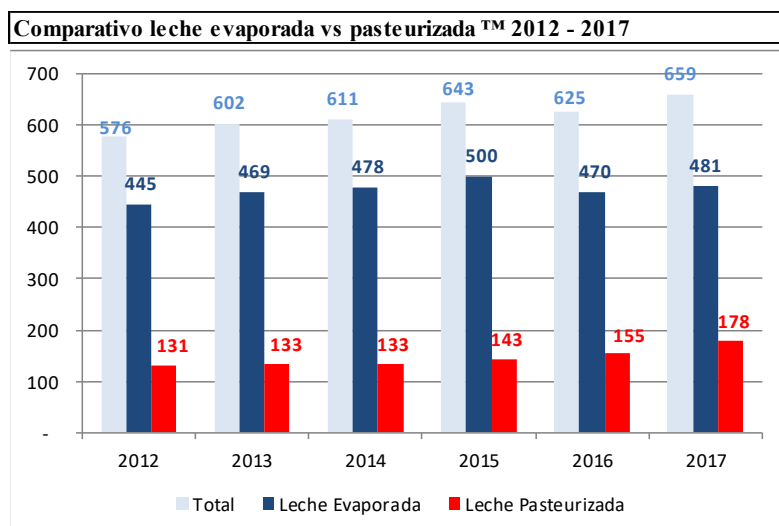
- Capacitación a ganaderos de las comunidades sobre mejorar la gestión, manejo y crianza del ganado así como también el uso de nuevas técnicas y tecnología que les permitan hacer un uso eficiente de los recursos con los que cuentan, muy limitado en la mayoría de los casos, mejorando también con ello la extracción de leche en mayores volúmenes para que mejoren sus ingresos.
- Implementación de sistemas de educación y capacitación bajo convenios con Institutos especializados en la formación de Agrónomos para que esta sea más sólida y permanente.
- Mejora de los servicios básicos y de saneamiento vía la Implementación de sistemas de agua potable y alcantarillado para las comunidades que carecen de estos servicios básicos.
- Contribución al desarrollo de las comunidades donde opera mediante la generación de puestos de trabajo además del beneficio colateral a otras empresas que se desenvuelven en el mismo ámbito, logrando así una mejor articulación productiva en la región.
- Campañas de salud y nutrición para reducir los índices de mortalidad y mejorando el bienestar integral de la comunidad y las familias.
- Conservación del medio ambiente, entendiendo la importancia del cuidado del mismo bajo programas de concientización a las comunidades como principales actores y vigilantes además de realizar campañas de forestación y otros de cómo afrontar el cambio climático siendo agentes de cambio y de manera positiva.

Anexo 9. Análisis del mercado de leche industrializada en el Perú

En cuanto a la producción nacional de leche evaporada, esta se encuentra en una etapa de receso puesto que los dos últimos años la tasa de crecimiento muestra un promedio de -3,7% con referencia a años anteriores donde se mantenía una tasa de crecimiento del 4% en promedio. Este cambio se explica por la madurez que tiene esta línea, además de los cambios en las preferencias de consumo que se dirigen en su mayor parte a la leche pasteurizada donde la producción nacional viene creciendo a una tasa del 10% en el último año 2017 y mantiene la misma tasa como promedio de los últimos 3 años alcanzando una producción de 177.000 TM al cierre del 2017

En la línea de los derivados lácteos, la mayor representatividad se encuentra en la producción nacional de yogur donde la producción alcanza los 216.000 TM al cierre del año 2017 con una tasa promedio de crecimiento sostenida del 7% en los últimos 5 años. Hace 5 años se encontraba con una producción de 177,000 TM y se espera que la tasa de crecimiento mejore debido a las preferencias de consumo además del mayor poder adquisitivo de la población.

El mercado de productos lácteos y derivados en el Perú se encuentra concentrado en 3 empresas que representan el 90% del total de colocación de estos productos que basan dentro de sus principales estrategias la integración vertical que poseen, pues todas ellas se encargan directamente del acopio, procesamiento, envasado y distribución lo que además les brinda una barrera de entrada a nuevos competidores.



Fuente: Asociación de ganaderos de lima / Estadística Agraria Mensual - MINAGRI 2018
Elaboración: Propia

En esta industria, Gloria destaca como el líder de mercado con 72% de participación, seguido por Laive S.A. con un 9% de participación y en tercer lugar por Nestlé Perú S.A. con el 8% de participación.

Anexo 10. Desarrollo del análisis PESTE

Fuerzas políticas, gubernamentales y legales²⁸

Existe legislación que permite la importación y exportación, hay apertura económica, las leyes están orientándose a la preservación de la calidad de los alimentos (ver anexo de legislación relacionada a lácteos), sin embargo, se tiene una gran deficiencia en infraestructura y competitividad y expuesto ante externalidades como desastres naturales.

El 2017 ha sido un año duro para el país. Muchos pensaron que con la decisión mayoritaria del Congreso de no vacar al Presidente de la República iba a terminar la incertidumbre, y que la calma iba a retornar en el 2018 sin embargo; resulta irónico que el Perú sea percibido en el exterior como un país que promete seguir creciendo en términos económicos; pero, en el frente interno se percibe caos por la fricción latente entre los poderes Ejecutivo y Legislativo, lo cual genera mucho ruido político a lo que se suman los intereses políticos que se han disparado con el indulto de Alberto Fujimori, el potencial conflicto que afrontará el partido que tiene la mayoría en el Congreso, además de las próximas elecciones regionales y municipales.

Según publicación del Foro Económico Mundial (WEF – World Economic Forum), a nivel de competitividad nuestro país se ubica en el puesto 72 de 137 países evaluados, en el *Ranking Global de Competitividad*, lo cual representa un retroceso de 5 posiciones respecto al Informe del año pasado y 11 posiciones respecto al puesto 61 que ocupó el año 2013. Tenemos mejoras en 4 de los 12 pilares: Infraestructura (89 a 86), Salud y educación básica (98 a 93), Preparación tecnológica (88 a 86) e Innovación (119 a 113).

Los retrocesos de nuestro país corresponden a los pilares: Instituciones (106 a 116), Entorno Macroeconómico (33 a 37), Educación superior y capacitación (80 a 81), Eficiencia del mercado de bienes (65 a 75), Eficiencia del mercado laboral (61 a 64), Desarrollo del mercado financiero (26 a 35) y Sofisticación empresarial (78 a 80).

Posiciones del Perú en el Ranking mundial		
Pilares	Posición	Valor
Instituciones	116	3.2
Infraestructura	86	3.8
Entorno Macroeconómico	37	5.4
Salud y Educación primaria	93	5.4
Educación Superior y Capacitación	81	4.1
Eficiencia de mercado de bienes	75	4.3
Eficiencia del mercado laboral	64	4.3
Desarrollo del mercado financiero	35	4.5
Preparación tecnológica	86	3.7
Tamaño de mercado	48	4.5
Sofisticación en materia de negocios	80	3.8
Innovación	113	2.8

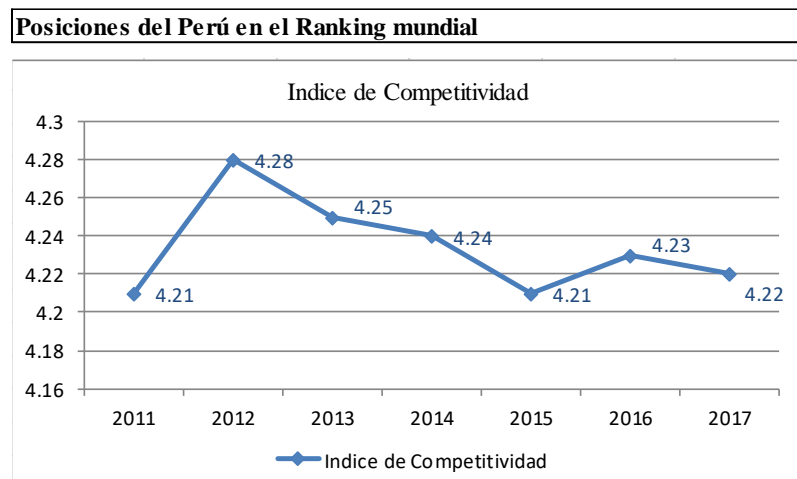
Fuente: WEF – World Economic Forum 2017

Elaboración propia 2018

²⁸ WEF: World Economic Forum.
SNI: Sociedad Nacional de Industria.

El WEF informó que, entre los factores más problemáticos para hacer negocios en el país, destacan este año la corrupción, burocracia gubernamental, impuestos, inadecuada infraestructura, regulaciones laborales restrictivas, inseguridad, entre otros

El informe del presente año muestra también una caída de Perú en el puntaje recibido (Score): 4,22. El año pasado, nuestro puntaje fue 4,23 y el 2012, 4,28.



Fuente: WEF- Evolución Perú (Score) Índice de competitividad 2011-2017

Elaboración propia 2018

Fuerzas económicas

Se presenta un escenario tímido en el crecimiento del PBI (y a la vez el consumo privado y la demanda interna) y lento en el sector agropecuario, presentando una desventaja de la industria láctea donde la zona ganadera tiene una distancia cerca de 400 km a la planta de procesamiento, siendo en otros países 100 km por ello la necesidad de importar insumos.

La economía se desaceleró principalmente como consecuencia de la caída del precio internacional de los *commodities*, entre ellos el cobre, principal producto de exportación peruano. Esto generó una contracción de la inversión privada, menores ingresos fiscales y una desaceleración del consumo. Así, en los últimos cuatro años, el PIB registró un crecimiento promedio de 3,1 por ciento.

Dos factores atenuaron el efecto sobre el producto de este choque externo, permitiendo que, aunque más lentamente, el PBI siga aumentando. Primero, la prudencia con la que se habían manejado en años previos tanto la política fiscal, como la monetaria y cambiaria. Esto permitió, por un lado, sobrellevar la caída de los ingresos fiscales sin ajustes drásticos en el gasto, y por el otro, contar con las reservas internacionales para permitir un ajuste ordenado del tipo de cambio. Segundo, el aumento de la producción minera, debido a la maduración de los proyectos que se habían gestado durante los años de auge, lo que impulsó las exportaciones y contrarrestó la desaceleración de la demanda interna.

Composición del PBI por Sectores en %					
PRODUCTO BRUTO I	2013	2014	2015	2016	2017
Agropecuario	5.4%	5.4%	5.4%	5.3%	5.3%
Pesca	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Minería	12.1%	11.7%	12.4%	13.8%	13.9%
Manufactura	15.0%	14.1%	13.5%	12.8%	12.4%
Electricidad y agua	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%
Construcción	6.9%	6.8%	6.2%	5.8%	5.8%
Comercio	11.0%	11.2%	11.2%	11.0%	10.8%
Servicios *	47.5%	48.7%	49.1%	49.1%	49.5%
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

* Incluye derechos de importación e impuestos a los productos

Fuente: INEI 2017 y BCR 2017

Elaboración: Gerencia Central de Estudios Económicos.

Fuerzas sociales, culturales y demográficas

Se presenta como una oportunidad la población de cerca de 32 millones y con crecimiento y mejoras en la espera de vida, y así mismo el 28% de la PEA tiene empleo formal, siendo mayoritariamente la población rural y concentrada en Lima. La cifra estimada es de 32.162.184 peruanos, de los cuales un 52,1% pertenecen a la población adulta de entre 21 a 59 años, quienes han mostrado un crecimiento progresivo estos últimos dos años. Sin embargo, la esperanza de vida promedio es de 75 años habiendo incrementado con respecta al quinquenio anterior en 4 años, el crecimiento poblacional alcanza el 1,04%. La información poblacional es revisada a manera global, por departamentos del Perú, principales ciudades, y distritos de Lima Metropolitana. El 78,2% pertenece al área urbana del país, del cual el 32,2% es de Lima Metropolitana.

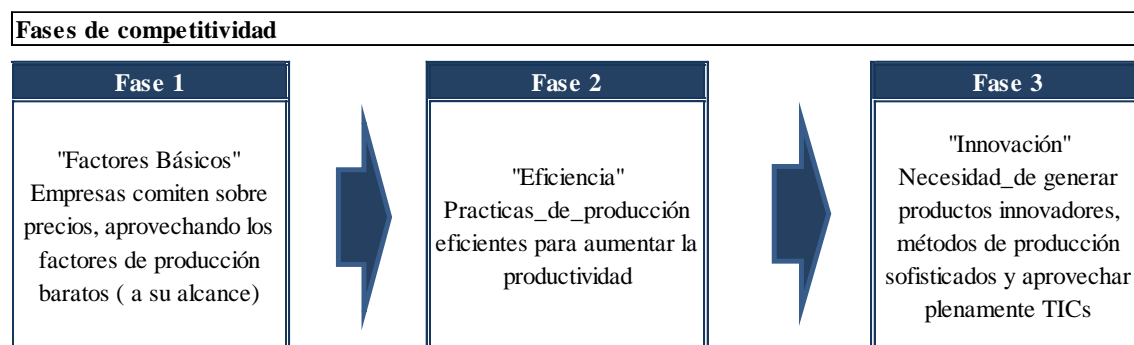
Población del Perú al 2017						
Departamento	TOTAL		URBANA		RURAL	
	Miles	%	Miles	%	Miles	%
Lima	11,181.70	35.1	10,982.30	45	199.4	2.6
La Libertad	1,905.30	6.1	1,492.50	6.1	412.8	5.6
Piura	1,873.00	5.9	1,452.60	5.9	420.4	5.7
Cajamarca	1,537.20	4.8	537	2.2	1,000.20	13.6
Puno	1,442.90	4.5	785.8	3.2	657.1	8.9
Junín	1,370.20	4.3	900.4	3.7	469.8	6.4
Cusco	1,331.80	4.2	740.8	3	591	8
Arequipa	1,315.50	4.1	1,184.20	4.8	131.3	1.8
Lambayeque	1,280.70	4	1,054.10	4.3	226.6	3.1
Áncash	1,160.50	3.6	710.8	2.9	449.7	6.1
Loreto	1,059.00	3.3	715.3	2.9	343.7	4.7
Huánuco	872.5	2.7	338.6	1.4	533.9	7.3
San Martín	862.8	2.7	564.8	2.3	298	4.1
Ica	802.6	2.5	739.9	3	62.7	0.9
Ayacucho	703.7	2.2	383.7	1.6	320	4.4
Ucayali	506.9	1.6	403.4	1.6	103.5	1.4
Huancavelica	502.1	1.6	117.8	0.5	384.3	5.2
Apurímac	462.8	1.5	185.9	0.8	276.9	3.8
Amazonas	425	1.3	193.1	0.8	231.9	3.2
Tacna	350.1	1.1	305.4	1.2	44.7	0.6
Pasco	308.5	1	200.6	0.8	107.9	1.5
Tumbes	243.3	0.8	231.7	0.9	11.6	0.2
Moquegua	184.2	0.6	147.1	0.6	37.1	0.5
Madre de Dios	143.7	0.5	113.6	0.5	30.1	0.4
TOTAL	31,826.00	100	24,481.40	100	7,344.60	100

Fuente: INEI - 2017

Fuerzas tecnológicas y científicas²⁹

El modelo de competitividad del WEF considera que los países pasan por 3 fases de desarrollo con 2 fases de transición. Primera Fase: Economía basada en factores básicos de producción. Segunda fase: Economía basada en la eficiencia (nuestro país se encuentra ubicado en esta fase). Tercera Fase: Economía basada en la Innovación.

Uno de los pilares que impactan en los aspectos tecnológicos es preparación tecnológica el cual baja en dos posiciones de 84 a 86 para el año 2017.



Fuente: WEF - World Economic Forum 2017

Elaboración propia 2018

Fuerzas ecológicas y ambientales³⁰

El crecimiento económico y el incremento constante del consumo han contribuido con el deterioro del medio ambiente. Esto se debe a que los procesos productivos se hacen más intensos en maquinaria, generando emisiones y consumiendo recursos, tanto hídricos como energéticos. Adicionalmente el consumo genera residuos sólidos, que son todos los materiales derivados de las actividades humanas, bien sean industriales o urbanas, considerando también las actividades agropecuarias, que se encuentran en fase sólida.

A mayor crecimiento económico hay más capacidad de gasto y de compras, por lo que se genera más basura, siendo esta una realidad del Perú. Esto se debe a que muchos productos se presentan envueltos en papel, plásticos o cartón a los que se suma la abundante publicidad y propaganda que es arrojada diariamente a la vía pública, generando más basura. El problema general de los residuos sólidos es que no va acompañado de programas de reducción, reúso, ni reciclaje. Asimismo los efectos de la minería ilegal que afectan el ecosistema.

Frente a todo esto, el Perú ha mejorado el marco legal e institucional en materia ambiental. Se han emitido leyes que norman la entrega de licencias medioambientales y fortalecen el marco medioambiental dentro de los sectores claves, como son minería, energía y bosques. Sin embargo, aún hay oportunidad de mejorar en el fortalecimiento del marco legal en materia ambiental, que favorece a las empresas formales.

²⁹ WEF: World Economic Forum 2017.

³⁰ Banco Mundial.
SPDA: Sociedad Peruana de Derecho Ambiental.

A manera de resumen, los mecanismos legales que han usado los distintos países alrededor del mundo son:

Tipos de Legislación en favor del medio ambiente		
Leyes de primera generación	Leyes de segunda generación o híbridas	Impuesto al consumidor o a la empresa
Leyes que prohíben las bolsas de plástico según su grosor, a las bolsas más delgadas.	Leyes que prohíben el uso de bolsas de plástico delgadas y pequeñas e imponen un impuesto al consumidor por el uso de bolsas, el cual puede ser consecuente del traslado de la carga desde el fabricante y el distribuidor.	Leyes que imponen un impuesto a todas las bolsas de plástico que son de transporte de mercancías.

Fuente: Sociedad Peruana de Derecho Ambiental (SPDA) - 2018

Elaboración propia 2018

Anexo 11. Desarrollo del análisis de Porter

1. Amenaza de entrada de nuevos competidores

Gloria se mantiene como líder en el mercado con una participación del 72% sobre sus competidores más cercanos como los son Nestlé y Laive. Esto de primera vista indicaría que para un sector de consumo masivo, como lo es el sector lácteo, en el que se encuentra Gloria S.A. y sus principales competidores, resulta poco interesante y atractivo para muchos otros competidores, el querer incursionar en este mercado, aún para competidores con experiencia en otras plazas diferentes a la local; no es tan sencillo como parece puesto que Gloria ha desarrollado altas barreras de ingreso a nuevos competidores basados en una estructura vertical eficiente con integraciones hacia atrás y hacia delante, estos procesos inician desde el acopio, producción, envasado, gran red de distribución, comercialización que le llevan a obtener economías de escala que Gloria ha alcanzado y que le genera una fortaleza frente al ingreso de nuevos competidores, además del posicionamiento de marca que posee y el cual ha cimentado a lo largo de más de 60 años que le permiten a Gloria alcanzar una diferenciación que el consumidor final percibe como calidad y que convierte a Gloria en el líder del sector.

Como referencia se tuvo el ingreso de dos competidores en los años 1990 New Zeland y Friesland Brand, este último a través de su marca Bella Holandesa que a pesar de ser compañías con experiencia en el sector, no pudieron sostener su permanencia en el mercado ya ganado por Gloria, teniendo una de ellas, que vender sus activos a Gloria antes de retirarse.

2. Rivalidad entre competidores

Al encontrarse Gloria en un sector de consumo masivo, esta se convierte en un mercado muy competitivo además de ser solo tres los principales competidores o los más representativos, hace de este mercado mucho más intenso en cuanto a competencia, sin embargo estos no son tan grandes en cuanto a la participación de mercado que ostentan con referencia al 72% que posee Gloria.

La rivalidad entre competidores se da en el plano de las campañas agresivas de *marketing* y en donde resalta la fuerte inversión que Gloria realiza para mantener la cuota de mercado y atraer nuevos clientes ante el crecimiento del sector.

De otro lado la rivalidad también se da en cuanto a los productos que ofrecen ya que tanto Gloria como Nestlé y Laive se encuentran innovando en cuanto a los productos y todo lo que ello implica como presentación, envase, etc.

3. Poder de negociación de los proveedores

El poder de negociación de los proveedores no es alto por lo que se considera de relevancia media debido a que el número de proveedores como lo son los más de 16,000 ganaderos ubicados a lo largo de la cuenca del norte, centro y sur del Perú y que proveen a Gloria de leche fresca como insumo principal y determinante para la producción, se muestran diversificados por el alto número, otro detalle es que al no encontrarse asociados, significa para Gloria una ventaja al momento de negociar plazos de entrega, cantidades, precios y condiciones. Es importante tener en cuenta que existe una alerta por el poder que tiene Gloria sobre los proveedores (ganaderos) donde estos últimos no se sienten tan satisfechos y que en algún momento podría significar un problema real que hasta el momento, Gloria viene llevando bien.

4. Poder de negociación de los compradores

Al tratarse de un producto de consumo masivo y de primera necesidad, Gloria cuenta con una amplia cartera de clientes diversificados, ello además de que la producción es cubierta por DEPRODECA (empresa del Grupo) con una importante participación y el resto está compuesto por supermercados y bodegas, quienes por la alta demanda del producto aceptan las condiciones que Gloria les brinda dentro de lo aceptable y conveniente para todas las partes, por tanto Gloria no cede poder de negociación.

5. Amenaza de ingreso de productos sustitutos

Existen productos sustitutos en el mercado pero que no tienen la aceptación o no significan mayor amenaza para Gloria como lo son por ejemplo la leche de Soya pero el consumidor final prefiere los productos lácteos y por el valor nutritivo que esta proporciona y que no consigue en los sustitutos que existen en el mercado, esto a la vez reforzado por la fuerte creencia de que la leche es sino uno de los principales alimentos para la salud. Se suma además que Gloria pone en el mercado diferentes presentaciones y derivados de la leche a fin de cubrir la demanda cambiante que pueda existir y que encuentra en los diferentes productos el valor que busca.

Anexo 12. Desarrollo de la propuesta de valor de Gloria

Abordaremos el desarrollo de la propuesta de valor de Gloria en 2 aspectos, cuantitativo y cualitativo:

1. Cuantitativos

Precio: Diferenciación en precios por la diversidad de productos que pone en el mercado los cuales van dirigidos a diferentes perfiles y preferencias de los consumidores.

Calidad: Fuerte inversión en tecnología, mejora continua en sus procesos que la hace estar a la vanguardia de los estándares internacionales, prueba de ello es la obtención del ISO 9001 y el ISO 22000 que hacen posible la entrega de un producto de calidad.

Cobertura: Cobertura a nivel nacional con un eficiente proceso de distribución que hacen que los productos se encuentren en todos los lugares al alcance del consumidor.

2. Cualitativos

Diseño: Rediseño constante de sus productos e innovación de los mismos para cada tipo de preferencia y gusto del cliente.

Marca: Generación de confianza a través del tiempo, brindando un portafolio de productos diversificado y de calidad que ha ido trascendiendo de generación en generación.

Anexo 13. Estados financieros históricos Gloria 2013-2017

Balance general de Gloria de 2013 a 2017 (en miles de soles)					
	2013	2014	2015	2016	2017
Activos Corrientes					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	82,662	42,026	56,172	49,342	76,613
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	183,381	219,110	212,838	299,202	273,195
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	35,229	64,997	36,667	26,994	24,337
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	275,604	308,729	378,410	358,266	278,188
Inventarios	614,559	770,355	808,126	663,725	598,755
Gastos pagados por adelantado	7,314	7,901	20,651	6,278	3,845
Total Activos Corrientes	1,198,749	1,413,118	1,512,864	1,403,807	1,254,933
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	87,870	134,564	163,636	174,842	174,775
Otras Cuentas por Cobrar	30,818	5,149	2,842	9,344	3,957
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	-	-	8,206	-	-
Propiedades de Inversión	-	-	42,296	41,688	203,311
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	1,235,631	1,287,240	1,432,572	1,480,392	1,556,886
Activos intangibles distintos de la plusvalía	7,675	10,164	15,179	16,968	17,180
Total Activos No Corrientes	1,361,994	1,437,117	1,664,731	1,723,234	1,956,109
TOTAL DE ACTIVOS	2,560,743	2,850,235	3,177,595	3,127,041	3,211,042
Pasivos Financieros					
Cuentas por Pagar Comerciales	100,614	173,795	106,857	195,278	80,906
Cuentas por Pagar a relacionadas	294,628	329,620	449,116	223,977	298,164
Otros Pasivos corrientes	126,564	78,738	65,707	81,832	65,965
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	174,896	170,360	219,041	291,410	310,676
	2,728	-	-	-	-
Total Pasivos Corrientes	699,430	752,513	840,721	792,497	755,711
Otros Pasivos Financieros	316,102	469,182	645,345	640,067	709,161
Cuentas por Pagar Comerciales	-	-	5,403	2,280	-
Pasivos por impuestos diferidos	94,730	84,680	85,122	95,635	92,560
Total Pasivos No Corrientes	410,832	553,862	735,870	737,982	801,721
TOTAL PASIVOS	1,110,262	1,306,375	1,576,591	1,530,479	1,557,432
Patrimonio					
Capital Emitido	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502
Acciones de Inversión	39,117	39,117	39,117	39,117	39,070
Otras Reservas de Capital	75,341	76,441	76,500	76,500	76,500
Resultados Acumulados	953,521	1,045,800	1,102,885	1,098,443	1,155,538
Total Patrimonio	1,450,481	1,543,860	1,601,004	1,596,562	1,653,610
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,560,743	2,850,235	3,177,595	3,127,041	3,211,042

Fuente: Estados Financieros Gloria, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 - Extraído de la SMV

Elaboración: Propia, 2018

Estado de resultados de Gloria de 2013 a 2017 (en miles de soles)					
	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias					
Ingresos de Ventas	3,036,935	3,347,445	3,519,762	3,534,533	3,431,395
Costo de Ventas	-2,242,352	-2,578,997	-2,713,928	-2,631,358	-2,467,801
Ganancia (Pérdida) Bruta	794,583	768,448	805,834	903,175	963,594
Gastos de Ventas y Distribución	-247,649	-294,396	-321,008	-399,547	-490,410
Gastos de Administración	-147,531	-134,442	-138,298	-140,299	-162,775
Otros Ingresos Operativos	19,660	43,106	25,640	29,666	23,823
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	419,063	382,716	372,168	392,995	334,232
Ingresos Financieros	5,194	1,576	2,412	4,669	23,923
Gastos Financieros	-32,276	-36,610	-59,462	-68,401	-55,454
Diferencias de Cambio neto	-23,303	1,346	-741	2,241	2,156
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	368,678	349,028	314,377	331,504	304,857
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-117,713	-104,125	-100,363	-115,446	-97,502
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	250,965	244,903	214,014	216,058	207,355

Fuente: Estados Financieros Gloria, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 - Extraído de la SMV

Elaboración: Propia, 2018

Anexo 14. Identificación de riesgos y las acciones que realiza Gloria

Descripción de riesgos para Gloria

	Tipos	Definición	LECHE GLORIA S.A.
Riesgo de Mercado	Riesgo de tasa de interés	Riesgo de que el valor razonable o flujos de caja futuros de un instrumento financiero fluctúen debido a cambios en las tasas de interés de mercado.	Las exposiciones de la Compañía aquí, se relacionan principalmente con los depósitos a plazo y las obligaciones financieras con tasas de interés flotante. La Compañía maneja su riesgo de tasa de interés mediante la obtención de deudas con tasa de interés fija.
	Riesgo de tipo de cambio	Riesgo de que el valor razonable o flujos de caja futuros de un instrumento financiero fluctúen debido a cambios en los tipos de cambio	La exposición de la Compañía aquí, se relaciona principalmente a las actividades operativas de la Compañía. La Compañía factura la venta local de sus productos principalmente en soles. El riesgo de tipo de cambio surge de las cuentas por cobrar por ventas al exterior, de los préstamos otorgados/recibidos en dólares estadounidenses a/de entidades relacionadas y por las transacciones pasivas y endeudamiento con ciertas entidades financieras que se mantienen en esa moneda. La Compañía no utiliza instrumentos financieros derivados para cubrir su exposición al riesgo de tipo de cambio; sin embargo, tiene como objetivo mantener una posición neta que evite cualquier variación significativa en el tipo de cambio.
	Riesgo precio	Riesgo de mercado que surge de sus inversiones en instrumentos de patrimonio.	La Compañía no está expuesta a este riesgo. Estas inversiones son realizadas íntegramente en entidades no cotizadas y son mantenidas con fines estratégicos más que con propósitos de negociación en el mercado. La Compañía está expuesta a riesgos comerciales provenientes de cambios en los precios de materias primas necesarias para la producción, los mismos que son cubiertos a través de negociaciones corporativas del Grupo económico al cual pertenece con los proveedores correspondientes.
Riesgo de crédito	Riesgo de crédito	Es la posible pérdida que asume un agente económico como consecuencia del	La Gerencia considera que la Compañía no tiene riesgo de crédito significativo sobre las cuentas por cobrar comerciales y a entidades relacionadas debido a la política de gestión de cobranzas, no habiéndose presentado problemas significativos
Riesgo de liquidez	Riesgo de liquidez	Posibilidad de que una sociedad no sea capaz de atender a sus compromisos de pago a corto plazo.	La Compañía administra el riesgo de liquidez mediante el monitoreo de flujos de efectivo y los vencimientos de sus activos y pasivos financieros. La Gerencia administra el riesgo asociado con los importes incluidos en cada una de las categorías mencionadas anteriormente; la Compañía mantiene líneas de crédito en bancos locales, así como también solventa su capital de trabajo con los flujos de efectivo proveniente de sus actividades de operación, financiamiento y de inversión.

Fuente: Elaboración propia 2018.

Anexo 15. Desarrollo de supuestos para proyección de estados financieros

Rubro	Supuestos
Ventas	Se toman como datos e insumos los estados financieros auditados, obtenidos de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)
	Se realiza la proyección a 10 años como período explícito.
	<p>Para la proyección de ventas, se desagrega las principales líneas de negocio que tiene Gloria y que representan el 83,6% del total de sus ventas en el promedio de los últimos 5 años. Así tenemos las 3 líneas más importantes con la participación del total de ventas de Gloria como leche evaporada con el 58,6%, leche pasteurizada-UHT con el 8,9% y yogur con el 16,1%. Para la diferencia del 100% de las ventas se toma el rubro “Otras líneas” como un total, el mismo que también se proyecta.</p> <p>Para la proyección de ventas de cada línea, se calculan sobre la base de Precio por Cantidad (PxQ) los cuales se obtienen de la siguiente forma</p> <ul style="list-style-type: none"> • Cantidad: Se descompone de la producción nacional de cada línea (evaporada, UHT y yogur), usando como fuente la información del MINAGRI y tomando como factor, la participación de mercado que tiene Gloria por cada línea. • Precio: Teniendo los datos de cantidad por cada línea, se calcula el precio nominal sobre la base de las ventas totales por cada línea que tiene Gloria en las Memorias anuales. <p>Una vez obtenidos los datos de precio y cantidad, estos se proyectan usando regresiones que ampliaremos en el anexo 16 siguiente..</p>
Costo de ventas	<p>El costo de ventas ha sido desagregado en las subcuentas como: mercaderías, productos terminados, productos en proceso, materia prima, mano de obra directa, gastos de fabricación, etc. Estas se proyectan sobre los históricos de cada subcuenta donde el período de los históricos se calcula uno a uno sobre el análisis horizontal realizado por cada subcuenta.</p> <p>En cuanto a la depreciación de este rubro, se proyecta sobre el importe de los activos proyectados y su respectiva distribución promedio de los últimos 5 años.</p>
Gasto de ventas	<p>Los gastos de venta se desagregan en las subcuentas (10) que componen este rubro siendo dos de ellas las que concentran el 84% como son Publicidad y promociones con 36% y Comisiones con 48%. Publicidad y promociones se proyecta sobre un factor de 4,28% en relación con las ventas, que se toma del histórico de los últimos 5 años, mientras que las comisiones se proyectan sobre la base de los dos últimos años 2016-2017 debido al cambio de contrato con Deprodeca donde el % de comisión pactado se incrementa y se estima que continúe de la misma forma en los próximos años. La depreciación de este rubro, se proyecta sobre el importe de los Activos proyectados y su respectiva distribución promedio de los últimos 5 años.</p>
Gasto de administración	<p>Los gastos de administración se desagregan en las subcuentas (11) como servicios prestados por terceros, cargas de personal, honorarios a directores, etc. que se proyectan sobre el factor obtenido del promedio del histórico de los últimos 5 años. La depreciación de este rubro, se proyecta sobre el importe de los activos proyectados y su respectiva distribución promedio de los últimos 5 años.</p>
Gastos financieros	<p>Los gastos financieros se proyectan en base a los intereses por pagar proyectados de los pagarés, tanto por los existentes a la fecha como los que se proyecta a tomar por las necesidades de operación y de inversión tanto de corto como de largo plazo. El costo financiero considerado para los pagarés, se realizó sobre lo real y proyectado, usando 4,03% de acuerdo a la SBS-2017 mientras que para lo proyectado se toma 3,5% de acuerdo a las proyecciones de acuerdo a las notas publicadas de estudios del BCRP.</p>

Gasto por impuesto a las ganancias	La tasa de impuesto usada para la proyección es de 32,10% que es la tasa efectiva de impuestos que paga Gloria en base al histórico promedio de los últimos 5 años
Efectivo y equivalentes al efectivo	La cuenta de efectivo de cada período se toma sobre el resultante de los cambios netos en efectivo luego de las variaciones de los flujos de efectivo de las actividades de operación, financiamiento e inversión. A esto se le agrega el efectivo y equivalente al inicio del ejercicio.
Cuentas por cobrar comerciales	Se proyectan sobre el plazo promedio de cobranzas (PPC) de 29,6 días sobre ventas. El PPC se toma sobre los dos últimos años 2016-2017 debido a que Gloria realiza en estos años, un cambio en el contrato y modalidad de venta y distribución con su afiliada Deprodeca que afecta este ratio.
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	Este rubro se desagrega en dos subcuentas: cuentas por cobrar comerciales y diversas (CPCCD) y prestamos e intereses por cobrar (PIPC) que por la naturaleza de ambas se proyectan de diferente forma; el CPCCD por el plazo promedio de cobranzas de 20,7 por las ventas del período proyectado mientras que el PIPC se proyecta sobre el factor histórico de los últimos 5 años sobre ventas.
Inventarios	Los inventarios se proyectan sobre el desagregado de sus 7 subcuentas; donde mercaderías (47,7) productos terminados (31,8), productos en proceso (72,2) y materia prima (11,1) se proyectan sobre el ratio de rotación hallado sobre ventas. De otro lado las otras tres sub cuentas: repuestos y suministros diversos, inventarios por recibir y estimación por deterioro se proyectan sobre el histórico de los últimos años.
Activo fijo	<p>Para la proyección de los activos fijos, se desagregaron en sus tres principales líneas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Propiedades planta y equipos: Abriendo el detalle por terrenos, edificios y plantas, maquinaria y equipo, muebles y enseres, unidades de transporte y finalmente obras en curso y unidades por recibir. • Propiedades de inversión: Abriendo el detalle por terrenos y edificios-plantas. • Activos intangibles: Abriendo el detalle por <i>software</i>, patentes, marcas y otros. <p>Cada una de estas tres líneas fue proyectada en base al análisis horizontal de los últimos 5 años determinando el factor de adiciones, retiros, transferencias, etc. sobre ventas del año siguiente que va en función de la proyección de ventas.</p> <p>También se proyectan las depreciaciones por las líneas 1 y 2 mientras que para la línea 3 se estima la amortización. Todo ello para tener el activo fijo neto de cada línea.</p> <p>Las depreciaciones de las líneas se distribuyen en el estado de resultados a los rubros de costo de ventas, gasto de ventas y gasto de administración en función de la distribución % histórica de los últimos 5 años.</p>
Cuentas por pagar comerciales Cuentas por pagar a relacionadas	Ambos rubros de proyectan sobre la base del período promedio de pago, hallado sobre el saldo de cuentas por pagar de cada rubro sobre el costo de ventas x 360 días, todo ello aplicado sobre análisis horizontal del histórico de los últimos 5 años, que resultan en ratios de 46 para cuentas por pagar comerciales y 11 para cuentas por pagar a relacionadas.
Pasivos financieros	Los pasivos financieros (corriente y no corriente) se encuentran proyectados en base al vencimiento de los bonos y los pagarés proyectados, tanto por los existentes a la fecha como los que se proyecta a tomar por las necesidades de operación y de inversión tanto de corto como de largo plazo.
Dividendos	Los dividendos se proyectan sobre el ratio de <i>payout</i> que mantiene Gloria en el análisis horizontal histórico de los últimos 5 años que nos da resultado de 0,733

Anexo 16. Desarrollo de supuestos para la proyección de ventas por regresión

Rubro	Supuestos para la regresión
Generales	Se analiza un periodo histórico de 24 años, desde 1993 al cierre 2017.
	Se escogen variables explicativas como PBI y población que cumplen con pruebas estadísticas de heterocedasticidad y autocorrelación, las cuales explicaran el comportamiento futuro de las variables dependientes de cantidad por cada línea de negocio.
	Se proyectan las variables precio y cantidad de las líneas de negocio leche evaporada, UHT, yogur y otros a 10 años, del 2017 al 2027.
Variable explicativa PBI	Para la proyección del PBI se toman en cuenta la encuesta de expectativa macroeconómica publicada por el BCR, tomada a los analistas económicos y sistema financiero la cual proyecta un crecimiento de 3,5%
Variable explicativa Población	Para la proyección de la población se toma lo calculado por el INEI (Instituto Nacional de Estadística e Informática)
Variables explicadas o dependientes	Las variables dependientes o explicadas consideradas en la regresión son leche evaporada, UHT, yogur y otros, todas medidas en toneladas métricas (TM).
Precio	Se consideraron los precios de cada línea de negocio y se realizó una autorregresión tomando como variables independientes o explicativas sus periodos t-1 y t-2 para definir la proyección.
PxQ	Una vez obtenido el resultado proyectado de los precios y cantidades, estos se multiplican para obtener el proyectado de venta.

Variables usadas en la regresión

Variables dependientes							Variables Explicativas					
Año	Volumen			Precio			Año	PBI	Tasa Crecimiento PBI	Población	Tasa Crecimiento Población	Evento Adverso
	Leche Evaporada TM	Leche Pasteurizada (UHT) TM	Yogurt TM	Leche Evaporada por TM	Leche Pasteurizada (UHT) por TM	Yogurt por TM						
1993	107,727	6,879	2,727	3.50	3.21	4.31	1993	162,093,000		23,073,150		0
1994	108,677	7,631	2,727	3.59	3.00	4.46	1994	182,043,671	12.3%	23,501,974	1.9%	0
1995	109,486	8,804	2,727	3.69	2.69	4.62	1995	195,535,991	7.4%	23,926,300	1.8%	0
1996	110,806	8,448	2,727	3.86	2.96	4.89	1996	201,009,290	2.8%	24,348,132	1.8%	0
1997	111,330	10,512	2,727	4.03	2.50	5.13	1997	214,028,291	6.5%	24,767,794	1.7%	0
1998	119,391	16,397	2,727	3.97	1.69	5.42	1998	213,189,993	-0.4%	25,182,269	1.7%	1
1999	129,138	21,855	7,368	3.83	1.37	4.65	1999	216,376,741	1.5%	25,588,546	1.6%	0
2000	162,181	26,085	10,434	3.64	1.37	3.92	2000	222,206,707	2.7%	25,983,588	1.5%	0
2001	159,937	27,948	13,549	4.05	1.41	3.32	2001	223,579,576	0.6%	25,692,657	-1.1%	1
2002	183,949	30,719	21,005	3.78	1.45	3.06	2002	235,772,947	5.5%	26,074,309	1.5%	0
2003	212,543	40,716	28,476	3.81	1.15	4.65	2003	245,592,614	4.2%	26,455,961	1.5%	0
2004	244,597	36,967	35,683	3.62	1.61	4.76	2004	257,769,786	5.0%	26,837,612	1.4%	0
2005	270,701	39,283	44,315	3.61	1.92	4.35	2005	273,971,154	6.3%	27,219,264	1.4%	0
2006	298,917	36,881	52,973	3.65	2.38	4.58	2006	294,597,831	7.5%	28,151,443	3.4%	0
2007	319,493	52,145	69,227	3.91	2.22	4.40	2007	319,692,999	8.5%	28,481,901	1.2%	0
2008	315,308	71,689	89,703	4.27	1.96	3.00	2008	348,923,004	9.1%	28,807,034	1.1%	1
2009	295,996	82,327	100,967	4.31	1.88	2.99	2009	352,584,017	1.0%	29,132,013	1.1%	0
2010	339,017	83,260	113,202	4.13	2.28	2.97	2010	382,380,000	8.5%	29,461,933	1.1%	0
2011	346,213	85,693	120,521	4.51	2.42	3.16	2011	407,051,983	6.5%	29,797,694	1.1%	0
2012	366,860	102,501	134,075	4.68	2.28	3.22	2012	431,272,986	6.0%	30,135,875	1.1%	0
2013	384,036	100,909	144,095	4.86	2.36	3.39	2013	456,448,718	5.8%	30,475,144	1.1%	0
2014	406,539	102,393	158,277	4.96	2.57	3.46	2014	467,432,804	2.4%	30,814,175	1.1%	0
2015	423,879	109,915	169,657	4.77	2.98	3.47	2015	482,889,585	3.3%	31,151,643	1.1%	0
2016	379,231	114,634	163,461	5.25	2.92	3.55	2016	502,341,309	4.0%	31,488,625	1.1%	0
2017	362,427	121,473	168,016	5.43	2.82	3.06	2017	514,926,678	2.5%	31,826,018	1.1%	1
							2018	532,949,112	3.5%	32,162,184	1.1%	0
							2019	551,602,331	3.5%	32,495,510	1.0%	0
							2020	570,908,412	3.5%	32,824,358	1.0%	0
							2021	590,890,207	3.5%	33,149,016	1.0%	0
							2022	611,571,364	3.5%	33,470,569	1.0%	0
							2023	632,976,362	3.5%	33,788,589	1.0%	0
							2024	655,130,534	3.5%	34,102,668	0.9%	0
							2025	678,060,103	3.5%	34,412,393	0.9%	0
							2026	701,792,207	3.5%	34,718,378	0.9%	0
							2027	726,354,934	3.5%	35,020,909	0.9%	0

Anexo 17. Estados financieros proyectados – 10 años

Balance general proyectado (en miles de soles)										
	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Activos Corrientes										
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	75,551	83,141	40,572	47,271	66,149	85,394	43,022	82,593	141,483	41,725
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	310,065	340,698	365,660	377,236	409,239	415,436	455,710	455,114	505,587	495,914
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	31,645	34,771	37,318	38,500	41,766	42,398	46,509	46,448	51,599	50,612
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	299,058	328,604	352,679	363,845	394,711	400,688	439,532	438,957	487,639	478,309
Inventarios	623,102	683,642	732,805	755,389	818,015	829,457	907,744	904,983	1,002,402	980,537
Gastos pagados por adelantado	8,696	9,114	9,414	9,666	7,836	8,095	8,804	8,822	8,773	8,666
Total Activos Corrientes	1,348,116	1,479,970	1,538,450	1,591,907	1,737,715	1,781,469	1,901,319	1,936,917	2,197,484	2,055,763
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	174,775	174,775	174,775	174,775	174,775	174,775	174,775	174,775	174,775	174,775
Otras Cuentas por Cobrar	5,807	6,381	6,848	7,065	7,664	7,780	8,534	8,523	9,469	9,287
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Propiedades de Inversión	194,421	121,711	112,821	103,930	95,040	86,150	77,259	68,369	59,479	50,588
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	1,662,566	1,766,659	1,870,791	1,984,677	2,095,334	2,219,168	2,335,777	2,469,898	2,591,639	2,736,640
Activos intangibles distintos de la plusvalía	19,699	22,170	24,397	19,935	21,888	23,906	25,430	27,107	28,121	29,412
Total Activos No Corrientes	2,057,267	2,091,695	2,189,632	2,290,382	2,394,701	2,511,779	2,621,776	2,748,672	2,863,483	3,000,702
TOTAL DE ACTIVOS	3,405,383	3,571,665	3,728,082	3,882,289	4,132,416	4,293,248	4,523,095	4,685,588	5,060,966	5,056,465
Pasivos Corrientes										
Pasivos Financieros	198,557	175,604	160,000	150,000	170,000	180,000	200,000	205,000	210,000	220,000
Cuentas por Pagar Comerciales	357,412	392,138	420,338	433,292	469,214	475,778	520,683	519,099	574,979	562,437
Cuentas por Pagar a relacionadas	85,377	93,672	100,408	103,503	112,084	113,651	124,378	124,000	137,348	134,352
Otros Pasivos corrientes	272,249	305,756	336,735	350,375	387,271	394,442	441,386	443,054	501,733	500,303
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Pasivos Corrientes	913,594	967,170	1,017,481	1,037,169	1,138,568	1,163,871	1,286,447	1,291,153	1,424,060	1,417,092
Otros Pasivos Financieros	680,604	720,000	745,000	795,000	850,000	890,000	890,000	940,000	1,060,000	940,000
Cuentas por Pagar Comerciales	1,281	1,281	1,281	1,281	1,281	1,281	1,281	1,281	1,281	1,281
Pasivos por impuestos diferidos	91,280	91,280	91,280	91,280	91,280	91,280	91,280	91,280	91,280	91,280
Total Pasivos No Corrientes	773,165	812,561	837,561	887,561	942,561	982,561	982,561	1,032,561	1,152,561	1,032,561
TOTAL PASIVOS	1,686,759	1,779,730	1,855,042	1,924,730	2,081,129	2,146,431	2,269,008	2,323,714	2,576,621	2,449,653
Patrimonio										
Capital Emitido	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502
Acciones de Inversión	39,070	39,070	39,070	39,070	39,070	39,070	39,070	39,070	39,070	39,070
Otras Reservas de Capital	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500
Resultados Acumulados	1,220,552	1,293,863	1,374,968	1,459,487	1,553,215	1,648,744	1,756,015	1,863,803	1,986,273	2,108,740
Total Patrimonio	1,718,624	1,791,935	1,873,040	1,957,559	2,051,287	2,146,816	2,254,087	2,361,875	2,484,345	2,606,812
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3,405,383	3,571,665	3,728,082	3,882,289	4,132,416	4,293,248	4,523,095	4,685,588	5,060,966	5,056,465

Elaboración: Propia, 2018

Estado de resultados proyectado (en miles de soles)										
	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Ingresos de actividades ordinarias	3,775,128	4,148,096	4,452,011	4,592,956	4,982,593	5,058,043	5,548,388	5,541,134	6,155,664	6,037,887
Costo de Ventas	-2,796,444	-3,068,145	-3,288,788	-3,390,140	-3,671,202	-3,722,556	-4,073,900	-4,061,510	-4,498,722	-4,400,592
Ganancia (Pérdida) Bruta	978,684	1,079,951	1,163,223	1,202,815	1,311,391	1,335,487	1,474,488	1,479,623	1,656,942	1,637,294
Gastos de Ventas y Distribución	-443,641	-487,389	-523,082	-539,766	-585,488	-594,552	-652,054	-651,490	-723,513	-710,076
Gastos de Administración	-154,757	-169,716	-182,084	-188,352	-204,054	-207,946	-227,554	-228,425	-252,830	-249,636
Otros Ingresos Operativos	31,689	34,820	37,371	38,555	41,825	42,459	46,575	46,514	51,672	50,684
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	411,976	457,667	495,428	513,252	563,674	575,448	641,455	646,222	732,271	728,265
Ingresos Financieros	5,008	5,503	5,906	6,093	6,610	6,710	7,361	7,351	8,167	8,010
Gastos Financieros	-59,762	-60,326	-55,610	-54,839	-55,130	-57,092	-59,169	-61,074	-67,175	-62,994
Diferencias de Cambio neto	1,372	1,508	1,618	1,669	1,811	1,838	2,017	2,014	2,237	2,195
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	358,594	404,351	447,343	466,176	516,965	526,904	591,664	594,514	675,500	675,477
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-115,104	-129,792	-143,591	-149,636	-165,939	-169,129	-189,916	-190,831	-216,827	-216,819
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	243,490	274,560	303,752	316,539	351,026	357,775	401,747	403,683	458,673	458,657

Elaboración: Propia, 2018

Estado de flujo de efectivo proyectado (en miles de soles)										
	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
FLUJO EFECTIVO										
Ingresos netos	243,490	274,560	303,752	316,539	351,026	357,775	401,747	403,683	458,673	458,657
+ Depreciación y Amortización	72,953	78,519	84,260	90,489	96,812	103,748	110,676	118,371	125,919	134,436
+ Cambios en Cuentas por cobrar	-65,048	-63,305	-51,585	-23,923	-66,135	-12,806	-83,228	1,231	-104,307	19,991
+ Cambios en Inventarios	-24,347	-60,540	-49,163	-22,583	-62,626	-11,443	-78,286	2,761	-97,419	21,865
+ Cambios en Cuentas por pagar	40,232	76,528	65,916	29,688	81,399	15,302	102,577	-294	127,908	-16,968
+ Cambios otros activos y pasivos corrientes	-4,851	-418	-300	-252	1,831	-260	-708	-18	49	107
Efectivo de actividades de operación	262,430	305,343	352,880	389,958	402,307	452,317	452,777	525,733	510,823	618,088
+ CAPEX	-178,633	-182,611	-188,393	-204,375	-207,470	-227,582	-227,285	-252,492	-247,661	-279,436
Otros activos no corrientes	4,522	69,665	6,196	13,136	6,338	6,756	6,612	7,225	6,930	7,781
+ Otros pasivos no corrientes	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Efectivo de actividades de inversión	-174,110	-112,947	-182,197	-191,239	-201,131	-220,826	-220,673	-245,267	-240,730	-271,655
+ Dividendos pagados	-178,476	-201,249	-222,647	-232,020	-257,298	-262,245	-294,477	-295,895	-336,203	-336,191
+ Aumento en préstamos de largo plazo	-28,557	39,396	25,000	50,000	55,000	40,000	0	50,000	120,000	-120,000
+ Disminución en préstamos de corto plazo	117,651	-22,953	-15,604	-10,000	20,000	10,000	20,000	5,000	5,000	10,000
Efectivo de actividades de financiamiento	-89,382	-184,806	-213,251	-192,020	-182,298	-212,245	-274,477	-240,895	-211,203	-446,191
Cambios netos en efectivo	-1,062	7,590	-42,568	6,699	18,878	19,245	-42,373	39,571	58,890	-99,758
Efectivo y Equivalente al Efectivo al Inicio del Ejercicio	76,613	75,551	83,141	40,572	47,271	66,149	85,394	43,022	82,593	141,483
Efectivo y Equivalente al Efectivo al Finalizar el Ejercicio	75,551	83,141	40,572	47,271	66,149	85,394	43,022	82,593	141,483	41,725

Elaboración: Propia, 2018

Costo de capital (Ke)

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

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

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + \lambda * PRp$$

Dónde:

Rf	Tasa libre de riesgo
β	Beta de la compañía con respecto al mercado global
$Rm - Rf$	Prima de riesgo de mercado global con respecto a la tasa libre de riesgo
λ	Sensibilidad de la compañía con respecto a la prima por riesgo país
PRp	Prima de Riesgo país

Ke	Costo de Capital en dólares
----	-----------------------------

Ke Soles	$(1 + Ke \text{ en dólares}) * (1 + \text{Inflación Perú}) / (1 + \text{Inflación EEUU}) - 1$
----------	---

Además, Mongrut (2006), señala que en una de las versiones del modelo de Damodaran se restringe el valor de λ a la unidad, para mercados emergentes latinoamericanos, asumiendo que todas las compañías del país poseen la misma sensibilidad con respecto a la prima por riesgo país. Los supuestos considerados para calcular cada uno de los componentes del costo de capital son los siguientes:

Tasa libre de riesgo (Rf)

Según Court (2012), la tasa libre de riesgo es la tasa mínima de retorno que un inversionista pide para no perder el poder de compra del dinero que destina al invertir en un determinado activo financiero. Además, indica que esta tasa se conceptualiza como la tasa de retorno que no afronta riesgo de reinversión ni riesgo crediticio en un periodo de tiempo. Diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG), cuyo valor es 2,41% al cierre de diciembre de 2017, según Bloomberg (2017).

Beta apalancado de una empresa (β)

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

Método Pure-Play

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

Fernández (1999) establece factores relevantes para la selección de compañías comparables. En este trabajo se consideran algunas de ellas. Bajo los factores considerados, se identifican dos compañías que cotizan en bolsa que desarrollan como principal actividad la producción y

comercialización de leche, derivados lácteos y alimentos de consumo masivo, poseen un *mix* de negocio y/o productos similares a Gloria, operan en zonas geográficas similares, margen bruto similar.

Estas compañías son las que posee una estructura de negocio más similar a Gloria (ver la siguiente tabla):

Nombre	País	Beta 10Y 12/2017	Beta Desapala cado	Ingresos 2017 US\$/ (000)	Margen Bruto 2017	Deuda / Capital	Impuestos %	Deuda Neta	DN/MKT Cap	MKT Cap 2017 UISS/ (000)
Grupo Lala SAB de CV	MEXICO	0.78	0.62	3,316.10	37.4%	44.4%	30.0%	1,231.00	35%	3,471.87
Grupo Nutresa SA	COLOMBIA	0.75	0.66	2,946.50	44.2%	22.0%	34.0%	869.17	20%	4,286.52
Gruma SAB de CV	MEXICO	0.93	0.84	3,742.40	37.9%	39.5%	30.0%	862.21	16%	5,479.20
Alicorp SA	PERÚ	0.51	0.48	2,178.20	32.1%	20.6%	29.5%	224.45	8%	2,795.42
Gloria	PERÚ			1,369.00	26.9%	38.7%	29.5%	337.54	40%	845.7

* Fuente Bloomberg

Beta Promedio	0.65
---------------	------

B ajustado	0.77
------------	------

$2/3 (\text{Beta}) + 1/3$

B apalancado	0.83
--------------	------

$B \text{ promedio } (1 + (1-T) * (\text{DN/MKT Cap}))$

Beta emergente

Es la sensibilidad de rendimientos de las empresas de diferentes sectores que operan dentro de mercados emergentes respecto a su mismo mercado, como por ejemplo Sudamérica, África, India, etc. El profesor Damodaran presenta los Betas apalancados y desapalancado para las diversas industrias. Para nuestro estudio Beta (*Food Processing*) el Beta es 0,78.

Prima de riesgo de mercado ($R_m - R_f$)

Se considera el diferencial de rendimiento de los últimos 10 años, aritmético, entre el rendimiento del índice de acciones americano S&P500 y el rendimiento actual de la tasa libre de riesgo americana. Se intenta así capturar con comportamiento de la prima por riesgo de mercado del último ciclo económico. El valor calculado es de 6,38% (Damodaran al 30 de diciembre de 2017 y actualizada al 05 de enero de 2018)

Prima por Riesgo país ajustado por el ratio de volatilidad.

Se toma en cuenta el Emerging Markets Bond Index (EMBI), el diferencial entre rendimiento de una canasta de bonos del Perú y el rendimiento de contra los bonos del tesoro americano. El riesgo país ascendía a 1,36% en la fecha de evaluación ((Gerencia de Información y Análisis Económico - Subgerencia de Economía Internacional – BCRP 2017)

Tasa de impuestos (T)

Se utilizó la tasa de impuestos de 29,50% vigente al cierre del 2017.

Anexo 19. Desarrollo de supuestos para el Flujo de Caja Descontado

Rubro	Supuestos
Tasa libre de riesgo	Bono soberano de Estados Unidos a 10 años correspondiente al 31 de diciembre de 2017 que fue 2,4065%. El Perú es un país emergente y dependiente de las grandes economías, por ello tomamos el bono soberano americano puesto que refleja la tasa de un mercado estable y maduro. De otro lado, tomamos la de 10 años como mejor expresión de la tasa que incorpora las expectativas de los agentes económicos.
Beta	<p>En esta tomamos como base el resultado de los siguientes betas:</p> <p>Beta emergente: De la información proporcionada por Damodarán para mercados emergentes, se tomó el promedio de Beta desapalancado para el sector de <i>Food procesing</i> de 0,78 para luego apalancarlo, considerando la tasa de impuestos y la estructura de deuda (D/E) de Gloria siendo el resultado de 0,92. El Beta de Damodarán proporciona información confiable de los mercados emergentes y que sirve de referencia a los mercados emergentes como en el que interactúa Gloria, además de ser una de las fuentes más importante de consulta.</p> <p>Beta Pure Play: Se escogieron cuatro empresas comparables que cumplen con criterios similares a Gloria como: Cotizar en bolsa, dedicarse a la misma actividad (alimentos), <i>mix</i> de negocio o producto, ser de una misma región o zona geográfica (mercados emergentes), posición competitiva equivalente, nivel de ingresos similares, margen bruto, impuestos y estructura de deuda. De estas cuatro empresas, se pasa a desapalancar los betas usando la tasa de impuestos y su correspondiente estructura de deuda para luego promediar los resultados y como paso siguiente, re-apalancar el Beta promedio resultante con la tasa de impuestos y estructura de deuda de Gloria, teniendo un 0,65 como resultado previo. Se realiza un ajuste al beta ya que con el tiempo tienden a converger hacia 1 según el método de Bloomberg. (Bloomberg realiza un ajuste basado en la observación de Blume-1975) con el cual tenemos un resultante de 0,77. Finalmente, el Beta hallado se apalanca, teniendo un resultado final de 0,90.</p>
Prima por riesgo	Se toma de la diferencia del promedio aritmético de los rendimientos anuales del S&P 500 versus los T. Bonds a 10 años del periodo 1928 -2017 que fue 6,38% para los EEUU. Consideramos el período aritmético según la metodología realizada por Damodarán al 31 de diciembre 2017.
Riesgo país	Extraído del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG) al 31 de diciembre del 2017 que fue 1,36%
Costo de la deuda	<p>Se calculó en base a la deuda a valor de mercado, para ello desagregamos en:</p> <ul style="list-style-type: none"> Costo de financiamiento por Bonos, hallando el valor de mercado de la deuda de Bonos con 4 emisiones activas y vigentes al cierre del 2017 por 600.850 MM de soles a una tasa de 4,90% como resultado de la ponderación del monto emitido por cada Bono activo por su respectiva TIR al cierre del 2017. (Vector de precios-SBS) Costo de financiamiento por pagarés, hallando el valor de mercado de la deuda para los pagarés existentes con el BBVA y BCP al cierre del 2017 por 220.688 MM de soles a la tasa de 4,03% extraída de la tasa de interés promedio bancaria para empresas corporativas de la SBS. <p>El resultado final del cálculo es de 821.538 MM de soles a un costo final de financiamiento ponderado de 4,66%</p>
Lambda	<p>Para el cálculo del Lambda usamos el PERUGB 6.9 08/37 Corp. versus SPBLPGPT Índice, donde:</p> <ul style="list-style-type: none"> Se toma como referencia la desviación estándar de los rendimientos mensuales de los últimos 5 años del índice S&P y el Índice general BVL Perú, antes conocido como índice de referencia es IGBVL de Perú, obteniendo un resultante de 20,4% Se toma como referencia la desviación estándar de los rendimientos mensuales de los últimos 5 años del índice PERUGB 6.9 08/37 Corp.
Inflación	Tomamos la inflación promedio de Perú 20Y / USA 20Y para ajustar el costo de capital (Ke).

Anexo 20. Análisis de sensibilidad Monte Carlo

En el análisis de simulación de Monte Carlo se realizaron 10.000 iteraciones. Comprende las variables del modelo Materia Prima (Rango 55,7% a 61% de las ventas), WACC (Rango 8,72% a 10,72%), Comisiones (Rango 3% a 6,7%), Gastos de Fabricación (Rango 6,4% a 8,5%), Publicidad (Rango 3,7% a 5,4%), Tasa de crecimiento (Rango 3,56% a 4,36%, Cantidad de Leche (Rango -13% a +14%).

Con la simulación realizada podemos concluir que existe una probabilidad del 51.7% que el valor de la acción sea de 7,93%

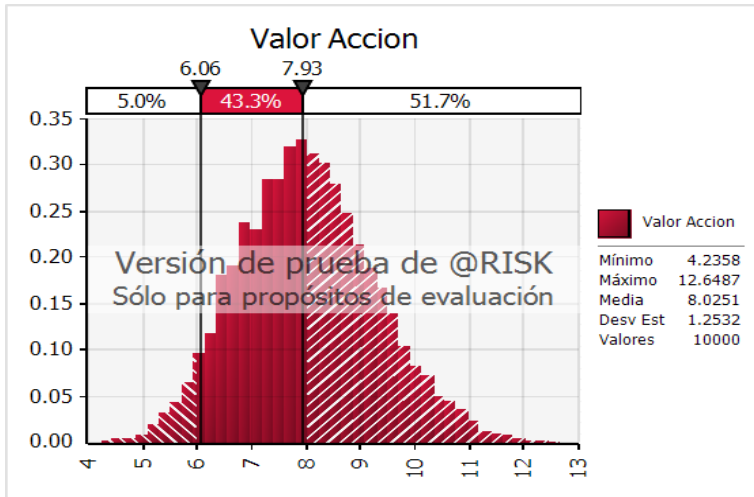
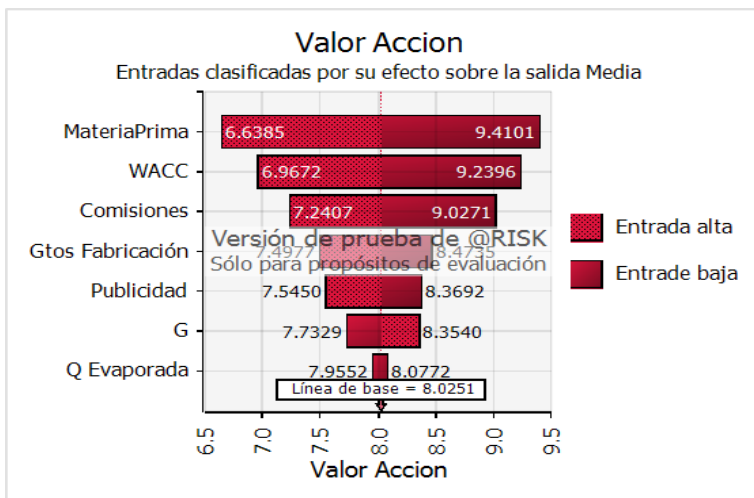


Gráfico tornado



Anexo 21. Desarrollo del Método de Múltiplos Comparables

Según Badenes y Santos, el método de múltiplos comparables permite obtener el valor de mercado de una empresa por analogía con el valor de mercado de otras empresas.

Con las empresas seleccionadas, calculamos el promedio de los últimos tres años sobre los ratios EV/Ebitda y EV/Ventas a fin de obtener los múltiplos promedio.

Una vez hallado el Valor de empresa vía los múltiplos adicionamos el valor contable de las empresas subsidiarias según la participación de la empresa, que asciende 426 millones de soles.

Resultado de valorización por Múltiplos comparables (En miles de S/)				
Indicadores de empresas comparables				
Empresa	País	MKT Cap	EV/Ventas	EV/Ebitda
Grupo Lala Sab	Mexico	4,326	1.59	11.91
Grupo Nutresa	Colombia	3,794	1.7	14.12
Gruma Sab	Mexico	5,689	1.87	11.82
Alicorp SA	Perú	2,036	1.19	9.95
Promedio		3,961	1.59	11.95

Empresa Objetivo	Gloria
Ventas	3,495.23
Ebitda	444.26

Subsidiaria	Valor Contable	Participación Gloria	Gloria
Agroindustrial del Perú S.A.C.	48.87	99.97%	48.85
Empresa Oriental de Emprendimiento	310.19	99.89%	309.85
Agropecuaria Chachani S.A.C. Asociada	27.79	98.00%	27.23
Agrolmos S.A.	194.55	15.20%	29.57
Lechera Andina S.A.	39.16	28.36%	11.11
Total			426.61

Fuente: Bloomberg 2018
Elaboración propia 2018

Valoración por múltiplos por EV/Ventas	
[EV/Ventas](promedio) * Ventas (Gloria)	5,548.68
(+) Caja	60.71
(-) Total Deuda Fin	792.54
Valor Empresa	4,816.85

Valoración por múltiplos por EV/Ebitda	
[EV/Ebitda](promedio) * Ebitda (Gloria)	5,308.91
(+) Caja	60.71
(-) Total Deuda Fin	792.54
Valor Empresa	4,577.08

El valor de empresa calculado es la suma de los valores de las acciones de inversión y de las acciones comunes.

Para el caso de Gloria, se realiza un análisis del mercado local en el sector alimentos y bebidas, considerando la relación existente entre el valor de las acciones comunes sobre las acciones de inversión de aquellas empresas que cotizaban de manera simultánea ambas acciones en el mercado de valores de Lima. (Se adjunta cálculo)

Se obtiene como resultado para los eventos producidos entre los años 2015 al 2017, un factor promedio de 1,19, el cual será utilizado para Gloria.

Para despejar los valores de las acciones de inversión y acciones comunes de Gloria usamos la siguiente ecuación.

Valoración por múltiplos por EV/Ventas es de S/ 5,247 millones y la valoración por múltiplos por EV/Ebitda es de S/ 5,002 millones. Con ello tenemos los siguientes valores para las acciones.

Valoración por múltiplos por EV/Ventas

Valor Acc. Inversión = 10,46

Valor Acc. Comunes = 12,45

Valoración por múltiplos por EV/Ebitda

Valor Acc. Inversión = 9,97

Valor Acc. Comunes = 11,87

Anexo 22. Limitaciones del estudio

En el desarrollo de la investigación se presentaron las siguientes limitaciones:

- Gloria no proporciona información alguna sobre los precios de venta y cantidades vendidas de sus líneas de negocio y productos.
- Información escasa respecto de las estrategias de Gloria
- Poco acceso a información sobre la capacidad instalada de Gloria respecto de sus líneas de negocio y productos.
- No se encontraron comentarios u opiniones de Analistas externos respecto de la situación financiera de Gloria, esto explicado por la baja frecuencia de negociación de la acción de Gloria.
- Dificultad para poder pactar entrevistas con algún miembro de la Gerencia de primera línea de Gloria que finalmente no se llegó a concretar.

Notas biográficas

Edgard Fabio Cordova Pacheco

Estudió Economía en la Universidad Nacional del Callao (1997 hasta el 2002). Es Economista y actualmente labora en Mibanco como Subgerente Regional de Créditos.

Edgart Alejandrino Veggro Cabrera

Estudió Administración en la Universidad Inca Garcilaso de la Vega (1996 hasta el 2001). Es Licenciado en Administración y actualmente labora en Financiera Qapaq como Gerente de Producto Microempresa Urbano.

Eric Hernando Trujillo Bravo

Estudió Economía en la Universidad Nacional del Callao (1997 hasta el 2003). Es Economista y actualmente labora en el Scotiabank como Funcionario de Banca Empresa.