



“VALORIZACIÓN DE LAIVE S.A.”

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN PRESENTADO
PARA OPTAR AL GRADO ACADÉMICO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Presentado por

**Srta. Karina Aidé Cabrera Chinchayán
Srta. Jessica Rossana Caruajulca Marín
Srta. Mackyori Jameli Huanca Estofanero**

Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Márquez

2018

Dedicamos el presente trabajo a Dios, a nuestros padres y familiares por su invaluable apoyo.

Agradecemos a todos los profesores que nos enseñaron durante la Maestría y apoyaron en la elaboración de la presente tesis; en especial, al profesor Jorge Lladó Márquez, por su orientación, asesoramiento y dedicación.

Resumen ejecutivo

El presente trabajo de investigación tiene por objetivo valorizar la empresa Laive S.A. (en adelante Laive o la compañía), estimando un valor por acción a diciembre de 2017. Laive tiene 108 años participando en el sector lácteo peruano, con una participación en el mercado del 9%.

En sus inicios la compañía operó bajo el nombre de Sociedad Ganadera del Centro dedicándose a la crianza de ganado vacuno y lanar en la zona central del país. En la década de 1970 y como consecuencia de la Reforma Agraria cambia de giro dedicándose a la producción de lácteos, especialmente, la elaboración de quesos y mantequillas. En la década de 1980 Laive incursiona en el segmento de productos cárnicos mediante la adquisición de la empresa Salchichería Suiza SA. En la década de 1990, con la incorporación de la empresa Santa Carolina S.A. de Chile como accionista, se construye la planta de productos UHT. En 1997 inauguró su planta de evaporación de leche en Majes para optimizar los costos de producción. En el 2011 adquirió Negociación Ganadera Bazo Velarde, con lo que logró una importante sinergia en la producción y comercialización de manjar blanco y fudge. En los últimos años han realizado inversiones en maquinaria y equipo que le han permitido optimizar sus procesos administrativos y de ventas.

En el 2017, las ventas de Laive ascendieron a S/ 591 millones con un margen operativo de 6%; en los últimos seis años ha crecido en promedio 9,7% en ventas, con un retorno sobre los activos del 3,2% y retorno sobre el patrimonio del 6,6%, con un pago de dividendos que pasó de S/ 1,5 millones en el 2010 a S/ 4,1 millones en el 2015, en el 2016 y 2017 ascendieron a S/ 2,7 millones y S/ 2,9 millones, respectivamente. Por lo expuesto anteriormente, este crecimiento general de las cifras se debe principalmente a la innovación y desarrollo de sus productos, el mismo que le permite competir con otras empresas como Gloria, Nestlé, y pequeños productores artesanales, que integran la oferta nacional.

La valorización permitirá establecer si la compañía tiene la capacidad de generar valor para el accionista en el futuro. Para ello se han utilizado dos metodologías: el flujo de caja descontado (DCF) y la valorización por múltiplos. La acción de la compañía Laive S.A. a valor presente, según el método de flujo de caja descontado, tiene un valor de S/ 2,44, descontado a una tasa de costo promedio ponderado de capital (WACC) de 9,15%. Respecto a la metodología de valorización por múltiplos el valor de la acción de la compañía es de S/ 1,75.

Laive está orientada al desarrollo de alimentos saludables y alineados con el cambio de tendencia de sus consumidores, por lo que tiene una gran oportunidad de desarrollo y crecimiento sostenido.

Cabe mencionar que, a pesar de la desaceleración económica del país, la compañía creció en ventas en un 12% en el año 2017 respecto al 2016. Por estas razones se recomienda comprar las acciones de Laive.

Índice

Índice de tablas.....	viii
Índice de gráficos	ix
Índice de anexos	x
Resumen ejecutivo.....	iv
Capítulo I. Descripción del negocio.....	1
1. Descripción de la empresa	1
2. Productos	1
3. Cadena productiva, proveedores, canales de distribución y clientes	2
3.1 Cadena productiva.....	2
3.2 Principales proveedores de leche	3
3.3 Canales de distribución y principales clientes	3
4. Estructura accionaria y la acción en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)	4
5. Gobierno corporativo	6
6. Responsabilidad social empresarial.....	7
Capítulo II. Análisis de la industria y posicionamiento competitivo de Laive.....	9
1. Análisis Pestel.....	9
2. Consumo de leche en el Perú y el mundo.....	9
3. La industria láctea en Perú	10
4. Análisis de las cinco fuerzas de Porter a la industria láctea y sus derivados	10
5. Participación en el mercado	11
6. Ciclo de vida.....	11
7. Cadena de valor.....	12
8. Matriz Boston Consulting Group (BCG).....	13
9. Análisis FODA	14
10. Matriz Canvas	15
11. Estrategia de Laive.....	15
Capítulo III. Análisis financiero	17
1. Estructura de ingresos	17
2. Estructura del costo de venta.....	20
3. Capex	21
4. Financiamiento	22

5. Política de dividendos	24
6. Evolución ratio payout y retención	24
7. Necesidades Operativas de Fondos (NOF) versus Fondo de Maniobra (FM)	24
8. Indicadores financieros	25
8.1 Indicadores de liquidez	25
8.2 Indicadores de gestión	26
8.3 Indicadores de solvencia.....	27
8.4 Indicadores de rentabilidad.....	28
8.5 Análisis Dupont.....	29
Capítulo IV. Riesgos.....	31
1. Riesgos no financieros	31
2. Riesgos financieros	31
3. Matriz de riesgos	33
Capítulo V. Valorización	35
1. Flujo de caja descontado	35
2. Cálculo de la tasa de descuento	36
3. Flujo de caja descontado	37
4. Análisis de sensibilidad.....	39
4.1 Sensibilidad al WACC y a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	39
5. Comparación con valorización por múltiplos.....	39
Conclusiones.....	42
Bibliografía	43
Anexos	50
Notas biográficas.....	80

Índice de tablas

Tabla 1.	Plantas de producción	2
Tabla 2.	Cuentas por cobrar por canal (en millones de soles)	3
Tabla 3.	Estructura accionaria de Laive (en unidades y porcentajes)	4
Tabla 4.	Reporte de cotización.....	5
Tabla 5.	Principales proyectos de Responsabilidad Social de Laive 2015-2021.....	7
Tabla 6.	Análisis Pestel.....	8
Tabla 7.	Volumen de ventas netas (en toneladas métricas)	16
Tabla 8.	Ventas netas (en miles de soles)	16
Tabla 9.	Precios del yogurt y de la leche evaporada	18
Tabla 10.	Relación costo de venta e ingresos (en millones de miles de soles).....	18
Tabla 11.	Distribución del costo de ventas (en millones de miles de soles).....	19
Tabla 12.	Inversión en capex (en millones de miles de soles).....	19
Tabla 13.	Detalle de obligaciones financieras (en miles de soles).....	21
Tabla 14.	Fondo de maniobra y NOF.....	23
Tabla 15.	Indicadores de liquidez.....	24
Tabla 16.	Indicadores de gestión.....	24
Tabla 17.	Indicadores de solvencia	25
Tabla 18.	Indicadores de rentabilidad.....	26
Tabla 19.	Cálculo Dupont.....	27
Tabla 20.	Sensibilidad a la tasa de cambio	30
Tabla 21.	Sensibilidad al precio de los insumos	31
Tabla 22.	Probabilidad de impacto y ocurrencia.....	31
Tabla 23.	Matriz de riesgos Laive S.A.	32
Tabla 24.	Supuesto para las proyecciones	33
Tabla 25.	Cálculo del WACC (ver anexo 14).....	35
Tabla 26.	Flujo de caja y valor patrimonial	36
Tabla 27.	Sensibilidad del WACC y G.....	37
Tabla 28.	Empresas comparables	38
Tabla 29.	Resultados de la valorización por múltiplos.....	38

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Proceso de la cadena productiva.....	3
Gráfico 2.	Cotización histórica del precio de la acción tipo B en la BVL (en soles).....	5
Gráfico 3.	Cumplimiento del código de buen gobierno corporativo (en porcentajes).....	7
Gráfico 4.	Evolución de las ventas.....	12
Gráfico 5.	Matriz BCG.....	14
Gráfico 6.	Fondo de maniobra versus NOF.....	25
Gráfico 7.	Indicadores de liquidez.....	26
Gráfico 8.	Ciclo de conversión de efectivo Laive-Gloria.....	27
Gráfico 9.	Indicadores de rentabilidad - Laive.....	29
Gráfico 10.	Indicadores de rentabilidad - Gloria.....	29
Gráfico 11.	Score de riesgos.....	34
Gráfico 12.	Valorizaciones comparables.....	40

Índice de anexos

Anexo 1.	Trayectoria de Laive	51
Anexo 2.	Catálogo de productos.....	52
Anexo 3.	Composición del Directorio	53
Anexo 4.	Composición de la Gerencia General.....	53
Anexo 5.	Consumo de leche líquida en el mundo	53
Anexo 6.	La disponibilidad de leche per cápita por regiones.....	54
Anexo 7.	Ranking de las principales empresas lácteas mundiales	55
Anexo 8.	Producción de Leche en el Perú.....	56
Anexo 9.	Cadena de Valor de Laive	58
Anexo 10.	Análisis Pestel.....	59
Anexo 11.	Análisis de las cinco fuerzas de Porter de la industria láctea y sus derivados	60
Anexo 12.	Matriz FODA.....	62
Anexo 13.	Matriz Canvas	63
Anexo 14.	Cálculo del WACC	64
Anexo 15.	Proyección de ventas.....	67
Anexo 16.	Estado de flujo de efectivo	73
Anexo 17.	Estado de resultados.....	74
Anexo 18.	Estado de situación financiera	75
Anexo 19.	Flujo de caja libre.....	76
Anexo 20.	Marco teórico de la prima de control	77
Anexo 21.	Cálculo del valor terminal	78
Anexo 22.	Discusión de la tasa de descuento	79

Capítulo I. Descripción del negocio¹

1. Descripción de la empresa

Laive se fundó el 20 de octubre de 1910 en las alturas de Huancayo y Huancavelica, con el nombre de Sociedad Ganadera del Centro S.A. y fue el resultado de la unión de cinco haciendas. La principal actividad de esta sociedad era la crianza de ganado ovino, vacuno y la elaboración de mantquilla, modificando posteriormente su razón social a Laive S.A en 1994. Los hechos de importancia de la compañía se presentan en el anexo 1.

La compañía tiene por objeto social el desarrollo, producción, procesamiento, industrialización, comercialización, importación y exportación de todo tipo de producto de consumo humano, los cuales incluyen derivados de frutas, lácteos y cárnicos; además, de la distribución, comercialización y exportación de dulces, golosinas, confitería y alimentos en general. En la actualidad, se ha posicionado como empresa líder por su calidad e innovación en los productos lácteos y sus derivados con su estrategia orientada al desarrollo de alimentos saludables, con su eslogan “Vive saludable, Vive más”.

2. Productos

Laive cuenta con tres líneas de negocio: lácteos, cárnicos y derivados de la fruta. La compañía tiene productos innovadores y de calidad en diversas presentaciones lo que le permite ingresar a los mercados para hacer frente a la demanda de los consumidores y a sus competidores. Laive fue la primera en introducir la leche evaporada sin lactosa, leche formulada para niños con DHA, yogurt biodefensa y en desarrollar en forma industrial yogurt griego en diversos formatos. En el anexo 2 se presenta el catálogo de productos.

La compañía comercializa sus productos bajo las siguientes marcas: Laive (lácteos y sus derivados), Suiza (cárnicos), La Preferida (lácteos y cárnicos), Bazo Velarde (manjar blanco y fudge) y Watt´s (jugos). Para la utilización de esta última marca la compañía suscribió un contrato de licencia de marca con su accionista Watt´s S.A. de Chile para la fabricación, envase y comercialización de forma exclusiva en el Perú desde el año 2007. Los productos son elaborados en las diferentes plantas de producción que se muestra en la tabla 1.

¹ La información presentada en este capítulo se obtuvo de las memorias de Laive S.A. del 2009 hasta el 2017 (Laive, 2010a; 2011a; 2012a; 2013a; 2014a; 2015a; 2016a; 2017a; 2018a).

Tabla 1. Plantas de producción

Planta	Ubicación	Líneas de Producción
Planta de Derivados Lácteos	Santa Clara - Lima	Mantequilla, queso fundido, parmesano rallado, queso fresco, yogurt, crema de leche, queso crema y manjar blanco
Planta de Cárnicos	Santa Clara - Lima	Jamones, jamonadas, salchichas y tocinos. Empaque al vacío de productos elaborados.
Planta de Productos UHT	Santa Clara - Lima	Leches, bases de helado, bebidas nutritivas, y jugos en envases tetra pak o bolsas estériles
Planta de Derivados Lácteos	Arequipa	Quesos de maduración (gouda, dambo, edam, cuartirolo, mozzarella, etc), mantequilla, crema de leche y suero.
Planta de Leche fresca	Majes - Arequipa	Procesamiento de leche fresca con las operaciones de recepción, enfriamiento y evaporación.

Fuente: Laive, 2017b

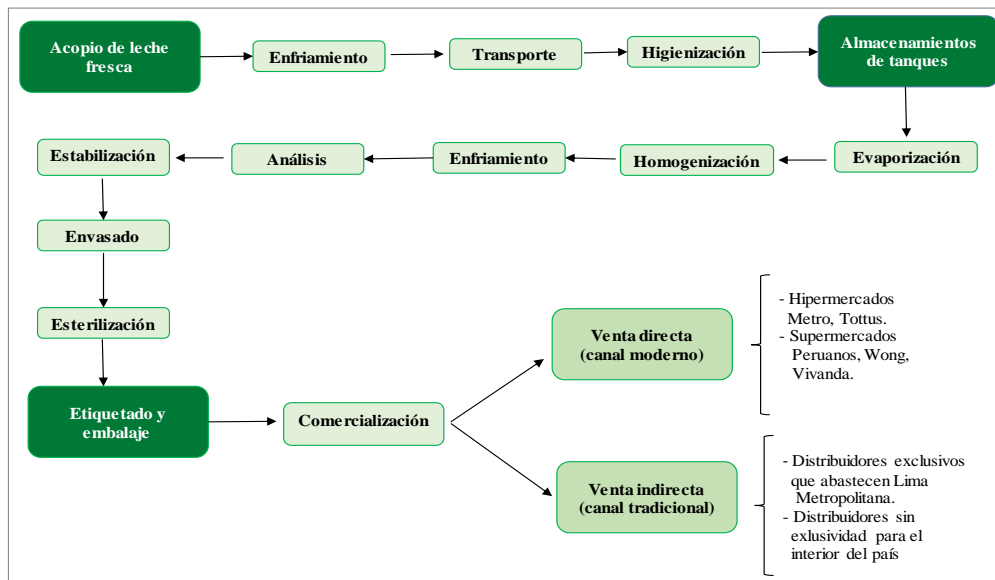
Elaboración: Propia, 2018.

3. Cadena productiva, proveedores, canales de distribución y clientes

3.1 Cadena productiva

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

Gráfico 1. Proceso de la cadena productiva



Fuente: Instituto de Estudios Económicos, 2017.

3.2 Principales proveedores de leche

Durante el año 2007 Laive inició su proceso de expansión en su red de acopio a nivel nacional, instalando centros de almacenamiento en Arequipa y en Lima. Posteriormente, durante el año 2011 la red de acopio continuó su expansión en el sur del país, incorporándose nuevos centros de almacenamiento de leche en Moquegua y Arequipa. En el año 2013 la red de recolección de Lima extendió su presencia a los valles de Cañete y Chincha. En la actualidad se consolidó el acopio en las zonas de Ongoro, Colca, Mejía, Chincha, Cañete, Lurín, Puente Piedra, Chancay y Huacho.

La compañía trabaja con más de 1.500 ganaderos. El volumen acopiado en el 2017 fue alrededor de 97 millones de kilos de leche que es enviada a las cuatro plantas (dos en Arequipa y dos en Lima), siendo su principal centro de acopio el de Majes, en Arequipa.

3.3 Canales de distribución y principales clientes

El 48,5% de sus ventas es distribuido de manera directa a través de autoservicios y supermercados y el 51,5% a través de distribuidoras (canal tradicional: bodegas, panaderías, puestos de mercado, etcétera).

En el canal moderno la empresa posee clientes importantes como Hipermercados Metro, Supermercados Peruanos, Wong, Hipermercados Tottus y Vivanda los cuales representan el

38,3% de sus ventas. La compañía mantiene una participación estable evitando el poder de negociación de estos. El canal tradicional tiene a 10 clientes que son distribuidores exclusivos para abastecer Lima Metropolitana (uno de ellos es JMJ S.R.L. e Ico Food Service) y dos distribuidores en el interior del país (sin exclusividad). Las cuentas por cobrar por cliente se pueden apreciar en la tabla 2.

Tabla 2. Cuentas por cobrar por canal (en millones de soles)

Cientes	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Distribuidores - Canal tradicional	20.261	21.602	32.849	37.197	36.707	37.407	38.073	36.191	31.174
Autoservicios - Canal moderno	9.736	5.255	14.575	12.680	8.799	9.077	6.119	5.602	10.347

Fuente: Laive, 2010b; 2011b; 2012b; 2013b; 2014b; 2015b; 2016b; 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

4. Estructura accionaria y la acción en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Al cierre del año 2017 la compañía registra un capital social totalmente suscrito y pagado por S/ 72.425.879, correspondiendo S/ 63.000.000 a las acciones comunes de Clase “A” (con 26 accionistas con derecho a voto), y S/ 9.425.879 a las acciones comunes de Clase “B” (perteneciente a 101 accionistas sin derecho a voto), ambas acciones con valor nominal de S/ 1,00 cada una de ellas.

Las acciones comunes de Clase “B” no confieren a sus titulares derechos de participación en las Juntas de Accionistas y, por consiguiente, sin derecho a voto; sin embargo, les otorga el derecho de recibir un pago adicional de 5% con respecto al dividendo en efectivo que perciban. Este derecho no es acumulable si en algún ejercicio no se declaran ni pagan dividendos en efectivo. En octubre de 2004, las acciones de Clase “B” fueron inscritas en la Bolsa de Valores de Lima. Al 31 de diciembre 2017 y de 2016 dichas acciones no tienen cotización bursátil. La compañía también registra S/ 185.634 correspondientes a acciones de inversión, pertenecientes a 45 accionistas con valor nominal de S/ 1,00 cada una, los accionistas tienen derecho a participar en la distribución de dividendos.

Los accionistas mayoritarios son la empresa chilena Comercial Víctor Manuel, que representa el 37,7% (S/ 27,3 millones); la empresa peruana Valores Agroindustriales, que representa el 37,5% (S/ 27,2 millones); y la empresa peruana Fundación Cristiana e Ismael Cobián, que representa el 5,5% (S/ 4,0 millones). Los accionistas minoritarios representan el 19%. En el anexo 3 se presenta la composición del directorio y en el anexo 4 a los integrantes de la gerencia general.

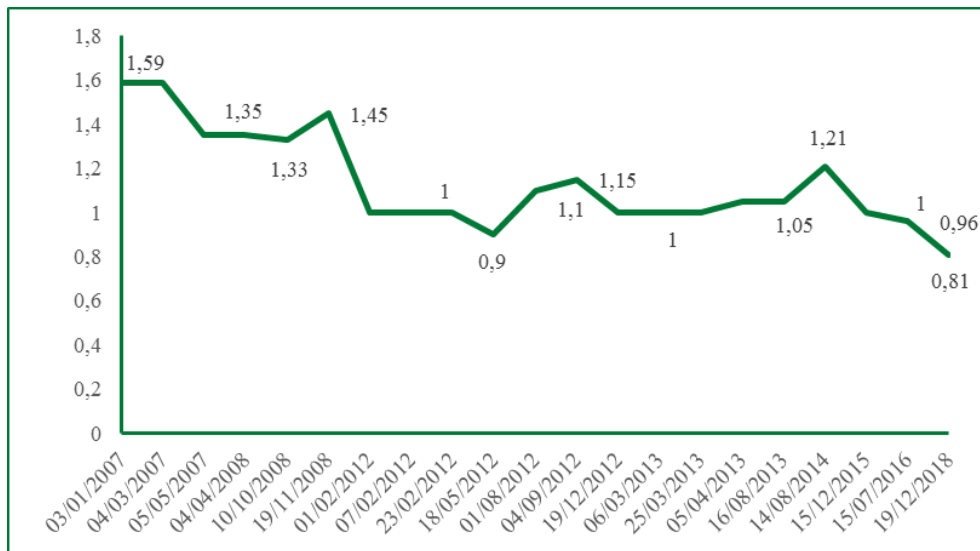
Tabla 3. Estructura accionaria de Laive (en unidades y porcentajes)

Nombre	Total de acciones	Participación	Nacionalidad
Comercial Víctor Manuel	27.290.372	38%	Chilena
Valores Agroindustriales	27.183.855	38%	Peruana
Fundación Cristina e Ismael Cobián	4.000.824	6%	Peruana

Fuente: Laive 2018a.
Elaboración: Propia, 2018.

La compañía cotiza acciones de tipo B, dichas acciones no han sido muy líquidas. En el gráfico 2 se presentan las cotizaciones desde febrero de 2012 hasta diciembre de 2018. En la tabla 4 se presenta el reporte de cotizaciones con el monto negociado.

Gráfico 2. Cotización histórica del precio de la acción tipo B en la BVL (en soles)



Fuente: Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2019.
Elaboración: Propia, 2018.

Tabla 4. Reporte de cotización

Fecha Cotización	Valor	Fecha Anterior	Cierre Anterior	Máxima Actual	Mínima Actual	Promedio Actual	Monto Negociado
01/02/2012	LAIVEBC1		0	1	1	1	4,175.00
07/02/2012	LAIVEBC1	01/02/2012	1	1	1	1	11,000.00
23/02/2012	LAIVEBC1	07/02/2012	1	1	1	1	9,000.00
18/05/2012	LAIVEBC1		0	0.9	0.9	0.9	11,295.90
01/08/2012	LAIVEBC1		0	1.1	1.1	1.1	5,500.00
04/09/2012	LAIVEBC1		0	1.15	1.15	1.15	17,414.45
19/12/2012	LAIVEBC1		0	1	1	1	376,315.00
06/03/2013	LAIVEBC1		0	1	1	1	19,900.00
25/03/2013	LAIVEBC1	06/03/2013	1	1	1	1	13,087.00
05/04/2013	LAIVEBC1	25/03/2013	1	1.05	1.05	1.05	15,933.75
16/08/2013	LAIVEBC1		0	1.05	1.05	1.05	18,967.20
14/08/2014	LAIVEBC1		0	1.22	1.2	1.21	17,077.20
15/12/2015	LAIVEBC1			1	1	1	73,045.00
15/07/2016	LAIVEBC1	15/12/2015	0.96	0.96	0.96	0.96	21,725.76
19/12/2018	LAIVEBC1	15/07/2016	0.83	0.81	0.81	0.81	16,336.40

Fuente: Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2019.

Elaboración: Propia, 2018.

5. Gobierno corporativo

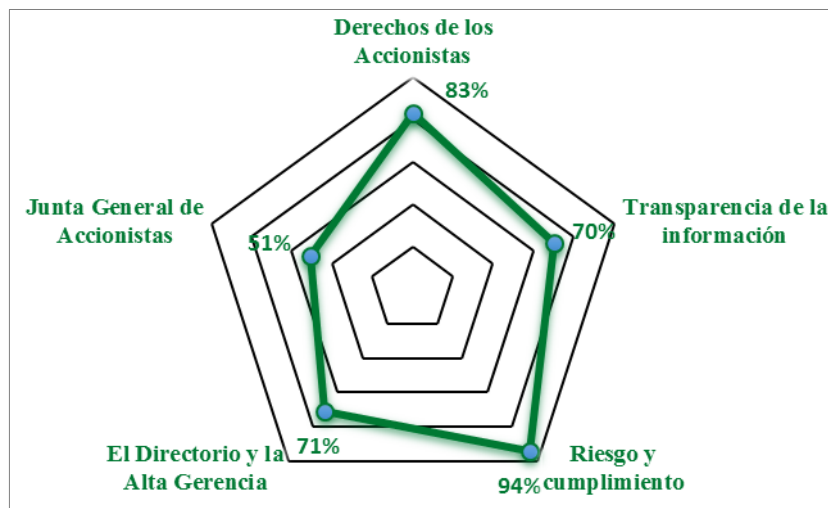
En el 2017, de acuerdo con la metodología de evaluación reputacional del Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (Merco 2017), Laive obtuvo el puesto 60 de 100 empresas, y en el rubro de alimentos ocupó el cuarto lugar. En el 2015 obtuvo un porcentaje de cumplimiento del 66% de las 87 recomendaciones relacionadas a los 31 principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas según la SMV, agrupadas en cinco pilares:

- **Pilar 1.** Correspondiente a derechos de los accionistas, alcanza 83% de cumplimiento sustentado en las buenas prácticas referidas a la participación e información a los accionistas, así como en la solución de controversias de los accionistas.
- **Pilar 2.** Correspondiente a los derechos y deberes de la Junta General de Accionistas, obtiene 51% de cumplimiento, debiendo mejorar la reglamentación de mecanismos de convocatoria, propuestas de puntos de agenda y delegación del voto de los accionistas.
- **Pilar 3.** Correspondiente al Directorio y la Alta Gerencia, alcanza 71% de cumplimiento, teniendo buenas prácticas en la reglamentación de los deberes y derechos de los miembros del Directorio y la Alta Gerencia, debiendo mejorar en la inclusión de, al menos, un tercio de los directores independientes (actualmente solo existe un director independiente de ocho

directores), así como realizar programas de capacitación para el cumplimiento del Código de Ética.

- **Pilar 4.** Referido al riesgo y cumplimiento, alcanza 94% de cumplimiento.
- **Pilar 5.** Correspondiente a transparencia de la información, obtiene un 70% de cumplimiento, debiendo mejorar en la creación de una oficina de relación con el inversionista, así como publicar un informe anual con los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo.

Gráfico 3. Cumplimiento del código de buen gobierno corporativo (en porcentajes)



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2015.
Elaboración: Propia, 2018.

6. Responsabilidad social empresarial

La empresa mantiene como principal responsabilidad social la “alimentación de la comunidad” donde se localiza sus centros de operaciones, también se preocupa por el entorno social y tiene relaciones óptimas con este, especialmente con comisarías y municipalidades, aporta y ayuda en obras de bien social sobre todo las relacionadas con la niñez.

Laive es socio estratégico del programa Enseña Perú; además, la jefa de Imagen Institucional de Laive, Nelly Valle Cabrejo, trabajó en el voluntariado dicha experiencia y junto con el área de Gestión Humana han creado por primera vez un voluntariado dentro de la compañía. También desarrollan charlas de nutrición e higiene en los diferentes centros educativos del país. En el año 2016 firmaron un convenio con el Colegio Médico del Perú para prevenir enfermedades, fomentando el consumo de calcio en forma natural con productos lácteos, además de trabajar con programas del adulto mayor.

Las principales actividades están relacionadas con los niños; se trabaja directamente con los Programa de Niño Sano, Operación Sonrisa, Teletón, entre otras. Por otro lado, la empresa también vela por el medio ambiente, colaborando con los productores artesanales en la producción de insumos frescos, naturales y no contaminantes. Los principales proyectos de la empresa entre los años 2015-2021 se muestran en la tabla 5.

Tabla 5. Principales proyectos de Responsabilidad Social de Laive 2015-2021

Proyecto	Ámbito
Programa creciendo con Laive	Negocios inclusivos
Recíclame, cumple tu papel	Reciclaje
Vive bien con Laive	Clima laboral
Campañas de nutrición en colegios	Nutrición
Donación de desayunos a colegios	Nutrición
Gestión ambiental	Medio ambiente
Envases reciclables	Medio ambiente

Fuente: Laive, s.f.
Elaboración: Propia, 2018.

Capítulo II. Análisis del macroambiente, microambiente, y posicionamiento competitivo

1. Análisis Pestel

El análisis Pestel identifica los factores externos que impactan en las operaciones de la organización; estos factores se agrupan en: políticos, económicos, sociales, tecnológicos, legales y ambientales (Parada 2013). El resumen se presenta en la tabla 6 y el detalle en el anexo 10.

La economía peruana, producto de factores internos en el manejo político del país, solo creció 2,5% en el 2017. La reducción de la inversión tanto pública como privada impactó negativamente en la demanda agregada, afectando el consumo en todos los niveles socioeconómicos aunque Laive mantuvo un crecimiento sostenido.

Tabla 6. Análisis Pestel

Político	Ley de Protección al consumidor Ley de Alimentación Saludable Aranceles a la leche importada Ley para los oligopolios Normas económicas-tributos
Económico	Desaceleración económica Apreciación/depreciación del dólar Tasa de interés referencial del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) Efecto del Fenómeno del Niño y las heladas Friajes en la sierra, especialmente en Arequipa, Puno y Cusco
Social	Consumidor más informado, concientizado y exigente Consumidor sensibilizado al cuidado de la salud Nutrición y medio ambiente Lealtad a la marca
Tecnológico	Desarrollo de software y aplicaciones de sistemas de calidad en lo administrativo y operaciones Búsqueda de productos innovadores y saludables
Legal	Ministerio de Salud: Normativa de Alimentos (Dirección General de Salud Ambiental [Digesa]) Indecopi - Comisión de Protección del Consumidor El Ministerio de la Producción (Produce) es el ente rector del sector industrial manufacturero

Fuente: Parada, 2013; BCRP, 2018 Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), s.f.
Elaboración: Propia, 2018.

2. Consumo de leche en el mundo y en el Perú

A nivel mundial el consumo per cápita de productos lácteos ha registrado un incremento de 8%, pasando de 101 litros en el 2008 a 112 litros en el 2017. En el anexo 5 se presenta el consumo per cápita de leche líquida en el mundo; en el anexo 6, la disponibilidad de leche per cápita por regiones, y en el anexo 7, el ranking de las principales empresas lácteas mundiales.

En los países desarrollados es mayor el consumo per cápita de productos lácteos que en los países en desarrollo; en Sudamérica, los países que tiene mayor consumo per cápita son Uruguay, Argentina, Chile y Colombia, que registran consumos por encima del recomendado por la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO s.f.) (120 litros por persona/año). Por el contrario, Perú y Bolivia se encuentran muy por debajo de lo recomendado.

En el Perú, el consumo de leche es de 87 litros por persona en el año encontrándose por debajo de lo sugerido por la FAO. En el país, el producto lácteo con mayor demanda es la leche evaporada (80%), seguido de la leche fresca (19%) y la leche en polvo (1%). Asimismo, es el único país en América Latina que sigue consumiendo leche evaporada en lata, ya que esta presentación está arraigada culturalmente.

3. La industria láctea en Perú

Al 2016, la industria láctea aporta el 0,4% del valor agregado nacional, el 2,3% de la industria manufacturera total, y emplea al 0,2% de la Población Económicamente Activa Ocupada (PEA Ocupada), este resultado es ligeramente mayor al del año 2015.

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 que su consumo se encuentra muy arraigado en la sociedad peruana, debido a que la leche es uno de los alimentos principales en la vida de las personas por su potencial nutricional. El detalle de la producción de leche en el Perú se presenta en el anexo 8.

4. Análisis de las cinco fuerzas de Porter a la industria láctea y sus derivados

Según Porter (2005), las fuerzas económicas y sociales son un factor clave del entorno donde la compañía compete, por lo que deben contar con un plan perfectamente elaborado para mantenerse vigente en el mundo de los negocios.

En el Perú la industria láctea ha alcanzado su madurez, se está impulsando el consumo de los productos derivados de la leche en los diferentes horarios de alimentación ya que el consumo se concentra por las mañanas en los desayunos. Sin embargo, la amenaza de sustitutos y la rivalidad de los competidores es agresiva en esta industria, lo que se compensa por el alto poder de

negociación que tiene la industria para con sus proveedores y el poder de negociación que tienen los compradores. El detalle del análisis se presenta en el anexo 11.

5. Participación en el mercado²

En el sector lácteos, el total de ventas de las empresas alcanzaron S/ 6.008 millones. La empresa Gloria es la que registra mayor participación en promedio entre los años 2004 y 2017; con respecto al nivel de ventas alcanzó el 60%, seguida por Nestlé Perú con el 29% y Laive con el 9%.

El mercado de productos lácteos en el Perú se caracteriza por su elevada concentración pues las tres principales empresas Gloria, Nestlé Perú y Laive concentran el 97% de total de ventas, el resto está conformado por productores artesanales, participación que se mantiene en los últimos diez años. Las tres compañías que lideran el mercado han diversificado sus productos, presentaciones y han desarrollado un proceso de integración vertical, cubriendo desde el acopio de leche fresca hasta su distribución, lo que les ha generado importantes economías de escala. Además, tienen un fuerte vínculo con los ganaderos brindándoles servicios de asesoría técnica y financiera, directa e indirecta. En los últimos años. Laive ha mantenido una estrategia de renovación de productos en leches evaporadas especializadas, yogurt funcional, jugos y quesos, así como, en inversiones continuas y campañas de reposicionamiento de marca para asegurar su crecimiento.

6. Ciclo de vida

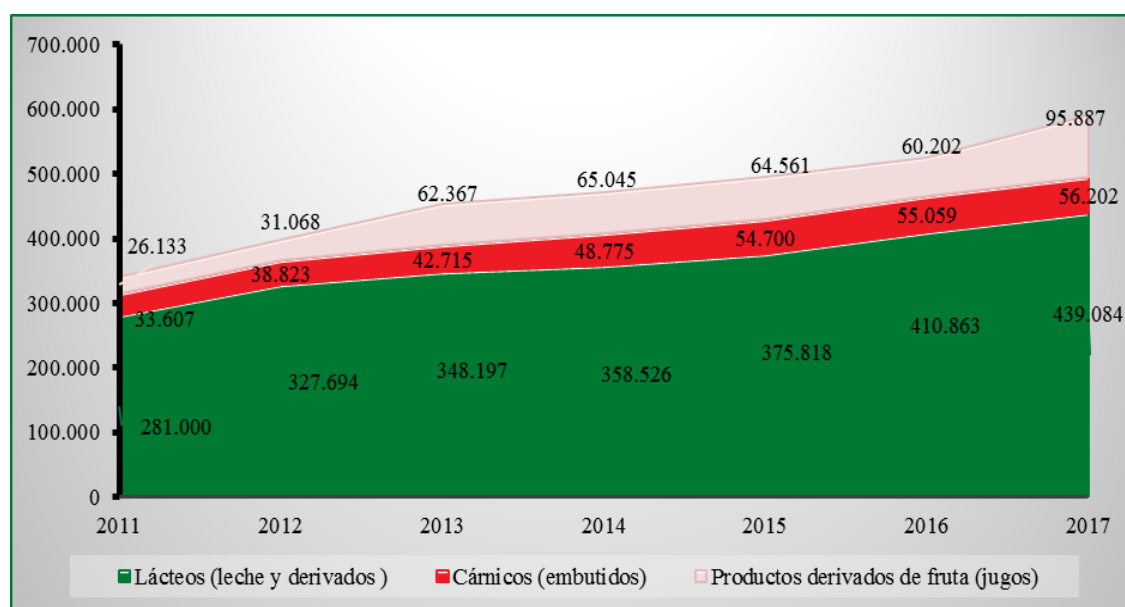
Según Kotler y Armstrong (2008), el ciclo de vida de los productos se analiza considerando las ventas y la rentabilidad generada. Un producto puede hallarse en cualquiera de estas tres etapas: introducción, crecimiento y madurez.

Evaluando las ventas y las utilidades generadas por las líneas de negocio se puede indicar que las tres categorías (lácteos y derivados; productos cárnicos y productos derivados de la fruta) se encuentran en la etapa de crecimiento. La línea de los lácteos y derivados ha tenido un crecimiento promedio del 8% en los últimos siete años, destacando el yogurt, mientras que en la leche evaporada fue necesario cambiar los empaques para mantener su promedio de ventas. Los productos cárnicos tienen un crecimiento promedio del 9% en los últimos siete años con tendencia

² Kotler y Armstrong, 2008.

al alza, aunque en los últimos tres años solo creció en promedio 5%, mientras que su margen de utilidad promedio es de 11% y de los lácteos es 5%. La caída de las ventas en los productos derivados de la fruta se sustenta principalmente en la contracción del mercado. En el gráfico 4 se muestra la evolución de las ventas en las diferentes líneas de negocio.

Gráfico 4. Evolución de las ventas



Fuente: Laive, 2010b; 2011b; 2012b; 2013b; 2014b; 2015b; 2016b; 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

7. Cadena de Valor

La cadena de valor es un modelo elaborado por Porter *et al.* (2016) que define las actividades que realiza una compañía para diseñar, elaborar, comercializar y entregar sus productos.

El conjunto de actividades que desempeña Laive constituye su cadena de valor, lo que le ha permitido mantenerse en el tiempo. Las actividades primarias relacionadas con la creación física del producto y las actividades complementarias para la venta y transferencia al consumidor son las acciones importantes para conservar su ventaja competitiva.

En su logística de operaciones de entrada y de salida destaca el uso de un riguroso control de recepción, proceso, almacenamiento y distribución para sus materias primas y producto final utilizando la certificación HACCP (Análisis de Peligro y Puntos Críticos de Control) en todas sus plantas, lo que está plenamente orientado a satisfacer las exigencias sanitarias que impone el mercado y el consumidor para una eficaz protección de la salud. Asimismo, cuenta con la

certificación de control de la Dirección General de Salud Ambiental (Digesa), que es la autoridad nacional en los aspectos relacionados al saneamiento de los alimentos.

En su área de investigación y desarrollo cuenta con personal capacitado en el extranjero para el uso de tecnologías en su planta, desarrollando productos como el primer alimento probiótico del mercado (Biodefensa), y la producción de leches evaporadas ultra altas pasteurizadas, enteras, semidescremadas y sin lactosa. Por lo tanto, la infraestructura, área de investigación y desarrollo, y proceso de operaciones en la actividad productiva representan el pilar de la organización; con ello se ha logrado tener un posicionamiento del mercado debido a que Laive realiza un producto de alta calidad y novedoso que llega a satisfacer al cliente, mediante el buen manejo de sus procesos productivos y canales de distribución a las diferentes supermercados y mercados mayoristas. Mayor detalle de la cadena de valor se puede apreciar en el anexo 9.

8. Matriz Boston Consulting Group (BCG)

Según David (2013), la matriz BCG representa de manera gráfica las diferencias entre líneas de producto, en términos de su participación relativa de mercado que ocupa y de la tasa de crecimiento de la industria. La matriz permite identificar la capacidad que tienen las líneas de producto de generar flujo de efectivo, necesidades de dinero, y de tomar decisiones de invertir, desinvertir o abandonar.

En el caso de Laive, se analizaron las tres líneas de negocio con sus respectivos productos. En el cuadrante estrella se ubica el yogurt clásico y los jugos de fruta con fuerte posición competitiva en el mercado y generando grandes cantidades de dinero, gracias a la aceptación de los consumidores, pero requiriendo de una alta inversión para mantenerse, ya que se encuentra en una etapa de crecimiento buscando convertirse en productos vacas. La leche evaporada UHT, la mantquilla y los embutidos de la marca Suiza se ubican en el cuadrante de vacas lecheras, generando utilidades significativas, dichos productos se encuentran en etapa de madurez, el cual es invertido en ampliar la capacidad productiva y en crear y mejorar los productos de la compañía. En el cuadrante de interrogante se ubican los productos innovadores que requieren de inversión en investigación y desarrollo encontrándose en la etapa de introducción, pero que a la compañía le han dado grandes satisfacciones ya que algunos de sus productos han pasado a ser estrellas como el yogurt Biodefensa en sus diferentes sabores y formatos. Los productos de la marca Preferida y la leche evaporada en bolsa atienden a un sector de la población con escasos recursos económicos ocupando el último cuadrante.

Gráfico 5. Matriz BCG



Fuente: David, F. (2013); Laive, 2010a; 2011a; 2012a; 2013a; 2014a; 2015a; 2016a; 2017a; 2018a.
Elaboración: Propia, 2018.

9. Análisis FODA³

Para la compañía, las estrategias FO permiten desarrollar productos saludables para los segmentos de mercado no atendidos; adquirir equipos, software y almacenes para sostener el crecimiento de la compañía, e ingresar a mercados internacionales. Las estrategias DO fomentan el uso de presentación de productos en formatos pequeños con agresivas campañas publicitarias, amplían la red de distribución al interior del país, y publicar los logros alcanzados para fomentar la comunicación entre áreas; mientras que las estrategias FA permiten usar derivados financieros para cubrir variaciones de tipo de cambio, redefinir los productos de acuerdo a los nuevos reglamentos, y utilizar tecnología para incrementar la producción y calidad de la leche fresca. Finalmente, las estrategias DA desarrollan productos lácteos que contengan ingredientes de origen vegetal y comunican a los consumidores el beneficio de usar leche en polvo. El detalle del análisis se presenta en el anexo 12.

³ David, 2008.

10. Matriz Canvas

El modelo de negocio Canvas fue diseñada por Osterwalder y Pigneur (2008). Este busca describir las bases del negocio sobre las que una empresa crea, captura y proporciona valor. Para ello, utiliza nueve módulos: segmentos de clientes, propuesta de valor, canales, relaciones con clientes, fuentes de ingresos, recursos clave, actividades clave, asociaciones clave y estructura de costos. Los productos lácteos y derivados lácteos de la compañía tienen como propuesta de valor el ofrecimiento de productos saludables e innovadores utilizando ingredientes de origen vegetal, accesibles y al alcance de los diferentes segmentos de mercado. Los clientes de Laive son supermercados, mayoristas, distribuidores y estaciones de servicio; mientras que los consumidores son niños, adolescentes, jóvenes y adultos. La compañía mantiene relación con sus proveedores de leche fresca, leche en polvo, bancos y accionistas (ver anexo 13).

11. Estrategia de Laive

- Estratégicamente, la empresa Laive se mantiene y crece en el mercado nacional, llevando a todos los peruanos productos de calidad, innovadores y saludables. Esto se ve reflejado en la variedad de productos que viene ofreciendo en el mercado, para realizar todo ello invierte constantemente en investigación y desarrollo e infraestructura como la compra de un terreno en Huachipa para tener su centro de distribución, además de adquirir equipos que contribuyan con el medio ambiente y la mejora de sus procesos.
- La compañía, en vista de las preferencias de los consumidores, elaboró nuevas fórmulas de leche evaporada, UHT y yogurt con el fin de suplir la nueva tendencia del cliente. Es así como crea productos como leche evaporada niños con DHA (desarrollo intelectual), leche de soya para consumidores que prefieren leches más naturales, yogurt Acti-bio con probióticos que ayudan en la digestión y yogurt Prodefensis que refuerzan el sistema inmunológico. Cabe recalcar que Laive fue la primera empresa en lanzar al mercado el Biodefense, la leche con 0% de lactosa y la leche formulada con DHA.
- Su competencia directa (Gloria) se enfoca en ofrecer productos de alta calidad siendo líder en el mercado. Para el caso de Nestlé, la estrategia para ser más competitiva en el largo plazo se basa en la creación de valor compartido en la sociedad y el medio ambiente.
- En los últimos años, tras una serie de acontecimientos, se ha objetado el valor nutricional y la publicidad de los productos lácteos, dado que estos son mezclados con leche en polvo importada, además de etiquetar a sus productos de forma no transparente (caso Pura Vida), siendo la más afectada la empresa Gloria. Teniendo en cuenta esto, Laive debe enfocar su

estrategia en demostrar al consumidor que sus productos son 100% saludables y totalmente transparentes en el rotulado de las etiquetas de sus productos. Incidiendo con fuerza en ello no solo mantendrá su participación en el mercado sino que podría ganar parte del mercado que Gloria perdió.

- Es importante que el público asocie la marca Laive como sinónimo de calidad, transparencia y productos saludables.

Capítulo III. Análisis financiero

1. Estructura de ingresos

La compañía presenta ingresos por líneas de negocio en las que opera tales como:

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

Las ventas de los productos durante los últimos diez años han evolucionado de la siguiente manera:

Tabla 7. Volumen de ventas netas (en toneladas métricas)

Productos	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Total	Volumen de ventas
Lácteos	53.743	61.438	68.282	70.980	79.243	74.736	73.583	74.410	84.642	71.978	713.035	69%
Jugos	11.846	14.069	15.650	16.403	18.368	36.512	38.752	38.175	34.845	49.203	273.823	27%
Cárnicos	3.176	3.543	3.856	3.500	3.930	4.316	4,593	4.972	4.751	4.728	41.365	4%
Total	68.765	79.050	87.788	90.883	101.541	115.564	116.928	117.557	124.238	125.909	1.028.223	100%
											Promedio	
Variación %	14,96%	11,05%	3,53%	11,73%	13,81%	1,18%	0,54%	5,68%	1,34%	7,09%		

Fuente: Laive, 2009b, 2010b; 2011b; 2012b; 2013b; 2014b; 2015b; 2016b; 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

Tabla 8. Ventas netas (en miles de soles)

Productos	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Total	% Total en ventas
Lácteos	250.276	281.000	327.694	348.197	358.526	375.818	410.863	439.084	3.231.429	78%
Jugos	34.213	33.607	38.823	42,715	48.775	54.664	55.059	56.202	422.019	10%
Cárnicos	29.943	26.133	31.068	62.367	65.045	64.561	60.202	95.887	483.059	12%
Total	314.432	340.740	397.585	453.279	472.346	495.043	526.124	591.173	4.136.507	100%
										Promedio
Variación %	9,94%	8,37%	16,68%	14,01%	4,21%	4,81%	6,28%	12,36%	9,64%	

Fuente: Laive, 2009b, 2010b; 2011b; 2012b; 2013b; 2014b; 2015b; 2016b; 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

Como se puede observar en las tablas 7 y 8, la producción de lácteos de los últimos 10 años asciende a un 69%, lo que representa un ingreso monetario del 78% del total de ventas, esto debido a que la empresa principalmente desarrolla y comercializa productos lácteos y sus derivados, los mismos que viene innovando y ganando una mayor participación en el mercado; es así que en el 2008 se introduce por primera vez en el mercado la leche evaporada sin lactosa y en el 2010 la leche formulada para niños con DHA. Continuando con la innovación en el 2013, Laive comienza a desarrollar un yogurt griego en diversas presentaciones por primera vez en el país.

Respecto a los productos concentrados de pulpa, se mantienen en vigencia conservando su calidad y representando un ingreso de 10% a lo largo de los últimos 10 años. La caída se sustenta en la no exportación de jugos, ya que la empresa mantiene una exclusividad con Watt's Alimentos Chile para la elaboración de sus productos localmente. Finalmente, se encuentra la producción de productos cárnicos bajo la marca Salchichería Suiza, poniendo énfasis en el segmento de jamones, lo cual representa un 12% del total de sus ingresos en los últimos 10 años.

Laive tuvo un crecimiento sostenido promedio de 7,09 % en producción y 9,64% de ingresos durante el periodo 2008 al 2017. El impacto de la economía se reflejó en la desaceleración del consumo masivo creciendo en el 2014 en 4,21% con respecto al año 2013. Sin embargo, la empresa creció 12,36% en el 2017 respecto al 2016.

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

Tabla 9. Precios del yogurt y de la leche evaporada

Precios en soles de yogurt envase de 1L						
Marca	mar-11	jun-11	ago-11	ago-14	dic-14	jul-17
Gloria	5,05	5,40	5,65	5,99	6,09	5,19
Soy Vida	3,10	3,10	3,10	3,45	4,00	4,19
Laive	4,75	5,80	6,12	6,33	6,33	5,70
Precios en soles de leche evaporada por envase 410g.						
Marca	mar-11	jun-11	ago-11	ago-14	dic-14	jul-17
Gloria	2.45	2.60	2.69	2.95	3.00	3.19
Soy Vida	2.24	2.24	2.35	2.45	2.67	2.76
Laive	2.15	2.50	2.65	3.00	3.00	3.17

Fuente: Asociación de Ganaderos de Lima, 2017.

Elaboración: Propia, 2018.

2. Estructura del costo de venta

En el análisis realizado dentro de los períodos 2008 a 2017 se observa que el costo de venta oscila entre el 76% y 80% de los ingresos de la compañía (ver tabla 11). El costo de ventas se distribuye principalmente entre un promedio de los últimos diez años en:

- 82% de materias primas e insumos.
- 8% de carga de personal.
- 5% de gastos de fabricación.

Tabla 10. Relación costo de venta e ingresos (en millones de miles de soles)

Detalle	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingreso	260	286	314	341	398	453	472	495	526	591
Costo de venta	(209)	(221)	(245)	(272)	(314)	(354)	(367)	(386)	(410)	(447)
%	80	77	78	80	79	78	78	78	78	76

Fuente: Laive, 2009b, 2010b; 2011b; 2012b; 2013b; 2014b; 2015b; 2016b; 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

Tabla 11. Distribución del costo de ventas (en millones de miles de soles)

Costo de ventas	2013	2014	2015	2016	2017	Total	%
Inventario inicial mercaderías	1	1	1	1	2	6	0%
Compras	12	12	13	14	15	66	3%
Saldo final de mercaderías	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(7)	0%
Saldo inicial de productos terminados	16	19	23	20	24	102	5%
Saldo inicial de productos en proceso	5	7	5	5	4	25	1%
Materias primas e insumos utilizados	297	304	312	336	356	1.605	82%
Gastos del personal	25	27	29	32	35	148	8%
Depreciación y amortización	7	9	10	11	12	49	2%
Otros gastos de fabricación	18	18	20	21	31	108	5%
Saldo final de productos en proceso	(7)	(5)	(5)	(4)	(5)	(26)	-1%
Saldo final de productos terminados	(19)	(23)	(20)	(24)	(25)	(111)	-6%
Total	(354)	(367)	(386)	(410)	(447)	1.965	100%

Fuente: Laive, 2009b, 2010b; 2011b; 2012b; 2013b; 2014b; 2015b; 2016b; 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

3. Capex

En la tabla 12 se aprecia la inversión en inmuebles, maquinarias y equipos, así como en activos intangibles de Laive durante la última década. La búsqueda de innovación y calidad de productos implica inversión, y esto la compañía lo ha venido plasmando a lo largo de los años mediante inversiones en compras y mejoras de los equipos, desarrollo de software para mejorar la productividad y el control de calidad. En los últimos cuatro años se aprecia una inversión importante debido a la adquisición y construcción de la planta en Huachipa donde se centralizará su centro de almacén y distribución de productos.

Tabla 12. Inversión en capex (en millones de miles de soles)

Detalle	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Prop. y equipo	9,68	3,05	5,64	4,70	7,72	7,33	14,91	19,88	10,98	15,90
Intangibles	0,03	0,17	0,15	0,67	0,25	0,47	0,31	0,30	0,66	1,40
Total	9,71	3,22	5,79	5,37	7,97	7,80	15,22	20,18	11,64	17,30
Crecimiento	Prop. y equipo	-6,63	2,59	-0,94	3,02	-0,39	7,58	4,97	-8,90	4,92
	Intangibles	0,14	-0,02	0,52	-0,42	0,22	-0,16	-0,01	0,36	0,74
% de ventas		1,13%	1,84%	1,57%	2,00%	1,72%	3,22%	4,08%	2,21%	2,93%

Fuente: Laive, 2009b, 2010b; 2011b; 2012b; 2013b; 2014b; 2015b; 2016b; 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

El activo inmovilizado de la empresa representa un promedio de los últimos diez años de 2,30% respecto a sus ventas.

4. Financiamiento

La política de la compañía es mantener financiamientos a tasas de interés bajas y fija, esto debido a su historial crediticio y a la buena capacidad de pago.

Al 31 de diciembre del 2017 la empresa está obligada a cumplir los siguientes covenants:

- Un índice de apalancamiento ajustado (pasivo total – impuesto diferido)/(patrimonio-excedente de revaluación) menor a 1,50.
- Una ratio de deuda financiera /EBITDA menor a 3.

La empresa registra un total de S/ 46.042 millones de financiamiento, mantiene pasivos en las tres principales instituciones financieras del mercado local. Los principales productos de financiamiento son préstamos S/ 29.424 millones (63%) y leasing S/ 16.618 millones (36%). La tasa promedio de interés anual es de 6,36% en arrendamientos financieros y 5,72% en préstamos bancarios, el plazo máximo es al 2025 y la moneda origen de la deuda es en soles.

Los préstamos están garantizados por hipotecas sobre inmuebles por valores de US\$ 2.455 millones y US\$ \$ 6.232 millones. Se han reconocido gastos por intereses en el 2017 por S/ 4.725 millones.

Tabla 13. Detalle de obligaciones financieras (en miles de soles)

Tipo de obligación	Tasa promedio de interés anual	Vencimiento hasta	Moneda origen	Saldo al 31 de diciembre de 2017			Saldo al 31 de diciembre de 2016		
				Porción corriente	Porción no corriente	Total	Porción corriente	Porción no corriente	Total
Arrendamientos Financieros				7.111	9.507	16.618	7.828	12.472	20.300
Scotiabank Perú S.A.A.	5,50% - 7,80%	2020	Soles	2.996	5.299	8.295	3.005	7.165	10.170
Banco de Crédito del Perú S.A.	5,50% - 6,70%	2020	Soles	2.129	1.699	3.828	2.800	2.524	5.324
Banco Internacional del Perú S.A.A.	5,50% - 7,05%	2020	Soles	1.132	2.448	3.580	686	1.883	2.569
BBVA Banco Continental S.A.	5,90% - 6,50%	2019	Soles	440	61	501	851	500	1.351
Banco Santander Perú S.A.	6,80%	2018	Soles	414	-	414	486	400	886
Préstamos bancarios				7.332	22.092	29.424	9.497	22.523	32.020
Préstamos bancarios									
Banco de Crédito del Perú S.A.	4,52% - 6,77%	2025	Soles	4.326	15.614	19.940	4.291	19.925	24.216
Scotiabank Perú S.A.A.	6,30%	2021	Soles	3.006	6.478	9.484	-	-	-
BBVA Banco Continental S.A.	5,27%	2018	Soles	-	-	-	5.206	2.598	7.804
Total				14.443	31.599	46.042	17.325	34.995	52.320

Fuente: Laive, 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

5. Política de dividendos

En el 2013 Laive aprobó modificar la política de dividendos vigente desde diciembre de 1996 de forma tal que a partir de la fecha se constituya de la siguiente manera: «Repartir, al menos, un monto equivalente al 20% de la ganancia neta del ejercicio inmediato anterior, sujeto a las

6. Evolución ratio payout y retención

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

7. Necesidades Operativas de Fondos (NOF) versus Fondo de Maniobra (FM)

Las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) son inversiones netas necesarias en operaciones corrientes realizadas por la compañía, una vez deducido el financiamiento espontáneo generado por las propias operaciones. Su cálculo está dado por las cuentas por cobrar más existencias menos cuentas por pagar más cuentas de periodificación. El Fondo de Maniobra (FM) es el recurso financiero permanente que queda después de financiar el activo fijo. Su cálculo está dado por los capitales permanentes menos el activo fijo.

Laive, entre el 2013 y 2017, incrementó sus ventas en 30%; sin embargo, las NOF se incrementaron en 24% debido al aumento de cuentas por cobrar a empresas comerciales. Entre el 2013 y 2017 se financiaron las NOF con el FM. La porción de las NOF no cubiertas se financió con pasivos circulantes negociados, los cuales contribuyeron a incrementar la tesorería. En esta etapa de crecimiento del negocio, es una sana práctica financiera que un mayor porcentaje de las NOF estén cubiertas por el fondo de maniobra. En la siguiente tabla se visualizan las NOF y FM de la compañía entre el 2013 y 2017.

Tabla 14. Fondo de maniobra y NOF

Fondo de Maniobra

Conceptos	2013	2014	2015	2016	2017
Activo corriente S/(000)	121.649	132.926	158.571	169.835	163.959
Pasivo corriente S/(000)	83.814	94.700	123.416	139.298	118.449
Fondo de Maniobra	37.835	38.226	35.155	30.537	45.510
%NOF financiado con FM	69%	68%	63%	52%	70%

En miles de millones de soles

Conceptos	2013	2014	2015	2016	2017
Activo corriente S/(000)	122	133	159	170	164
Pasivo corriente S/(000)	84	95	123	139	118
Fondo de Maniobra	38	38	35	31	46

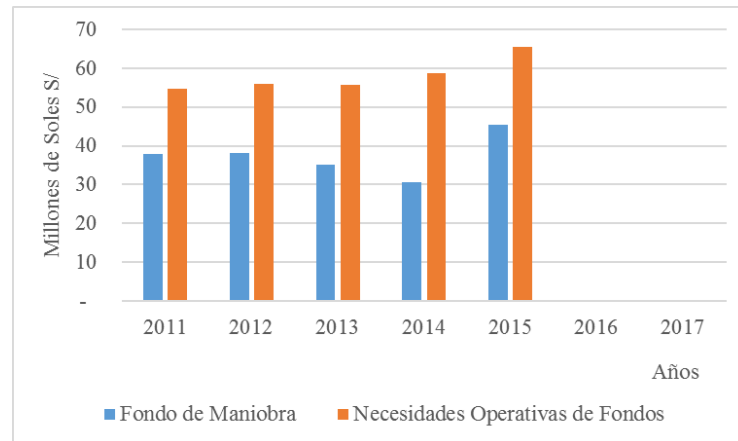
Necesidades Operativas de Fondos

Conceptos S/(000)	2013	2014	2015	2016	2017
Activos					
Cuentas por cobrar comerciales, neto	47.564	51.146	51.799	53.481	58.571
Otras cuentas por cobrar	3.637	5.059	5.339	4.022	3.878
Existencias	66.674	72.239	97.225	109.149	96.524
Pasivos					
Cuentas por pagar comerciales	61.256	70.652	97.152	105.159	89.359
Otras cuentas por pagar	1.810	1.744	1.491	2.886	4.235
Necesidades Operativas de Fondos	54.809	56.048	55.720	58.607	65.379

Fuente: Laive, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

Gráfico 6. Fondo de Maniobra versus NOF



Fuente: Laive, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

8. Indicadores financieros

8.1 Indicadores de liquidez

La compañía Laive tiene, históricamente, capacidad para cubrir sus deudas a corto plazo.

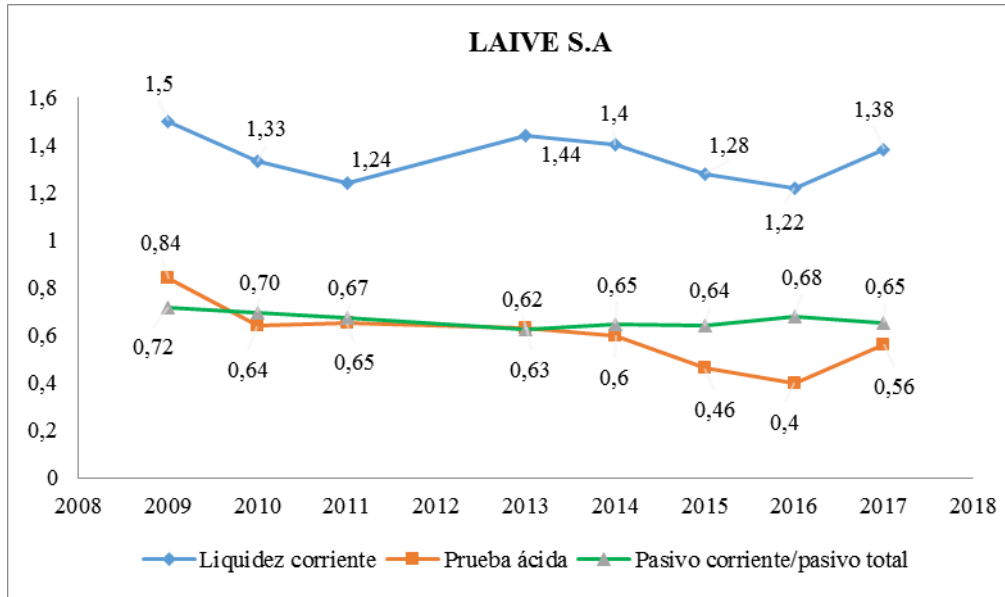
Tabla 15. Indicadores de liquidez

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Liquidez corriente	1,19	1,44	1,40	1,28	1,22	1,38
Prueba ácida	0,67	0,63	0,60	0,46	0,4	0,56
Pasivo corriente/pasivo total	73,9%	62,4%	64,8%	63,9%	68,1%	65,4%

Fuente: Laive, 2010b, 2011b, 2012b, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

Gráfico 7. Indicadores de liquidez



Fuente: Laive, 2009b, 2010b, 2011b, 2012b, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

8.2 Indicadores de gestión

Se puede apreciar que Laive, en el tiempo, viene mejorando el ciclo de conversión de efectivo por un mejor desempeño en la oportunidad de cobranzas a clientes, además de mayores días de crédito para el pago de la deuda.

Tabla 16. Indicadores de gestión

Indicadores de gestión	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cuentas por cobrar comunes (millones S/)	45.199	43.221	53.812	71.533	52.245	52.544	52.442	49.622	58.571
Periodo de cobro (días)	57	51	51	57	49	40	38	35	36
Existencias (millones)	34.499	41.415	45.724	53.433	66.674	72.239	97.225	109.149	96.524
Inmovilización de existencias (días)	58	57	59	58	62	68	79	91	78
Cuentas por pagar comunes (millones S/)	30.546	40.035	49.011	55.019	62.825	72.314	98.811	106.726	92.245
Período de pago (días)	51	53	61	61	61	66	80	90	75
Ciclo de conversión de efectivo	64	55	49	54	50	42	37	36	39

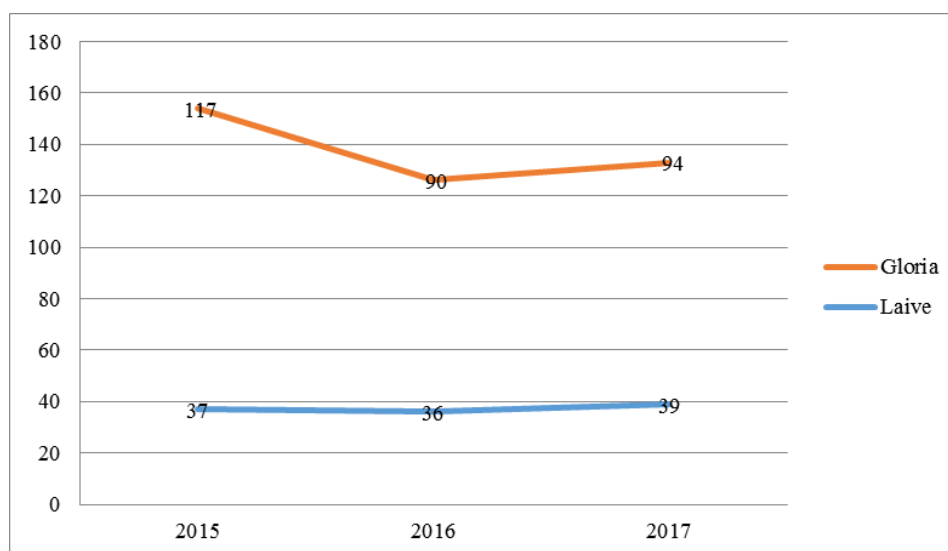
Fuente: Laive, 2010b, 2011b, 2012b, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

El ciclo de negocio de la compañía está compuesto por el periodo medio de cobro, los días de rotación de inventarios y el periodo medio de pago a proveedores. En el año 2017 estos dos últimos disminuyeron a 75 y 78 días, respectivamente.

Gloria cerró el 2015 con un ciclo de negocio de 117 días, el cual se redujo a 94 días al cierre del 2017, principalmente por la disminución de los días de rotación de inventario (de 119 días en 2015 a 88 días en 2017). En el caso de Laive, el ciclo de negocio se ha mantenido entre 37 y 39 días durante el 2015 y 2017; sin embargo, la estructura interna del ciclo de negocio ha cambiado: los días de rotación de inventarios han disminuido de 79 días (2015) a 78 días (2017), también existe una disminución en el periodo medio de cobro y un incremento en el periodo medio de pago a proveedores, práctica que Gloria no ha incluido dentro de su estrategia. Los ciclos de negocio de ambas compañías se observan en el siguiente gráfico.

Gráfico 8. Ciclo de conversión de efectivo Laive-Gloria



Fuente: Laive, 2015a, 2016a; 2017a; SMV, s.f.
Elaboración: Propia, 2018.

8.3 Indicadores de solvencia

Tabla 17. Indicadores de solvencia

Indicadores	Laive						Gloria		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Pasivo corriente/pasivo total	0,74	0,62	0,65	0,64	0,68	0,65	0,53	0,52	0,49
Deuda financiera/pasivo total	0,31	0,34	0,35	0,33	0,30	0,25	0,62	0,74	0,51
Deuda financiera/patrimonio	0,34	0,33	0,34	0,35	0,33	0,23	0,61	0,71	0,48

Fuente: Laive, 2010b, 2011b, 2012b, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b; 2018b.
Elaboración: Propia, 2018.

- **Pasivo corriente/pasivo total.** El indicador nos muestra que del total de pasivos el 65% corresponde a pasivos a corto plazo, de los cuales el 78% corresponde a pasivos espontáneos y el 12% a obligaciones financieras.
- **Deuda financiera/pasivo total.** Del indicador revisado se observa que la empresa financia sus operaciones en porcentajes constantes durante los últimos años. Adicionalmente es necesario precisar del total de la deuda financiera el 31% es a corto plazo, lo que representa necesidad de liquidez a corto plazo.
- **Deuda financiera/patrimonio.** Como se observa el porcentaje de financiamiento de la compañía frente a su patrimonio hasta el 2016 es un porcentaje constante, y en el 2017 tuvo una disminución significativa de aproximadamente 0.10 respecto al 2017.

8.4 Indicadores de rentabilidad

Producto del crecimiento de la economía del país, las ventas de Laive crecieron entre 2015 y 2016 a un ritmo superior al 5%; sin embargo, en los años 2017 y 2016, el crecimiento fue de 6% y 12%, respectivamente. En el caso de Gloria, entre 2015 y 2017 las ventas crecieron en 8% en promedio, tal como se puede observar en los gráficos 9 y 10, y en la tabla 18.

Tabla 18. Indicadores de rentabilidad

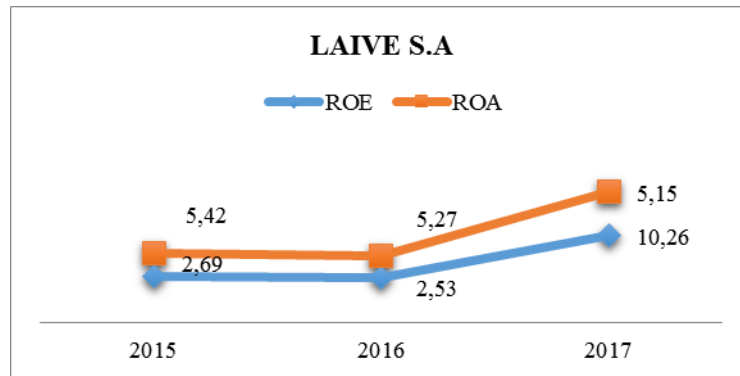
Indicadores	Laive				Gloria		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Retorno sobre capital (ROE)	9,24	5,42	5,27	10,26	10,09	7,76	8,97
Retorno en activos (ROA)	4,71	2,69	2,53	5,15	4,62	3,37	3,91
Margen bruto	22,22	22,13	22,01	24,30	23,08	23,47	26,94

Fuente: Laive, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

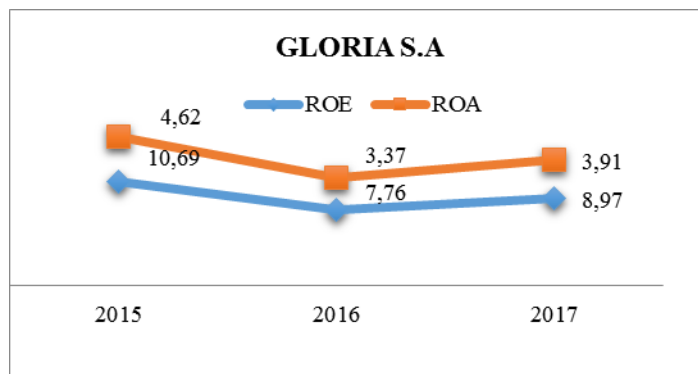
- **Retorno sobre el capital.** Este indicador nos muestra la rentabilidad obtenida por el accionista de la compañía, para el 2017 se observa que la compañía ha mejorado este indicador respecto a los años 2015 y 2016.
- **Retorno en activos.** Este indicador nos permite analizar rentabilidad obtenida respecto a la inversión realizada.

Gráfico 9. Indicadores de rentabilidad – Laive



Fuente: Bloomberg, 2014, 2015, 2016, 2017.
Elaboración: Propia, 2018.

Gráfico 10. Indicadores de rentabilidad – Gloria



Fuente: Bloomberg, 2014, 2015, 2016, 2017.
Elaboración: Propia, 2018.

8.5 Análisis Dupont

Este análisis es la combinación de los principales indicadores financieros. Su objetivo es determinar qué tan eficiente es la empresa a la hora de combinar sus activos, su capital de trabajo y su multiplicador de capital. Estas tres variables son fundamentales para el desarrollo y crecimiento de una empresa.

A continuación se detallan los resultados del análisis DuPont para Laive S.A., su ROA está ligeramente por debajo del promedio del sector. Es importante resaltar el buen manejo en su rotación de activos. Por el lado de Gloria S.A. es de 4%, esto debido a que en el 2017 tuvo problemas con el tema de la transparencia del etiquetado de sus productos (caso Pura Vida).

Tabla 19. Cálculo Dupont

Indicadores	Laive						Gloria		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Probability (rentabilidad)	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,03	0,06	0,06	0,04
Asset turn over (ventas /activos)	1,43	1,62	1,58	1,32	1,32	1,52	1,11	1,13	1,13
Leverage (total activos/total patrimonio)	2,09	1,98	1,96	2,07	2,07	1,89	1,98	1,96	1,94
DUPONT	9,0%	9,6%	9,3%	5,5%	5,7%	7,8%	13,2%	13,3%	8,1%

Fuente: Laive, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b; 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

Capítulo IV. Riesgos

El riesgo es inherente a las actividades de la compañía. Está expuesta a eventos internos o externos, operativos o financieros, que pueden afectarla causando pérdidas económicas y financieras por lo que, dentro de sus políticas, está la gestión de riesgos, con la finalidad de mitigarlos a través de un proceso de identificación, medición y monitoreo continuo.

1. Riesgos no financieros

- **Riesgo de negocio.** Los ingresos de la compañía están correlacionados con la variación de la demanda y cambios en la preferencia de productos. La empresa toma medidas a través de estrategias corporativas, tales como:
 - Innovación de sus productos, por lo cual mantiene más de cien años en el mercado, ocupando el tercer lugar en el rubro de lácteos.
 - Modernización y ampliación de sus instalaciones productivas, lo que permite estar preparado para variaciones en la demanda y afrontar mayores exigencias de eficiencia.
- **Riesgo reputacional.** Son eventos que impactan negativamente en la percepción que tienen los clientes de la organización. Un ejemplo es el caso “Pura Vida” del grupo Gloria cuando se determinó que ofrecía productos con publicidad engañosa, costándole grandes pérdidas económicas. Por lo indicado, Laive viene trabajando en el etiquetado de sus productos con el objetivo de mostrar al consumidor información necesaria y cierta.
- **Desastres naturales.** Uno de los eventos catastróficos que afecta al país es el Fenómeno del Niño, que ocasionó la caída de la producción de leche, que es un insumo básico para la elaboración de los productos de Laive; el costo de distribución y abastecimiento se incrementa debido a la destrucción de pistas y carreteras, lo que origina el encarecimiento de los productos finales. Para disminuir estos impactos la empresa trabaja con las autoridades locales en medidas de prevención.

2. Riesgos financieros

- **Riesgo de crédito.** Es el riesgo que una contraparte no cumpla con sus obligaciones estipuladas en un instrumento financiero o contrato, originando una pérdida. La compañía está expuesta principalmente por las cuentas por cobrar comerciales. Laive tiene una política para provisión por deterioro de las partidas por cobrar mayores a 180 días para atenuar el riesgo de incobrabilidad. Las cuentas por cobrar se encuentran concentradas en nueve clientes

al 31 de diciembre de 2017, lo que representado el 56%, manera cómo la empresa controla este riesgo.

- **Riesgo de mercado.** El riesgo de mercado es sufrir pérdidas en posiciones de balance derivadas de movimientos en los precios de mercado. Todos los instrumentos financieros de la compañía están afectados por los riesgos de tipo de cambio y tasas de interés.
- **Tipo de cambio.** Es el riesgo donde el valor razonable de los flujos de caja futuros fluctúa por variaciones en los tipos de cambio. La Gerencia de Finanzas es la responsable de identificar, medir, controlar e informar la exposición al riesgo cambiario global de la compañía, el cual surge por los descalces entre sus posiciones activas y pasivas en las distintas monedas en las que opera la empresa. Al 31 de diciembre del 2017 su posición en dólares es negativa en US\$ 11 millones. Para reducir las pérdidas por la variación del tipo de cambio la entidad utiliza instrumentos financieros derivados (forwards).

Tabla 20. Sensibilidad a la tasa de cambio

Análisis de sensibilidad	Variación en tasas de cambio	Ganancia / (pérdida) 2017 S/ (000)
Devaluación		
Dólares	-5%	-1.650
Dólares	-10%	-3.300
Revaluación		
Dólares	+5%	1.650
Dólares	+10%	3.300

Fuente: Laive, 2013b, 2014b, 2015b, 2016b, 2017b; 2018b.
Elaboración: Propia, 2018.

- **Tasa de interés.** La exposición de la compañía al riesgo de cambios en las tasas de interés de mercado se refiere principalmente a las obligaciones de largo plazo con tasas de interés variable. Para atenuar este riesgo la compañía tiene la política de mantener financiamientos principalmente a tasas de interés fija. El endeudamiento de corto y largo plazo es pactado a tasas fijas, por lo tanto, cualquier alza en las tasas de interés no afectará a los resultados de la compañía.
- **Riesgo de liquidez.** Es el riesgo de no tener la capacidad de cumplir con las obligaciones de pago relacionadas con pasivos financieros al vencimiento y reemplazar los fondos cuando sean retirados. La liquidez es controlada a través del calce de los vencimientos de sus activos y pasivos, de la obtención de líneas de crédito y/o manteniendo los excedentes de liquidez.
- **Riesgo de gestión de capital.** La compañía gestiona el capital orientados a salvaguardar su capacidad para continuar operando, y mantener una fuerte base de capital para apoyar el

desarrollo de sus actividades. Controla el capital manejando un ratio de endeudamiento, definido como el cociente entre la deuda neta y el patrimonio.

- **Riesgo de precio.** Expuesta al riesgo comercial proveniente de cambios en los precios de las principales materias primas necesarias para la producción, tales como leche, carne de cerdo y azúcar, debido a que los precios se determinan en función a la demanda y oferta del mercado local. A continuación, se presenta un análisis de sensibilidad de la compañía a un incremento y decremento de un porcentaje específico de los precios de compra promedio de las principales materias primas utilizadas en la producción y el impacto en sus resultados, manteniendo constante todas las demás variables. El efecto en resultados se producirá en caso no se pueda ajustar los precios de venta a los clientes.

Tabla 21. Sensibilidad en el precio

Análisis de sensibilidad	Cambio en los precios	Ganancia/pérdida (en miles de soles)	
		(Antes de impuestos a las ganancias)	
	%	2017	2016
Precio de carne de cerdo	5	-441	-405
Precio de carne de cerdo	-5	441	405
Precio de leche	2	-2.490	-2.356
Precio de leche	-2	2.490	-2.356
Precio de azúcar	10	-1.076	-1.500
Precio de azúcar	-10	1.076	1.500

Fuente: Laive, 2017b, 2018b.
Elaboración: Propia, 2018.

3. Matriz de riesgos

Esta herramienta de gestión nos permite determinar objetivamente cuáles son los riesgos relevantes que enfrenta la organización, del análisis se evidencia que los de más alto impacto son el tipo de cambio, precio y reputacional. La probabilidad de impacto y ocurrencia se clasifican de acuerdo al cuadro inferior:

Tabla 22. Probabilidad de impacto y ocurrencia

Impacto	Probabilidad
1 Bajo	1 Improbable
2 Medio	2 Poco probable
3 Alto	3 Probable

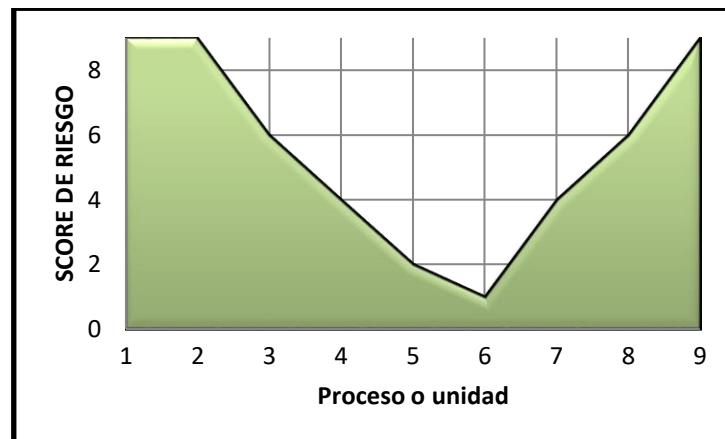
Fuente: Elaboración propia, 2018.

Tabla 23. Matriz de riesgos Laive S.A.

Área de impacto	Riesgo primario	Proceso o unidad	Dimensionamiento del riesgo		
			Impacto	Probabilidad de ocurrencia	Score de riesgos
			(1)	(2)	(1 * 2)
Financiero	Tipo de cambio	1	3	3	9
	Riesgo de precio	2	3	3	9
	Riesgo de crédito	3	3	2	6
	Tasa de interés	4	2	2	4
	Riesgo de liquidez	5	2	1	2
	Riesgo de gestión de capital	6	1	1	1
No financiero	Riesgo de negocio	7	2	2	4
	Desastres naturales	8	3	2	6
	Riesgo reputacional	9	3	3	9

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Gráfico 11. Score de riesgos



Fuente: Elaboración propia, 2018.

Capítulo V. Valorización de la firma

1. Supuestos de las principales variables para la proyección

Para la presente valoración se están proyectando los estados financieros de la compañía, tomando como base la información histórica desde el 2012 al 2017.

En el modelamiento y proyección de ingresos futuros de Laive se ha utilizado un enfoque top-down⁴, teniendo en cuenta el desempeño de variables macroeconómicas relevantes como el PBI Nominal y el PBI Agropecuario, y su relación directa con el desempeño histórico de las ventas de la empresa.

Tabla 24. Supuesto para las proyecciones

VARIABLE	SUPUESTO	FUNDAMENTO
Período de proyección	10 años.	El período de proyección abarca desde el año 2018 al 2027 (10 años).
Moneda	Soles	La proyección se ha realizado en la moneda funcional para Laive.
Estados financieros		Se ha utilizado los estados financieros históricos de Laive para el período 2012-2017.
Variables macroeconómicas	Inflación (%)	En el largo plazo la inflación se estima en torno a su target meta de 2,0 %
	PBI nominal	Crecimiento de 3,8 % a partir de 2019 (Publicación Diario Gestión).
Ventas	Partiendo del año base 2017 sus ventas crecerán entre 3% y 4% anualmente (ver anexo 15).	Para las proyecciones se utilizaron variables macroeconómicas, que explican el comportamiento de las ventas, especialmente, modelos parsimoniosos y libres de problemas como multicolinealidad, heteroscedasticidad, autocorrelación de los residuos. Esto se ve en que todos aceptan la hipótesis nula de normalidad de los residuos del modelo estimado, condición importante para validar finalmente un modelo de regresión lineal econométrico.
Costo de venta	Se analizaron los porcentajes históricos de las compras de materia prima, mano de obra y otros gastos de fabricación respecto a las ventas. Adicionalmente, se incorporó al costo la depreciación y amortización.	Por la materia prima se ha considerado los saldos iniciales y finales de mercadería, las compras y el consumo. Las compras de materia prima proyectadas representan el 63% del total de la venta de productos (promedio de los últimos cinco años). La mano de obra directa y los otros gastos de fabricación han sido proyectados considerando el porcentaje máximo de las ventas de los últimos cinco años, siendo 12% y 5%, respectivamente. La depreciación fue tomada de las proyecciones del capex y distribuida en costo de ventas, gastos de administración y gastos de ventas de acuerdo con el comportamiento histórico de los últimos cinco años.

Fuente: Redacción Gestión, 2018; El Comercio, 2018.

Elaboración: Propia, 2018.

⁴ Las proyecciones de ingresos de una compañía pueden abordarse desde dos perspectivas: las proyecciones top-down que consideran el entorno económico y sectorial general en el que la empresa opera, y el enfoque bottom-up que se basa en las características de operación y financieras propias de la compañía para realizar las estimaciones futuras.

Tabla 24. Supuesto para las proyecciones (continúa de la página anterior)

VARIABLE	SUPUESTO	FUNDAMENTO
Capex	Inversión en dos fases, los primeros tres años será un porcentaje menor; debido a que la empresa terminó de ampliar su planta de Ate.	La empresa se encuentra en etapa de crecimiento, tiene 108 años en el mercado, y los ejecutivos de la empresa manifiestan sus planes de expansión. Teniendo en cuenta lo señalado se analizaron sus inversiones históricamente, estimando que invertirán de 2% a 3% anualmente de las ventas. En entrevista brindada en agosto del 2018 al diario El Comercio (2018) el ejecutivo Henry Trou indicó que Laive SA plantea duplicar el tamaño de la compañía para el 2025. Desde nuestro punto de vista la empresa si cumplirá con este objetivo, basándonos en las inversiones que viene realizado en los últimos años.
Gastos operacionales	Se plantea un incremento del 0,3% anual durante los próximos 10 años.	Se considera un incremento del 0,3% anual debido a que cada año la empresa realiza una revisión del salario de sus colaboradores; adicionalmente, como parte de su plan de crecimiento, debe realizar gastos en publicidad con la finalidad de posicionar la marca y fidelizar a los clientes.
Deuda / gastos financieros	Se calcularon los intereses que la empresa pagará durante los próximos años, en base a los cronogramas de crédito vigentes.	Analizando los estados financieros la empresa ha tomado deuda con bancos locales. Adicionalmente se realizó una visita a Laive, determinando que la empresa no tomará nuevas deudas, debido a que tiene restricciones por los préstamos obtenidos en los últimos años. En base a los cronogramas de los préstamos bancarios vigentes se determinó el gasto financiero de los créditos vigentes.
Crecimiento de la perpetuidad “g”	Expectativas de crecimiento de la economía	Se decidió aplicar aplicar la encuesta de expectativas de crecimiento económico ajusta por la inflación, dando como resultado 4,3%.
Impuesto a la renta	Tasa de impuesto efectiva	Se realizó un análisis histórico del impuesto a la renta pagado de manera efectiva junto con una estimación del pasivo diferido futuro.
Dividendos	Se reconoce el pago anual de dividendos.	En base a la política de dividendos, se reconoce el pago de un monto equivalente al 20% de la ganancia neta del ejercicio inmediato anterior.

Fuente: Redacción Gestión, 2018;El Comercio, 2018.

Elaboración: Propia, 2018.

2. Cálculo de la tasa de descuento

El método que se utilizará en el presente trabajo es el WACC (Weighted Average Cost of Capital) o costo medio ponderado del capital, que se usará como tasa de descuento para valorar la empresa Laive S.A. mediante el método del descuento de flujos de caja esperados. Para el cálculo del WACC se debe tener en cuenta el porcentaje de fondos propios de la empresa y su costo, así también el porcentaje de endeudamiento y su costo financiero.

$$WACC = K_e \times (E/(E+D)) + K_d \times (1-T) \times (D/(E+D))$$

Donde:

- K_e : Costo de los fondos propios.
- E : Fondos propios.
- D : Endeudamiento.
- K_d : Costo financiero.
- T : Tasa impositiva.

Tabla 25. Cálculo del WACC (ver anexo 14)

Concepto	Valor
Beta sin Apalancamiento	0,60
Tasa Impositiva	0,31
Ratio Deuda Financiera / Capital mercado	0,69
Beta Apalancado	0,88
Prima de mercado	6,38%
Tasa libre de riesgo	2,41%
Riesgo país	2,55%
Costo del patrimonio (USD)	10,58%
Tasa Promedio Deuda (Kd PEN)	6,06%
Peso de la deuda	40,77%
Peso del patrimonio	59,23%
Weighted Average Cost of Capital (PEN)	9,15%
Inflación PERU esperada	3,28%
Inflación EEUU esperada	1,45%
Costo del patrimonio (PEN)	12,58%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Aplicando lo indicado anteriormente, el Costo del Patrimonio en dólares americanos obteniendo como resultado un 10,58%. Debido a que las proyecciones del flujo de caja son en soles se calculará en esta moneda; por lo tanto, la tasa del costo del patrimonio obtenida en dólares será ajustada con la inflación de Perú y Estados Unidos, resultando un WACC en nuevos soles de 9,15%.

3. Flujo de caja descontado

El valor estimado de la compañía por el método de flujos de caja libre es S/ 218 millones, el cual es resultado del desempeño de los siguientes aspectos clave:

- El crecimiento de los ingresos acorde con una empresa en crecimiento.
- El mantenimiento y mejora de los márgenes de rentabilidad debido a la implementación de procesos más eficientes en la distribución de sus productos (margen neto entre 2% a 3% de las ventas).
- La inversión neta acorde con los niveles proyectados de ventas que incluye ampliaciones para mejora de capacidad instalada e implementación de nuevos software de inventarios.

A partir del valor de la compañía estimado para el año base se desprende un valor para la acción de S/ 2,44. Al cierre de 2017 la acción común B registró una cotización de cierre en el mercado de S/ 0,92. Cabe precisar que dicha información es referencial dada la baja liquidez de las acciones de Laive en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

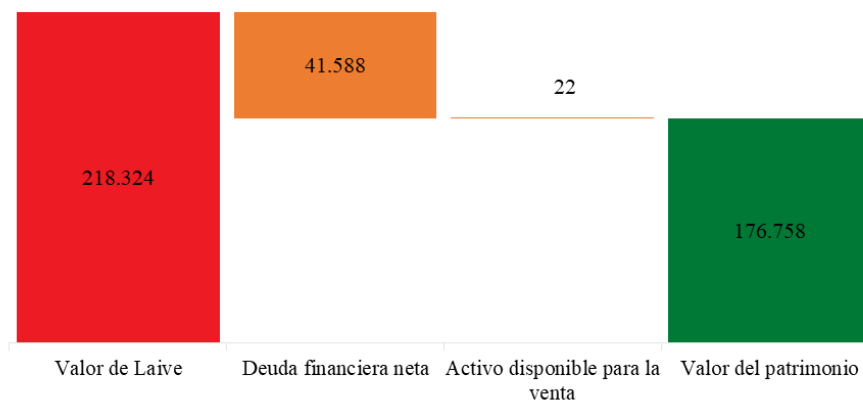
Tabla 26. Flujo de caja y valor patrimonial

Miles S/.	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	FC perp
+ Utilidad Operativa	22,858	35,722	27,398	27,614	28,654	27,752	27,897	28,360	28,686	30,279	30,877	30,847	30,847
- Impuestos	(6,990)	(10,924)	(8,378)	(8,444)	(8,762)	(8,486)	(8,531)	(8,673)	(8,772)	(9,259)	(9,442)	(9,433)	(9,433)
+ Depreciación + Amortización	14,685	16,595	14,661	15,450	16,239	17,811	19,009	20,208	21,406	22,319	23,231	24,144	18,813
- Var Capital de Trabajo	(2,887)	(6,772)	6,778	(6,175)	(7,263)	(4,717)	(4,566)	(5,485)	(5,846)	(9,476)	(9,529)	(7,251)	(5,266)
- Capex	(20,544)	(17,426)	(14,854)	(14,854)	(14,854)	(24,097)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(20,446)
FCFF	7,122.00	17,195.18	25,605.51	13,591.53	14,014.52	8,262.78	10,688.90	11,290.16	12,353.48	10,741.28	12,016.46	15,185.59	14,515

Fuente: Elaboración propia, 2018.

	Miles S/.
VA FLUJO	88,852
VA PERPETUIDAD	129,471
VALOR DE LOS ACTIVOS - FFCF	218,324
DEUDA FINANCIERA NETA a valor de mercado	-41,588
Activo para la venta	22
VALOR PATRIMONIAL - FFCE	176,758
VALOR ACCION COMUN	2.44
Upside	
DATOS	
WACC	9.152%
G - Crec perpetuo	4.28%
CAJA	4,454
DEUDA	46,042
Acciones A	63,000
Acciones B	9,426
Precio acciones comunes al 31 de diciembre del 2017	0.92

Fuente: Elaboración propia, 2018.



Fuente: Elaboración propia, 2018.

4. Análisis de sensibilidad

4.1 Sensibilidad al WACC y a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g)

Los factores que hacen sensibles los flujos de caja son la tasa de descuento (WACC) y la tasa de crecimiento a perpetuidad (g). Así, considerando el WACC constante de 9,15%, el rango identificado para distintos niveles de la tasa de crecimiento y la perpetuidad, el valor de la acción común de la compañía se ubica entre S/ 2,13 y S/ 3,30. Por otro lado, manteniendo constante la tasa a perpetuidad en 5,28%, para una variación del WACC entre 8,75% y 9,45%, el valor de la acción común de la compañía oscila entre S/ 2,69 y S/ 3,30, respectivamente. La siguiente tabla muestra el valor más bajo y más alto alcanzado con relación al valor de la acción estimado de S/ 2,44.

Tabla 27. Sensibilidad ante WACC y G

		Tasa de crecimiento			
		3.78%	4.28%	4.78%	5.28%
WACC	8.75%	2.48	2.69	2.96	3.30
	8.90%	2.40	2.59	2.84	3.15
	9.15%	2.27	2.44	2.65	2.92
	9.30%	2.19	2.36	2.56	2.80
	9.45%	2.13	2.28	2.46	2.69

Fuente: Elaboración propia, 2018.

5. Comparación con valorización por múltiplos

Este método de valorización consiste en estimar el valor de la compañía a partir de múltiplos de empresas comparables cotizadas en bolsas de valores. Los múltiplos considerados son los siguientes:

- **Enterprise value /EBITDA.** Expresa el valor de la compañía en términos de EBITDA.
- **Price/earnings (PER).** Mide cuantas veces la ganancia de la compañía representa el valor de su patrimonio. También se interpreta como el número de años que se tarda en recuperar la inversión realizada en un activo financiero.

Se ha tomado como referencia diez compañías con giros y características similares a Laive utilizando datos de los años 2013 a 2017; técnica que ha permitido afinar los posibles outliers en la información de las comparables. Las empresas se detallan en la tabla 28 que se muestra a continuación:

Tabla 28. Empresas comparables

	Empresas Comparables	País	PE ratio (x Veces)	EV/EBIT DA (x Veces)	EV/Ventas (x Veces)
<i>NESN SW Equity</i>	NESTLE SA-REG	SWITZERLAND	36,12	20,64	3,06
<i>GLORIAI PE Equity</i>	LECHE GLORIA SA	PERU	19,88	4,00	0,50
<i>BN FP Equity</i>	DANONE	FRANCE	17,84	12,65	2,41
<i>BGA AU Equity</i>	BEGA CHEESE LTD	AUSTRALIA	19,88	7,93	0,86
<i>2319 HK Equity</i>	CHINA MENGNIU DAIRY CO	HONG KONG	36,81	15,97	1,29
<i>FSF NZ Equity</i>	FONTERRA SHAREHOLDERS FUND	NEW ZEALAND	13,93	9,76	0,82
<i>LALAB MM Equity</i>	GRUPO LALA SAB DE CV	MEXICO	21,11	11,56	1,49
<i>2264 JT Equity</i>	MORINAGA MILK INDUSTRY CO	JAPAN	15,99	7,80	0,52
<i>PLT IM Equity</i>	PARMALAT SPA	ITALY	55,66	12,80	0,81
<i>SAP CN Equity</i>	SAPUTO INC	CANADA	25,11	14,31	1,52
	Promedio		26,23	11,74	1,33
	Mediana		20,50	12,10	1,08
	Máximo		55,66	20,64	3,06
	Mínimo		13,93	4,00	0,50

Fuente: Bloomberg, 2017a, 2017b, 2017c, 2017d, 2017e, 2017f, 2017g, 2017h, 2017i.
Elaboración: Propia, 2018.

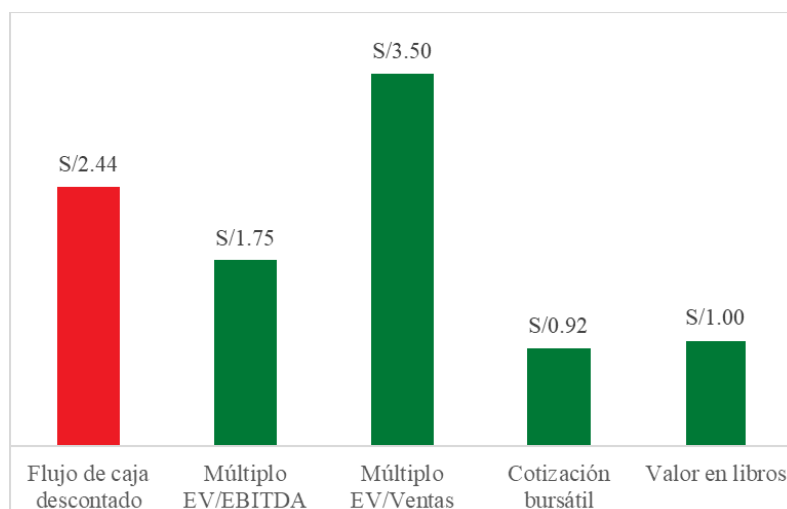
Los resultados de la valorización por múltiplos se presentan en la siguiente tabla:

Tabla 29. Resultados de valorización por múltiplos

Valoraciones comparables acciones comunes	Precio por acción comun (S/)
Flujo de caja descontado	S/2.44
Múltiplo EV/EBITDA	S/1.75
Múltiplo EV/Ventas	S/3.50
Cotización bursátil	S/0.92
Valor en libros	S/1.00

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Gráfico 12. Valorizaciones comparables



Fuente: Elaboración propia, 2018.

Es notable destacar que la evaluación del múltiplo EV/EBITDA (valor de la empresa/EBITDA) demuestra una cotización atractiva de S/ 1,75 por acción, lo que indica que existe espacio para el incremento del valor de la acción Laive, que en ese momento se cotizaba en S/ 0,92 al cierre del 2017, lo que resulta en una ventaja respecto a sus comparables, ya que despierta el apetito de adquisición de posibles inversionistas.

Conclusiones

- Laive S.A es una empresa que se encuentra en crecimiento, que tiene grandes oportunidades de desarrollo y posicionamiento en productos saludables, los cuales se alinean con el cambio de tendencia de los consumidores, quienes se muestran cada vez más conscientes de alimentarse con productos sanos y confiables.
- La reducción en la inversión, tanto pública como privada, impactó en la desaceleración de la economía. Este menor crecimiento se reflejó en la demanda agregada, viéndose afectado el consumo en todos los niveles socioeconómicos (NSE). Sin embargo, Laive S.A. mantuvo su crecimiento sostenido (5% anual durante los últimos cinco años) y, a pesar de la desaceleración del consumo masivo en el país, la empresa creció 12,4% en el 2017 y se proyecta seguir creciendo en el mercado, manteniendo una estrategia de constante renovación de su portafolio, con énfasis en los segmentos de valor agregado.
- No obstante el ciclo de desaceleración de la economía que se vive en la actualidad, los accionistas y el directorio de Laive S.A mantienen una gran fe por el crecimiento del país y el mejoramiento sostenido de la calidad de vida a través de una sana alimentación .En ese sentido, la compañía continuará su estrategia orientada al desarrollo de alimentos saludables dirigidos a todos los segmentos poblacionales del Perú.
- Financieramente, cabe precisar que la cotización de las acciones de Laive, al ser instrumentos no líquidos (frecuencia de negociación menor al 8% el 2017), muestra importantes limitaciones para efectuar comparaciones con el valor global obtenido para el patrimonio de la compañía.
- No obstante, se obtuvieron valores referenciales para los dos tipos de acciones bajo las metodologías de flujos de caja descontados y múltiplos. En el primer caso, se estimó el valor de la acción a S/ 2,44 y, en el segundo método, el valor obtenidos es de S/ 1,75 .
- Según las metodologías aplicadas en el presente trabajo de investigación, el valor de la acción se encuentra subvaluado en el mercado, por lo que se recomendaría invertir en esta compañía.

Bibliografía

Asociación de Ganaderos de Lima. (2017). <http://www.asganaderoslima.org/estadisticas> Fecha de consulta: 08/05/2018.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2018). “Categorías”. En: *bcrp.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 30/09/2018. Disponible en: <<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/>>.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (s.f.). “SPREAD - EMBIG PERÚ (PBS)”. En: *estadisticas.bcrp.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/11/2018. Disponible en: <<https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/diarias/resultados/PD04709XD/html>>.

Bloomberg. (2017a). “GLORIAI1 PE Equity (PERU)”. En: *Bloomberg.lp*. [Base de datos financiera]. Fecha de consulta: 20/11/2018.

Bloomberg. (2017b). “BN FP Equity (FRANCE)”. En: *Bloomberg.lp*. [Base de datos financiera]. Fecha de consulta: 20/11/2018

Bloomberg. (2017c). “BGA AU Equity (AUSTRALIA)”. En: *Bloomberg.lp*. [Base de datos financiera]. Fecha de consulta: 20/11/2018.

Bloomberg. (2017d). “CHINA MENGNIU DAIRY CO (HONG KONG)”. En: *Bloomberg.lp*. [Base de datos financiera]. Fecha de Consulta: 20/11/2018.

Bloomberg. (2017e). “FONTERRA SHAREHOLDERS FUND (NEW ZEALAND)”. En: *Bloomberg.lp*. [Base de datos financiera]. Fecha de consulta: 20/11/2018.

Bloomberg. (2017f). “GRUPO LALA SAB DE CV (MEXICO)”. En: *Bloomberg.lp*. [Base de datos financiera]. Fecha de consulta: 20/11/2018.

Bloomberg. (2017g). “MORINAGA MILK INDUSTRY CO (JAPAN)”. En: *Bloomberg.lp*. [Base de datos financiera]. Fecha de consulta: 20/11/2018.

Bloomberg. (2017h). “PARMALAT SPA (ITALY)”. En: *Bloomberg.lp*. [Base de datos financiera]. Fecha de consulta: 20/11/2018.

Bloomberg. (2017i). “SAPUTO INC (CANADA)”. En: *Bloomberg.lp*. [Base de datos financiera]. Fecha de consulta: 20/11/2018.

Bolsa de Valores de Lima (BVL) y Apoyo Consultoría. (2011). “Documento informativo. Estimación del Rango de la Prima de Valor de las acciones BVL A respecto a las acciones BVL B”. Lima, 02 de Marzo 2011. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/11/2018.

Disponible en:

<<https://www.bvl.com.pe/empresas/alertas/Prima%20de%20Valor%20y%20Terminos%20de%20Intercambio.pdf>>.

Bolsa de Valores de Lima (BVL). (2019). “Empresas con valores listados”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/12/2017. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Damodaran, A. (2017). “Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current”. En: *stern.nyu.edu*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/12/2017. Disponible en: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>>.

David, F. (2008). *Conceptos de administración estratégica*. Décimo primera edición. México D.F.: Pearson Educación de México.

David, F. (2013). *Conceptos de administración estratégica*. Décimo cuarta edición. México D.F.: Pearson Educación de México.

Dyck, A., y Zingales, L. (2002). “The Corporate Governance Role of the Media”. En: *nber.org*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/11/2018. Disponible en: <<https://www.nber.org/papers/w9309>>.

El Comercio. (2018). “Laive afronta caída de lácteos con nueva leche 100% de vaca”. En: *elcomercio.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 28/08/2018. Disponible en: <<https://elcomercio.pe/economia/dia-1/laive-afronta-caida-lacteos-nueva-leche-100-vaca-noticia-547504>>.

EY. (2017). “¿Su empresa está al tanto de las últimas prácticas de valorización en el mercado?”. En: *ey.com*. [En línea]. Junio 2017. Fecha de consulta: 11/01/2018. Disponible en: <[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-ultimas-practicas-valorizacion-mercado/\\$File/EY-ultimas-practicas-valorizacion-mercado.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-ultimas-practicas-valorizacion-mercado/$File/EY-ultimas-practicas-valorizacion-mercado.pdf)>.

EY. (2018). “Encuesta Global de seguridad de la información”. En: *ey.com*. [En línea]. Fecha de consulta: 28/08/2018. Disponible en: <<https://www.ey.com/pe/es/issues/ey-encuesta-global-seguridad-informacion>>.

Gloria S.A. (s.f.). “Estados financieros”. En: *gloria.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 28/08/2018. Disponible en: <<http://www.gloria.com.pe/>>.

Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (s.f.). “Producto bruto interno total y por habitante 1950-2016 (Valores a precios constantes de 2007)”. En: *inei.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 12/02/2019. Disponible en: <<http://www.inei.gob.pe/estadisticas/indicetematico/economia/>>.

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

Laive. (2010a). “99ª Memoria 2009”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 09 de febrero de 2010. Fecha de consulta: 16/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Laive. (2010b). “Estados financieros 2009”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 09 de febrero de 2010. Fecha de consulta: 16/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2009&Trimestre=A&Rpj=CI0011&RazoSoci=LAIVE%20S.A&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

Laive. (2011a). “100ª Memoria 2010”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 17 de febrero de 2011. Fecha de consulta: 18/10/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Laive. (2011b). “Estados financieros 2010”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 17 de febrero de 2011. Fecha de consulta: 18/10/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2010&Trimestre=A&Rpj=CI0011&RazoSoci=LAIVE%20S.A&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

Laive. (2012a). “101ª Memoria 2011”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 23 de febrero de 2012. Fecha de consulta: 19/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Laive. (2012b). “Estados financieros 2011”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 15/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2011&Trimestre=A&Rpj=CI0011&RazoSoci=LAIVE%20S.A&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

Laive. (2013a). “102ª Memoria 2012”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 21 de febrero de 2013. Fecha de consulta: 16/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Laive. (2013b). “Estados financieros 2012”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 18/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2012&Trimestre=A&Rpj=CI0011&RazoSoci=LAIVE%20S.A&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

zoSoci=LAIVE%20S.A&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

Laive. (2014a). “103ª Memoria 2013”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 27 de febrero de 2014. Fecha de consulta: 20/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Laive. (2014b). “Estados financieros 2013”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 14/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2013&Trimestre=A&Rpj=CI0011&RazoSoci=LAIVE&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

Laive. (2015a). “104ª Memoria 2014”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 19 de febrero de 2015. Fecha de consulta: 14/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Laive. (2015b). “Estados financieros 2014”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 18/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2014&Trimestre=A&Rpj=CI0011&RazoSoci=LAIVE&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

Laive. (2016a). “105ª Memoria 2015”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 18 de febrero de 2016. Fecha de consulta: 17/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Laive. (2016b). “Estados financieros 2015”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2015&Trimestre=A&Rpj=CI0011&RazoSoci=LAIVE&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

Laive. (2017a). “106ª Memoria 2016”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 23 de febrero de 2017. Fecha de consulta: 29/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Laive. (2017b). “Estados financieros 2016”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2016&Trimestre=A&Rpj=CI0011&RazoSoci=LAIVE&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

Laive. (2018a). “107ª Memoria 2017”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. 01 de marzo de 2018. Fecha de consulta: 28/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html>.

Laive. (2018b). “Estados financieros 2017”. En: *bvl.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 17/09/2018. Disponible en: <https://www.bvl.com.pe/jsp/ShowEEFF_new.jsp?Ano=2017&Trimestre=A&Rpj=CI0011&RazoSoci=LAIVE%20S.A&TipoEEFF=I&Tipo1=A&Tipo2=I&Dsc_Correlativo=0000&Secuencia=1>.

Laive. (s.f). “Conoce nuestras marcas”. En: *laive.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 29/11/2018. Disponible en: <<http://laive.com.pe/conoce-nuestras-marcas>>.

Ministerio de Agricultura y Riego (Minagri). (2017). *Estudio de la Ganadería Lechera en el Perú 2017*. Lima: Gráfica Andina Perú SAC.

Mongru, S. (2006). “Tasas de descuento en Latinoamérica: hechos y desafíos”. Documento de discusión DD/06/09. En: *repositorio.up.edu.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/12/2017. Disponible en: <<http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/306/DD0609.pdf?sequence=1>>.

Monitor Empresarial de Reputación Corporativa (Merco). (2017). “Responsabilidad y Gobierno Corporativo (Ranking de empresas)”. En: *merco.info*. [En línea]. Fecha de consulta: 08/05/2018. Disponible en: <<http://www.merco.info/pe/ranking-merco-responsabilidad-gobierno-corporativo>>.

Nestlé. s.f. (2017): “Productos”. En: *nestle.com.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 25/11/2018. Disponible en: <<https://www.nestle.com.pe/productos>>

Observatorio de la Cadena Láctea Argentina (OCLA). (2018). “Ranking de las veinte principales empresas lácteas mundiales 2018”. En: *ocla.org.ar*. [En línea]. Fecha de consulta: 28/08/2018. Disponible en: <<http://www.ocla.org.ar/contents/news/details/12599589-ranking-de-las-20-principales-empresas-lacteas-mundiales-2018>>.

Observatorio de la Cadena Láctea Argentina (OCLA). (s.f.). “Disponibilidad de leche per cápita por regiones”. En: *ocla.org.ar*. [En línea]. Fecha de consulta: 28/08/2018. Disponible en: <<http://www.ocla.org.ar/contents/newschart/portfolio/?categoryid=8#cbp=/Contents/NewsChart/Details?chartId=10015010>>.

Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO). (s.f.). “Portal Lacteo”. En: *fao.org*. [En línea]. Fecha de consulta: 12/02/2019. Disponible en: <<http://www.fao.org/dairy-production-products/products/composicion-de-la-leche/es/>>.

Osterwalder, A. y Pigneur, Y. (2008). *Generación de modelos de negocio. Un manual para visionarios, revolucionarios y retadores*. Barcelona: Grupo Planeta.

Parada, P. (2013). “Análisis PESTEL, una herramienta de estrategia empresarial de estudio del entorno”. En: *pascualparada.com*. [En línea]. Fecha de consulta: 08/05/2018. Disponible en: <<http://www.pascualparada.com/analisis-pestel-una-herramienta-de-estudio-del-entorno/>>.

Portal Statista. (2016). “Consumo per cápita de leche en los quince principales países consumidores de leche líquida en el mundo en 2016”. En: *es.statista.com*. [En línea]. Fecha de consulta: 28/08/2018. Disponible en: <<https://es.statista.com/estadisticas/499197/consumo-per-capita-de-los-principales-paises-consumidores-de-leche-del-mundo/>>.

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.

Redacción Gestión. (2018). “BCP: Economía peruana crecerá 3.8% en el cuarto trimestre del año”. En: *gestion.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/12/2017. Disponible en: <<https://gestion.pe/economia/bcp-economia-peruana-crecera-3-8-cuarto-trimestre-ano-250441>>.

Sistema Integrado Estadística Agraria (SIEA). (2018). *Producción Agrícola y Ganadera IV Trimestre 2017*. Lima: Gráfica Andina Perú SAC.

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2015). “Información financiera”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/08/2018. Disponible en: <http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12#>.

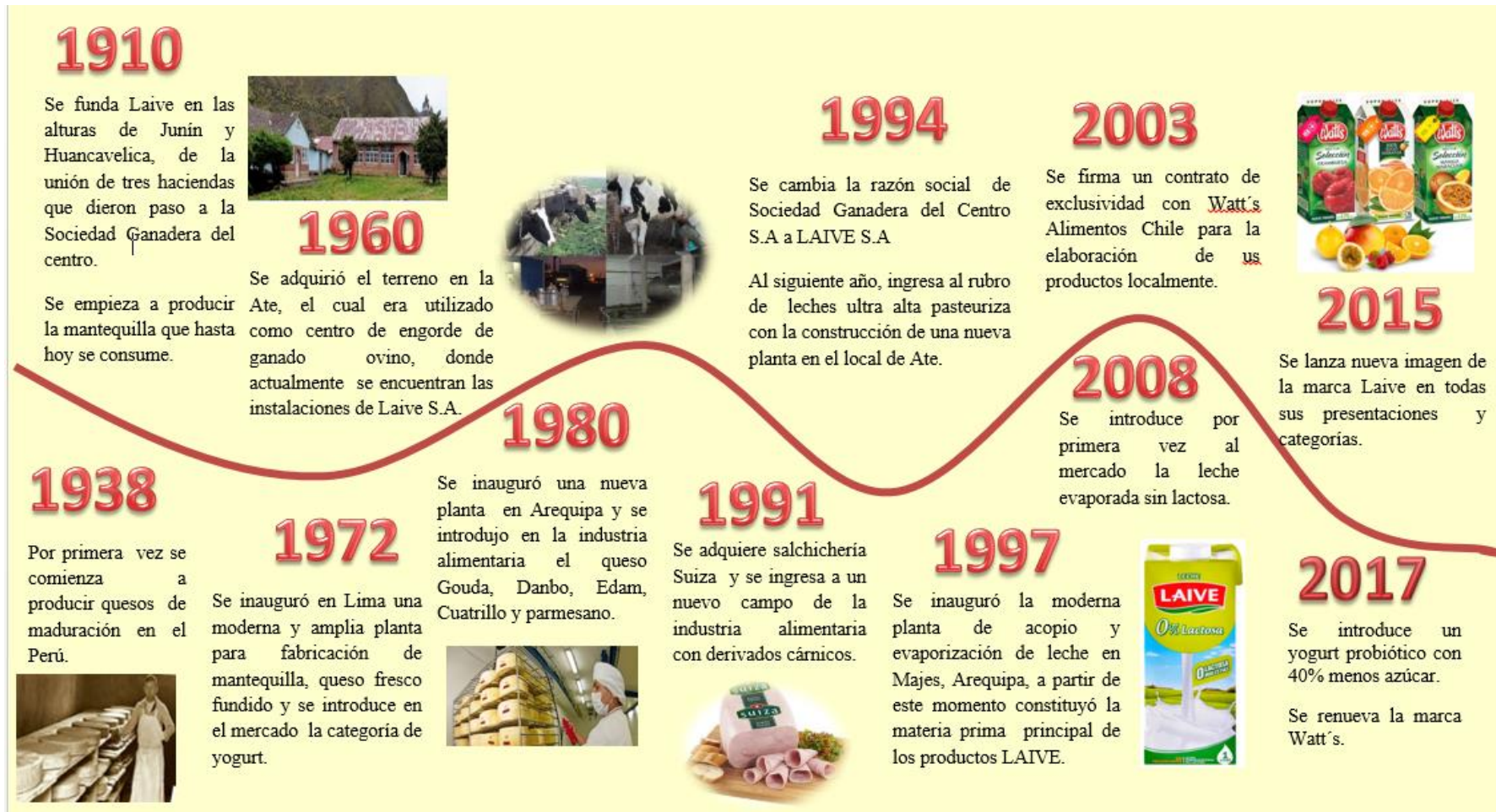
Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (s.f.). “Estado de situación financiera”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 20/08/2018. Disponible en: <http://www.smv.gob.pe/Frm_DetalleInfoFinanciera.aspx?data=ACF435587E18F07D4FFF2727DD2AB806C9D6A3DDE33C3EC072B011011426FD3C745995500F9E65091034CE1F9FD93EA131FF9A37F961CDB948BECE8C481AAA0003BED2363CBBB8407D54354B7A1893FF950400F4E6996641FFA8175FE036E8A9B26C96CC6B4FB4EC599DAA609748F964681ED>.

CCC786C13B22360D3A2ED4B72843BA3E730FC806F3E794213AE611CD71DF1650CF249079>.

Vásquez, I. (2018). “Informe.21: Leche evaporada, un debate que apunta a la producción y las cajas”. En: *peru21.pe*. [En línea]. 04 de marzo de 2018. Fecha de consulta: 29/11/2018. Disponible en: <<https://peru21.pe/peru/informe-21-leche-evaporada-debate-apunta-produccion-cajas-398141>>.

Anexos

Anexo 1. Trayectoria de Laive



Fuente: Elaboración propia, 2018.

Anexo 2. Catálogo de productos

LECHES

1. Leches evaporadas

- Leche Evaporada sin Lactosa 400 ml
- Leche Evaporada Familia 500 gr

2. Leche Fresca

- Leche Fresca Entera Bolsa 946 ml
- Leche Fresca Calcio, Hierro y Zinc 1 l

3. Sbelt

- Leche Fresca Sbelt 1 l
- Leche Sbelt Descremada.

4. Sin lactosa/soya

- Leche Sin Lactosa Fresca.
- Leche Fresca 0 Lactosa 1 l

JUGOS Y NÉCTARES

1. De fruta

- Néctar Laive Pera 200 ml.
- Néctar Laive Durazno 200 ml.

2. Premium

- Jugo Naranja Piña Zanahoria Caj x 1 l
- Jugo Frambuesa y Ciruela Caja x 1 l
- Jugo Manzana y Té Verde Caja x 1 l

EMBUTIDOS

1. Hot dog-Chorizos

- Hot Dog de Pollo Paquete x 250 gr
- Chorizo de lomo Al peso

• Jamón ahumando

- Jamón de Pierna Al peso

2. Jamonadas

- Jamonada Especial Paquete x 100 gr
- Jamonada Sándwich x 1 kg

BIO DEFENSA

1. Light

- Bio Defensa Laive Fresa Frambuesa Light Four Pack
- Bio Defensa Laive Vainilla Light Four Pack

2. Natural

- Bio Defensa Laive Fresa Four Pack
- Bio Defensa Laive Naranja/Mand Four Pack
- Bio Defensa Laive Piña Four Pack
- Bio Defensa Laive Vainilla Four Pack

3. Kids

- Bio Defensa Kids Uva Mora 100 ml

4. Mujer

- Mujer leche fresca light
- Mujer pro biótico

5. Regular

- Regulax regulador natural 100 ml
- Regulax Durazno

YOGURT

1. Yogurt Bio

- Yogurt Bio Vainilla Francesa galonera
- Yogurt Bio Manzana galonera

2. Yogurt Mix/kids

- Yogurt Bio Niños Kids Fresa Vaso
- Yogurt Bio Niños Mix Vainilla - Hojuelas Azucaradas Vaso

3. Yogurt Sbelt

- Yogurt Sbelt Fresa Familiar
- Yogurt Sbelt Bio Fibra Ciruela, Linaza Familiar

4. Yogurt Sin lactosa

- Yogurt 0 Lactosa Fresa 946 ml
- Yogurt 0 Lactosa Vainilla Francesa 946 ml

QUESOS

1. Quesos artesanales

- Queso Majes porción
- Queso Santa Clara Molde
- Queso Andino Porción

2. Quesos generales

- Queso Parmesano Molde
- Queso Mozzarella Tajada Fina Paquete

3. Quesos fundidos

- Queso Fundido Tajada Fina Paquete
- Queso Cheddar Paquete 8 Tajadas

4. Quesos Sbelt

- Queso Mozzarella Paquete 250 gr
- Queso Fresco Molde 1.6 kg

OTROS

1. Crema de leche

- Crema de Leche Caja x 1 l

2. Leche condensada

3. Mantequilla

- Mantequilla Light 225 gr

4. Margarina

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Anexo 3. Composición del Directorio

Nombres y apellidos	Cargo	Año de ingreso	Años en la compañía
Francisco Moreyra Mujica	Presidente del Directorio	2006	11
Aníbal Larraín Cruzat	Vicepresidente del Directorio	2008	9
Luis Enrique Palacios Cisneros	Director	2011	6
Aurelio Palacios Mc Bride	Director	2012	5
Julio Luque Badenes	Director	2012	5
Rodolfo Véliz Moller	Director	1998	19
Pablo Tagle Quiroz	Director	2009	8
Juan Cristóbal Sepúlveda Matic	Director	2013	4

Fuente: SMV, s.f.

Elaboración: Propia, 2018.

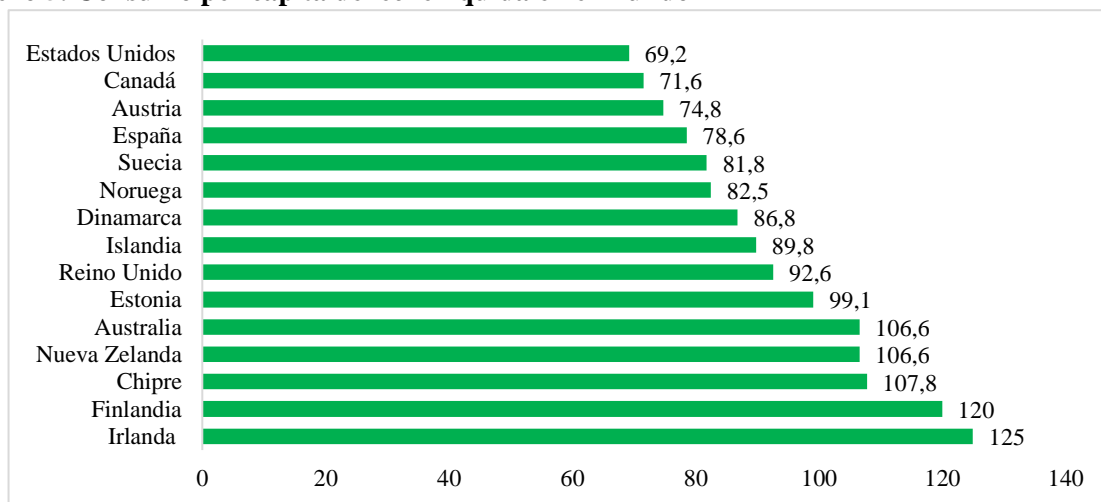
Anexo 4. Composición de la Gerencia General

Nombres y apellidos	Cargo	Año de ingreso	Años en la compañía
Luis Ferrand Aspíllaga	Gerente General	2007	10
Henry Tapia Ruiz - Eldredge	Gerente Comercia	1996	21
Jorge Conroy Ganoza	Gerente Administrativo Financiero	2017	1
Juan Enrique de Albertis Moreyra	Gerente Supply Chain	1996	21
Alfredo Montoya Manrique	Gerente Producción	1999	18
Paul Buckley de Meritens	Gerente de Proyectos e Innovación	2000	17
Henry Trou Struque	Gerente Marketing	2014	3
Mauricio Pérez - Wicht San Román	Gerente Regional del Sur	2001	16
María Elena León de Linares	Gerente Aseguramiento de la Calidad	1982	35
Ángel Gustavo Parodi Zevallos	Gerente de Gestion Humana	2016	2
Hugo Kiwaki Calderón	Contador General	1994	23

Fuente: SMV, s.f.

Elaboración: Propia, 2018.

Anexo 5. Consumo per cápita de leche líquida en el mundo



Fuente: Portal Statista, 2016.

Elaboración: Propia, 2018.

Anexo 6. Disponibilidad de leche per cápita por regiones

El cuadro proporciona datos de población y producción total de leche de todas las especies (búfalos, vacas, camélidos, cabras y ovejas). También visualiza aquellas regiones que son excedentarias en leche como América del Norte, Europa y Oceanía, respecto a un consumo per cápita normal y que por ello están dentro del grupo exportador. Por otro lado, están aquellas regiones que son netamente deficitarias, como Asia, África y América Central y Caribe, y por ello están en el grupo de los importadores. Por último, está el caso de América de Sur que se encuentra en un cuasi equilibrio debido a que su producción de leche es muy similar a sus niveles de consumo.

Tabla A. Leche disponible por habitante: todas las especies

Regiones	Producción Miles de millones de litros de leche	Población Millones de habitantes	Disponibilidad per cápita Litros por habitante/año
Total mundial	798.5	7.467	107
África	48.9	1.225	40
Américas	181.4	998	182
América del Norte	103.9	359	289
América Central	15.5	175	89
Caribe	1.8	44	41
América del Sur	60.1	420	143
Asia	317.2	4.463	71
Europa	221.4	741	299
Oceanía	29.5	40	738

Fuente: Observatorio de la Cadena Láctea Argentina (OCLA), s.f.

Elaboración: Propia, 2018.

Anexo 7. Ranking de las principales empresas lácteas mundiales

Cada año se publica la lista de procesadores de leche Top 20 de IFCN que proporciona variables validadas y comparables para la mejor comprensión de los grandes procesadores de productos lácteos en todo el mundo. Los mejores 20 procesadores de leche recolectan 211 millones de toneladas de leche, el 25,4% de la leche producida en todo el mundo. Los procesadores aumentaron constantemente de 200 en 2015 a 211 millones de toneladas de leche en 2017. Como el Ranking de 2016, Dairy Farmers of América encabezó la lista en 2018 con 29,2 millones de toneladas que representa el 3,5% del mercado total de la producción mundial de leche. Los tres principales líderes de la lista, Dairy Farmers of América, Fonterra y Groupe Lactalis, mantienen estables sus posiciones a comparación del ranking anterior del 2016. Las empresas Arla, Nestlé y Friesland Campina ocupan los puestos 4 a 6 en la recepción de leche. Saputo aumentó en alrededor de 2,1 millones de toneladas de leche mediante la adquisición de la compañía australiana Murray Goulburn. La empresa Amul de India recientemente ha ingresado en el ranking de los 10 principales en 2018 con 9,3 millones de toneladas de leche, cambiando de la posición 13 a la 9 desde la clasificación anterior del 2016. Este cambio fue impulsado por el creciente procesamiento de leche y el hecho de que IFCN decidió estandarizar el consumo de leche al contenido natural al 4% de grasa y al 3,3% de proteína. Dos grandes procesadores de leche chinos, Yili Group y Mengniu, muestran un aumento de producción de leche de aproximadamente 1 millón de toneladas desde la lista de clasificación de 2016, sumaron en conjunto 13,6 millones de toneladas de leche. Vale la pena mencionar que la facturación estimada por kilo de leche oscila entre US\$ 0,5-2,0 por kilo en el 2017, que es un promedio de US\$ 1,0 por kilo para los mejores 20 procesadores de leche (OCLA 2018).

Tabla A. Ranking de las 20 principales empresas lácteas mundiales 2018

Ranking	Nombre de la compañía	Origen: país central de operaciones	Producción miles de millones de litros de leche	Facturación estimada por litros de leche en US\$	Participación en la producción mundial
1	Dairy Farmers of América	Estados Unidos	29,2	0,50	3,50%
2	Fonterra	Nueva Zelanda/Otros	23,7	0,60	2,80%
3	Groupe Lactalis	Francia / Otros	19,6	1,10	2,40%
4	Arla Foods	Dinamarca / Suecia	13,9	0,80	1,70%
5	Nestlé	Suiza/ Otros	13,7	1,80	1,60%
6	Friesland Campina	Holanda/Otros	13,6	1,00	1,60%
7	Saputo (INC Murray Goulburn)	Canadá/Estados Unidos/Otros	9,8	1,10	1,20%
8	Dean Foods	Estados Unidos	9,4	0,80	1,10%
9	Amul (GCMMF)	India	9,3	0,70	1,10%
10	Danone	Francia / Otros	8,6	2,00	1,00%
11	DMK	Alemania/Holanda	8,1	0,90	1,00%
12	California Dairies	Estados Unidos	7,7	0,50	0,90%
13	Yili Group	China	7,2	1,40	0,90%
14	Glanbia Group	Irlanda/ Estados Unidos /Otros	6,5	0,60	0,80%
15	Mengniu	China	6,4	1,40	0,80%
16	Agropur	Canadá / Estados Unidos	6,3	0,80	0,80%
17	Groupe Sodiaal	Francia	4,9	1,20	0,60%
18	Müller	Alemania/Reino Unido/Otros	4,6	1,10	0,60%
19	SchreibersFoods	Estados Unidos	4,5	1,10	0,50%
20	Bongrain/Savencia	Francia/Otros	4,1	1,30	0,50%
Total/Promedio/Incidencia			211	1,00	25,40%

Fuente: OCLA, 2018.

Elaboración: Propia, 2018.

Anexo 8. Producción de leche en el Perú

Dentro del subsector pecuario se destaca la producción de leche cruda de vaca que logró un crecimiento importante y sostenido, desde el año 2016 con 1'959,229 en la cual intervinieron aproximadamente 500,000 familias, con 893,769 vacas en ordeño. En el año 2017 la producción aumentó a 2'057,000 toneladas.

Tabla A. Producción (en miles de toneladas)

Producto	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Leche cruda de vaca	1.791	1.808	1.840	1.903	1.959	2.057

Fuente: Minagri, 2017.

Elaboración: Propia, 2018.

Según el Ministerio de Agricultura y Riego (Minagri 2017), la producción de leche evaporada se ha incrementado en 23,04% en los últimos 10 años, pasando de 381.907 a 469.907 t. Esto se explica por el incremento de la población y el crecimiento del país que genera un mayor consumo de este producto.

Tabla B. Producción de leche evaporada (en miles de toneladas)

Producto	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Leche evaporada	381.907	382.781	360.533	410.063	418.706	440.910	469.481	478.281	499.856	469.907	465.214

Fuente: Minagri, 2017.

Elaboración: Propia, 2018.

El precio de la leche cruda de vaca recibida por el productor ha tenido una tendencia al alza como se puede apreciar en la siguiente tabla:

Tabla C. Precio recibido por el productor

Producto	2013	2014	2015	2016	2017
Leche cruda de vaca	1.42	1.48	1.17	1.21	1.27

Fuente: Sistema Integrado Estadística Agraria (SIEA). (2018).

Elaboración: Propia, 2018.

Los departamentos líderes en la producción de leche fresca al año 2015 son Cajamarca, Lima y Arequipa, con participaciones de 18,2%, 18,1% y 17,7%, respectivamente, y en los últimos años se ha incrementado la producción de las regiones del Cusco (12,4%), Ica (12,3%), Pasco (9,6%), Lambayeque (9,3%), y Puno (5,8%).

Una de las principales características de mercado en la industria de la leche es su altísimo nivel de concentración y la integración vertical, pues las tres empresas importantes del sector se encargan del acopio de leche, su procesamiento, envasado y distribución, generándoles la obtención de economías de escala. El producto lácteo con mayor demanda en el Perú es la leche evaporada (80%), seguido de la leche fresca (19%), y la leche en polvo (1%).

En el 2017 la producción de leche en el mercado nacional fue de 556.10 millones de litros que fueron utilizados en las siguientes presentaciones: evaporada 465,2 millones de litros, fresca 71,3 millones de litros, saborizada 15,2 millones de litros, y en polvo 4,4 millones de litros, que representa el 83,7%, 12,8%, 2,7% y 0,8% de la producción nacional, respectivamente, que fueron distribuidas por tipo de envase como se muestra en la siguiente tabla:

Tabla D. Distribución por tipo de envase

Envase	Evaporada	Fresca	Saborizada	Polvo	Total %	Millones de litros
Lata	88%	0%	0%	39%	73.93%	411.11
Caja tetra pack	12%	59%	50%	0%	18.97%	105.5
Bolsa	0%	40%	49%	0%	6.47%	36
Botella	0%	1%	1%	0%	0.16%	0.9
Sobres	0%	0%	0%	61%	0.48%	2.7

Fuente: Vásquez, 2018.

Elaboración: Propia, 2018.

Los productos que se ofertan de la transformación de la leche fresca en los años 2007 al 2015 presentan un crecimiento favorable pues la leche evaporada muestra el grado de madurez y la consolidación alcanzada en el mercado; la producción de yogurt muestra un mayor dinamismo y es prioritario en la industria de lácteos; la producción de queso se ha mantenido estable; la leche pasteurizada -definida como la primera transformación de la leche fresca- tuvo una baja participación en el mercado. En el siguiente gráfico se muestra la tasa de crecimiento de los principales derivados de la leche:

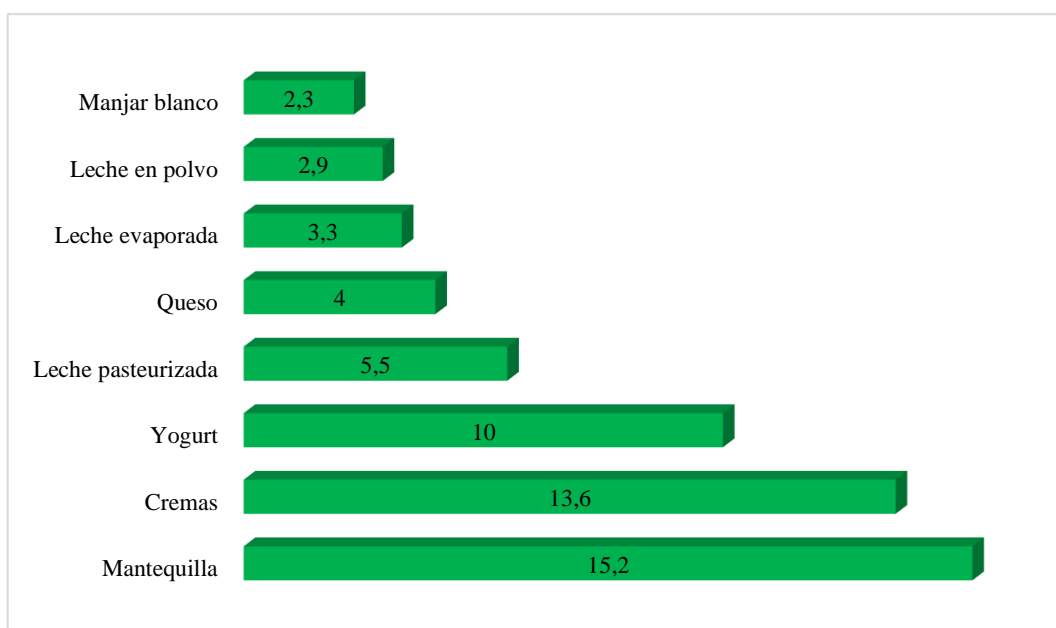
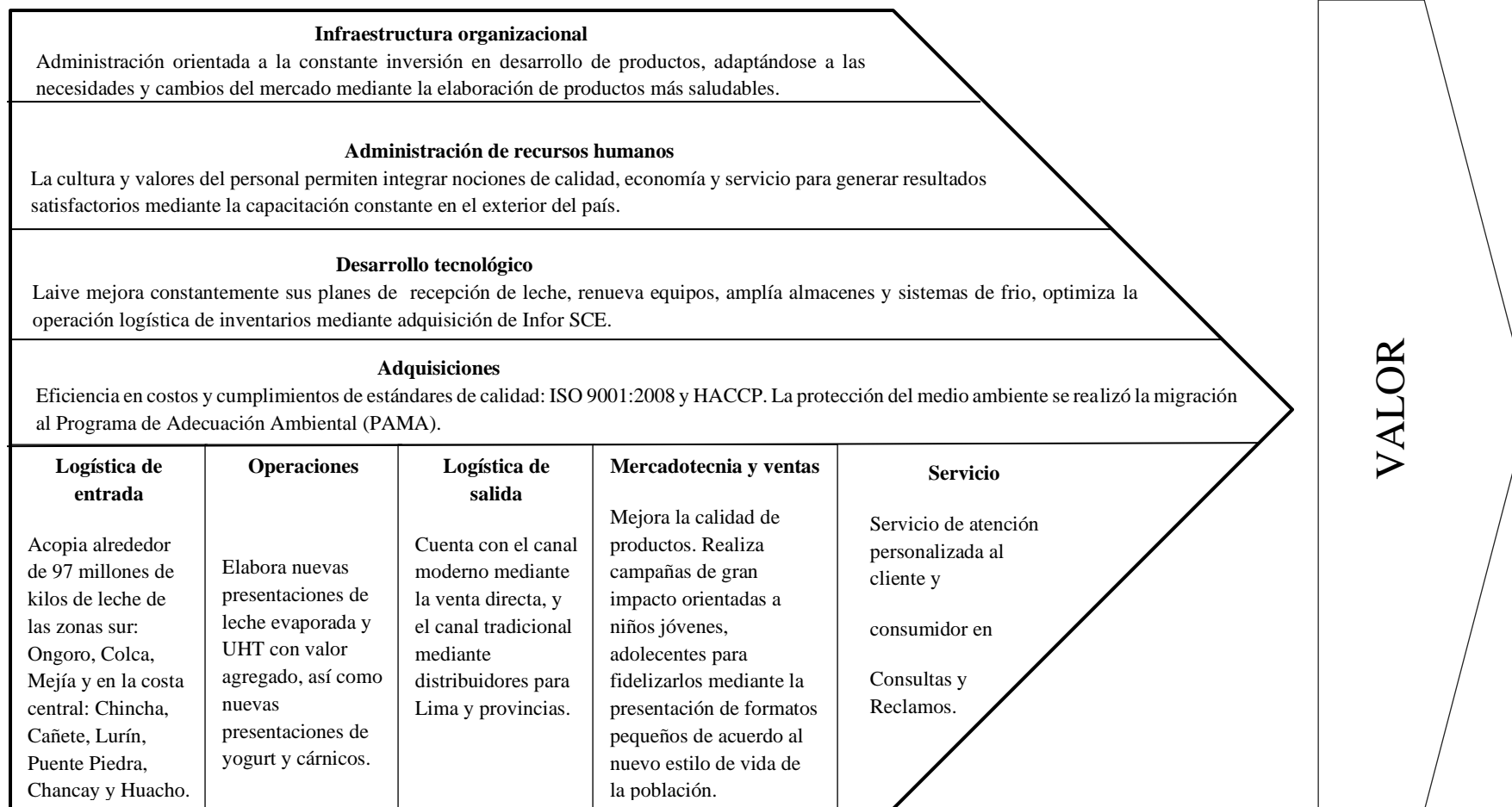


Tabla C. Productos derivados de la leche. Tasa de crecimiento promedio 2007-2015

Fuente: Minagri, 2017.

Elaboración: Propia, 2018.

Anexo 9. Cadena de valor de Laive



Fuente: Porter *et al.*, 2016.
 Elaboración: Propia, 2018.

Anexo 10. Análisis Pestel⁵

- **Político.** El Congreso viene evaluando realizar leyes antimonopólicas y oligopólicas (sector lácteo), además de la modificación de la Ley de Alimentación Saludable (Ley N°30021). Laive está tratando de llevar todos sus productos a las formulaciones que estén dentro del parámetro indicado; por ejemplo, en yogures, se ha reducido el azúcar en un 40%, además de realizar prácticas de buen gobierno corporativo, sin embargo, debe asegurarse en demostrar al consumidor que tiene transparencia en sus prácticas comerciales.
- **Económico.** El Perú enfrenta una desaceleración económica, y Laive tiene que seguir buscando alternativas y estrategias para que sus ventas no se vean mermadas por el contexto económico. Una alternativa que el Gobierno puede aprovechar para el aumento del consumo interno es la disminución de la tasa de interés de referencia, que permitiría incentivar los préstamos para el aumento del consumo, y Laive tiene que estar atento a ello. El efecto del Fenómeno El Niño y el friaje que se vive en la sierra andina mermaron, en parte, la producción de la leche, dado que los productores de leche en el norte perdieron ganado y sus establos, mientras que en la sierra de Arequipa no hay alimento para el ganado ya que sus pastizales se han visto afectados. Es necesario que tanto Laive como sus competidores compren leche sin que sus costos se vean afectados y sin dejar de apoyar a los productores lecheros. En cuanto a la apreciación o depreciación de la moneda, esto dependerá del mercado. Si bien el BCRP busca la estabilidad de la misma, la moneda puede afectarse fuertemente; por tanto, Laive debe ser cauto en sus inversiones y finanzas.
- **Social.** Los consumidores peruanos, generalmente, son fieles a su marca. Laive mantiene su porcentaje de mercado ganado gracias a su apuesta por productos saludables y el desarrollo de nuevas versiones en bajas calorías, cero lactosas, etcétera.
- **Tecnológico.** En una encuesta global referente a la seguridad de la información (EY 2018), se mostró un bajo nivel de inversión en estas áreas, solo el 7% de las empresas encuestadas considera que es probable que su organización detecte un ataque sofisticado a tiempo. La apuesta de inversión para desarrollo de software y la búsqueda de productos innovadores y saludables hace que Laive vaya a la vanguardia en el mercado.
- **Legal.** Las normas y procedimientos de supervisión de las acciones que desarrollan los organismos públicos y privados en materia de higiene alimentaria y control de zoonosis son reglamentados por el Ministerio de Salud (Minsa); la Dirección General de Salud Ambiental (Digesa), y el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi). Laive ha sido evaluado por sus principales clientes lo que ha sido corroborado por certificadores externos como SGS, Intertek e Inassa, consiguiendo la aprobación en la evaluación.

⁵ Parada, 2013.

Anexo 11. Análisis de las cinco fuerzas de Porter a la Industria láctea y sus derivados

- **Poder de negociación de proveedores.** El principal insumo es la leche fresca, la cual representa en promedio entre 35% y 85% del costo de producción, dependiendo del tipo de producto. El abastecimiento de leche se realiza a través de diversos proveedores de distintos tamaños. Se estima que a nivel nacional son 15 mil ganaderos. Actualmente el acopio de la leche se ha extendido a casi toda la costa y una parte importante de la sierra. A pesar del esfuerzo de la industria láctea por expandir su red de acopio, existe cierta rivalidad entre las empresas por incrementar su participación en el aprovisionamiento local de leche. Según la Asociación de Ganaderos Lecheros en el Perú existen más de 40 empresas productoras de derivados lácteos y se dedican a una sola actividad, o tan solo a importar y comercializar productos lácteos. Pero los principales consumidores de leche destinada al sector industrial son Gloria (61%), Nestlé (28%), Laive (9%) y otros (1%).
- **Poder de negociación de los compradores.** Los productos del sector lácteo son bienes de consumo masivo, tienen una amplia gama de clientes, tanto minoristas como mayoristas, lo que hace poco probable que estos puedan ejercer un gran poder de negociación sobre la industria. Sin embargo algunos compradores pueden realizar una integración vertical hacia atrás con algunos productos derivados de la leche. La distribución de sus productos en el mercado es variada, pero, en general, ésta la realizan las mismas empresas productoras, lo que reduce aún más la importancia que podría tener esta fuerza. Adicionalmente, existen empresas importadoras de lácteos y derivados de menor tamaño que son básicamente comercializadores.
- **La amenaza de entrada.** El desarrollo de economías de escala y la integración vertical hacia delante y atrás de las principales empresas, hace complicado el ingreso de nuevas empresas debido al riesgo que implica enfrentarse a las empresas líderes del mercado. Gloria posee plantas de producción de leche en polvo en Bolivia y Argentina, desde donde importa parte de sus requerimientos de este insumo. Las empresas líderes vienen innovando constantemente sus productos por medio de la calidad y marca. Esto es una forma de diferenciar sus productos y hace menos accesible el ingreso y competencia de nuevos productores. Estas empresas cuentan con diversos canales de distribución, esto también constituye otra barrera de ingreso. La amplia red de acopio de leche fresca en las principales cuencas del país constituye una importante barrera de entrada, pues las empresas lácteas compran leche fresca a más de 15 mil ganaderos.
- **Disponibilidad de sustitutos.** No existen sustitutos relevantes para los productos lácteos. Dichos productos son parte de la canasta familiar y mantienen una participación importante dentro del consumo de las familias en sus diferentes presentaciones. Los precios son comparativamente bajos, lo que dificulta su reemplazo por otros bienes de consumo masivo. Sin embargo, existe un sustituto que podría hacerle frente a la leche, la soya, pero dado que su precio es relativamente elevado y la preferencia del mercado por consumir productos lácteos es muy fuerte, su relevancia es muy limitada. En todo caso, la sustitución de productos se da al interior de la industria (yogurt, leche deslactosada, etc.). Respecto al queso y a los embutidos, los sustitos que se presentan para el desayuno son las mantequillas (también producida por la industria) y mermeladas. Los embutidos por su lado, representan un sustituto de la carne de res, de pollo y de pavita en sectores de menores recursos.
- **Rivalidad competitiva.** El mercado lácteo se caracteriza por ser un mercado muy competitivo pero con pocos participantes. Las tres principales empresas cubren casi el 98% de la producción y el 2% restante lo cubre un gran número de pequeños productores que conforman la "industria artesanal", dedicados a la elaboración de quesos y otros derivados lácteos. El principal partícipe de este mercado es Gloria S.A, posee dentro de su ciclo de producción su propia planta de envases de hojalata, colocando a la lata como el envase por excelencia de su leche evaporada, la misma que representa un alto porcentaje de sus ventas. Nestlé y Laive también mantienen una participación en el mercado pues logran abastecer a parte de la


población con una línea de productos considerados por los consumidores como de buena calidad.

A continuación se presentan los diferentes productos comercializados por Gloria, Laive y Nestlé:

Tipo de producto	Gloria	Laive	Nestlé
Leche evaporada entera			
Leche evaporada light			
Leche evaporada escolar			
Leche evaporada super light			
Leche evaporada niños con DHA			
Leche deslactosada			
Leche evaporada de soya			
Leche evaporada vitaminizada			
Leche cremosita			
Leche UHT Entera			
Leche UHT Light			
Leche UHT chocolatada			
Leche UHT Super Light			
Leche UHT Calcio + Hierro			
Leche UHT sin lactosa			
Leche UHT sin lactosa chocolatada			
Leche UHT niños			
Leche UHT niños con DHA			
Leche UHT Actiavena			
Leche UHT de soya			
Yogurt Entero			
Yogurt Vital			
Yogurt con Probióticos			
Yogurt Licuado			
Yogurt Batti shake			
Yogurt Frutado			
Yogurt en sachet			
Bebida de yogurt			
Yogurt Prodefens			
Yogurt Calcifem			
Yogurt Pasion			
Yogurt Batti Mix			
Yogurt niños			
Yogurt Vitacol			
Yogurt Crunch			
Yogurt Griego			
Yogurt sin lactosa			

Fuente: Gloria SA, s.f; Laive, 2017; Nestlé, s.f.
Elaboración: Propia, 2018.

Anexo 12. Matriz FODA

	Fortalezas	Debilidades
Oportunidades	Estrategias FO	Estrategias DO
<p>O1: Mayor ingreso per cápita de los peruanos.</p> <p>O2: Incremento del consumo per cápita de leche.</p> <p>O3: Tendencia de consumo de alimentos basados en ingredientes naturales.</p> <p>O4: Mejores condiciones y facilidades para la obtención de financiamiento.</p> <p>O5: Acuerdos de comercio internacional</p>	<p>1. Desarrollar productos saludables para los segmentos de mercado no atendidos (F1,F2,F3,F4,F5,F7,O2,O3,O4)</p> <p>2. Adquirir almacenes , equipos y software (F6, O1, O6)</p> <p>3. Ingresar a mercados internacionales en América del Sur (F2,F5,F7,O4,O5)</p> <p>4. Incrementar los atributos y beneficios a los productos que se encuentran en el mercado (F2,F3,F4,F6,O2)</p>	<p>1. Reforzar con spot publicitario el consumo de yogurt con los formatos de presentación de envase pequeños (D2,D4, O2,O3,O 4)</p> <p>2. Ampliar la red de distribución hacia el interior del país (D1, D4, O1,O2)</p> <p>3. Establecer mejores canales de comunicación con las distintas áreas fomentando el desarrollo e integración en los distintos eventos que organice la compañía (D5,O1,O4)</p> <p>4. Publicar los objetivos y logros alcanzados (D3,D4,D5, O1,O3)</p>
Amenazas	Estrategias FA	Estrategias DA
<p>A1: Volatilidad de tipo de cambio.</p> <p>A2: Proyecto de Ley para no usar leche en polvo como insumo.</p> <p>A3: Mayor ingreso de productos sustitutos, leche de origen vegetal.</p> <p>A4: Fenómenos naturales como El Fenómeno del Niño Costero, y friajes en la sierra.</p> <p>A5: Reglamentos sobre el etiquetado y definición de productos lácteos, jugos y refrescos.</p> <p>A6: Competencia desleal.</p> <p>A7: Fuerte competidor.</p>	<p>1. Uso de derivados financieros para cobertura operaciones ante variaciones de tipo de cambio (F6,A1)</p> <p>2. Diseñar planes de prevención y contingencia frente a posibles desastres naturales (F6, A4)</p> <p>3. Redefinir los productos de acuerdo con los nuevos reglamentos (F3,F4, A5)</p> <p>4. Utilizar tecnología para incrementar las producción y calidad de leche fresca (F5,A2)</p>	<p>1. Comunicar a los consumidores el beneficio de usar leche en polvo en la elaboración de productos (D4, A2).</p> <p>2. Desarrollar más productos lácteos basados en origen vegetal (D4,A3)</p> <p>3. Implementar la adaptación al reglamento de etiquetado destacando los atributos que tienen los productos (D3,D4,D5,A5,A7)</p> <p>4. Desarrollar un plan de precios psicológicos para los productos de poca rotación y/o en los periodos de estacionalidad (D2,D3,D4,A6,A7)</p>

Fuente: David, 2008.

Elaboración: Propia, 2018.

Anexo 14. Cálculo del WACC

El cálculo del WACC tiene dos componentes: el costo de deuda y el costo de patrimonio.

1. Costo de la deuda (kd)

Se calcula tomando en consideración el costo a valor de mercado de la deuda de la compañía. Para este análisis se obtuvo información interna, donde se revela que el costo de la deuda está cercano al valor de mercado; por lo indicado, se ha tomado la tasa de crédito promedio de los préstamos vigentes durante los próximos siete años, siendo el resultado 6,06%.

Tabla A. Costo de la deuda

Descripción	Scotiabank	BCP	BIP	BBVA	Banco Santander	BCP	Scotiabank
Monto (Soles)	8.295.000	3.828.000	3.580.000	501.000	414.000	19.940.000	9.484.000
TEA	7%	6%	6%	6%	7%	6%	6%

Fuente: Laive, 2018b.

Elaboración: Propia, 2018.

Adicionalmente, se calculó el costo de la deuda mediante la estimación del rating sintético, dando como resultado 5,71%.

Tabla B. Cálculo del costo de la deuda

Datos	
Riskfree rate	2,41%
Country default spread	1,38%
Company default spread	2,38%
Costo de deuda	5,71%

Fuente: Damodaran, 2017.

Elaboración: Propia, 2018.

De los dos datos obtenidos, siendo conservadores, las autoras optaron por utilizar el mayor (6,06%).

2. Costo del capital (ke)

2.1 Tasa libre de riesgo (Rf)

Esta tasa conceptualmente es el retorno que no afronta riesgo de re inversión ni riesgo de crédito en un determinado período. De acuerdo a la publicación de Ernst & Young (EY 2017), la práctica de mercado más común es utilizar como tasa libre de riesgo la tasa de los bonos del tesoro americano a 10 años, cuyo valor es 2,41% al cierre de diciembre de 2017, según Damodaran (2017).

Tabla C. Tasa libre de riesgo

Concepto	Indicador	Valor
Tasa libre de riesgo de Estados Unidos.	Bono 10 años	2,41%

Fuente: Damodaran, 2017.

Elaboración: Propia, 2018.

3. Cálculo del Beta

El beta ayuda a medir la sensibilidad del rendimiento de la acción de una compañía respecto al rendimiento del mercado. Para este trabajo se utilizará el método Pure-Play para estimar un beta adecuado para la compañía. Este método indica que se deben seleccionar compañías comparables,

que realicen actividades similares a Laive, y que compartan un riesgo en la medida de lo posible similar; luego, se debe calcular los betas de cada una, además de desapalancar los betas utilizando las tasas impositivas y sus propios niveles de apalancamiento financiero. Obtenido el Beta con apalancamiento se va a reapalancar el Beta usando el nivel de apalancamiento financiero y tasa impositiva de la compañía Laive. En el presente trabajo se identificaron diez compañías que cotizan en bolsa que desarrollan como principal actividad la producción y comercialización de lácteos, jugos y cárnicos, y poseen un negocio que ofrece productos similares a Laive.

Tabla D. Beta desapalancado

Comparables	Beta 5 años - mensual	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
NESTLE SA-REG	0.84	29%	30%	0.70
DANONE	0.78	26%	57%	0.55
BEGA CHEESE LTD	1.13	43%	30%	0.97
CHINA MENGNIU DAIRY CO	0.87	23%	34%	0.69
FONTERRA SHAREHOLDERS FUND	0.58	0%	52%	0.38
GRUPO LALA SAB DE CV	0.76	40%	51%	0.58
MORINAGA MILK INDUSTRY CO	0.38	33%	39%	0.30
PARMALAT SPA	0.56	55%	12%	0.53
SAPUTO INC	0.85	10%	25%	0.69
Beta del sector				0.60

Fuente: Bloomberg, 2017a, 2017b, 2017c, 2017d, 2017e, 2017f, 2017g, 2017h, 2017i.

Elaboración: Propia, 2018.

Tabla E. Beta apalancado

Concepto	Valor
Beta sin Apalancamiento	0.60
Tasa Impositiva	31.22%
Ratio Deuda Financiera / Patrimonio	0.69
Beta Apalancado	0.88

Fuente: Bloomberg, 2017a, 2017b, 2017c, 2017d, 2017e, 2017f, 2017g, 2017h, 2017i.

Elaboración: Propia, 2018.

4. Prima por Riesgo de Mercado ($R_m - R_f$)

Se calcula la prima de riesgo de mercado con horizontes de largo plazo, de tal forma que se establece un COK utilizable en el largo plazo, en el cual los rendimientos económicos de corto plazo no afectarán los resultados del costo de capital. Se usa data histórica desde 1928 hasta 2017, haciendo un diferencial del promedio aritmético del retorno total del S&P 500 menos el promedio de los retornos por los bonos del tesoro americano a 10 años, obteniendo una prima por riesgo de mercado para Estados Unidos de 6,38%, según metodología realizada por Damodaran al 30 de diciembre de 2017.

Tabla F. Prima por riesgo de mercado

Concepto	Valor
Prima por riesgo de mercado	6,38%

Fuente: Damodaran, 2017.

Elaboración: Propia, 2018.

5. Riesgo País (RP)

El índice EMBI publicado por JP Morgan se emplea como medida del riesgo país en países latinoamericanos, pero el EMBI registra el spread entre los bonos de un país emergente y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos; por lo tanto, se recomienda utilizar un factor Lambda

que sirve de ajuste al riesgo por la volatilidad relativa entre la desviación estándar de los retornos de los bonos y acciones. Para la empresa Laive SA se utilizó 2,55% como tasa por riesgo país, que se obtiene de multiplicar el EMBI Perú de diciembre 2017 (1,36%) y el Lambda de 1,87.

Tabla G. Riesgo Perú

Concepto	Indicador	Valor
Riesgo Perú	EMBI * Lambda	2,55%

Fuente: BCRP, 2018, s.f.

Elaboración: Propia, 2018.

Anexo 15. Proyección de ventas

Las proyecciones de las ventas de Laive para el periodo 2018-2027 se han realizado por líneas de negocio: lácteos, jugos y cárnicos. Se hizo uso de modelos ARIMA, en el cual dichas variables estén explicadas por sus propios rezagos. Adicionalmente, se consideró incluir variables dummy de evento negativo, utilizándose las que mejor expliquen el comportamiento de los ingresos de la empresa. Esto en términos de mejor especificación, modelos más parsimoniosos, y libre de problemas como multicolinealidad, heteroscedasticidad, y autocorrelación de los residuos. Finalmente, los modelos fueron sometidos a pruebas de capacidad predictiva para verificar que el indicador del coeficiente de desigualdad de Theil esté lo más cercano a cero posible, lo cual muestra que los modelos estimados pasan este filtro de forma aceptable.

1. Proyección de ventas de productos lácteos

Para explicar y predecir las ventas de productos lácteos las autoras decidieron modelar por separado tanto el nivel de volumen producido y el nivel de precios. Para proyectar el nivel de volumen producido de Laive se asumió que la empresa seguirá las mismas variaciones porcentuales que el volumen total de productos lácteos. Asimismo, se asumió que el precio de venta de Laive seguirá las mismas variaciones que el índice de precio de productos lácteos. Para la proyección del volumen producido se utilizó la serie histórica mensual de la producción manufacturera de productos lácteos y se procedió a trabajar con datos desestacionalizados y transformados a logaritmos; luego, se especificó la regresión en niveles.

$$Q_LACTEOS = 0,2246 + 0,9548*Q_LACTEOS(-1) - 0,044*D1 + v$$

$$v = 0,3501*v(-1) + u - 0,9759 *u(-1)$$

El modelo tuvo un R2 de 81% y pasó las pruebas estadísticas de normalidad, heterocedasticidad y autocorrelación.

Tabla A. Proyección del volumen producido de productos lácteos

Dependent Variable: LOG_Q_LACTEOS_SA
 Method: Least Squares
 Date: 03/10/19 Time: 18:23
 Sample (adjusted): 2009M03 2018M12
 Included observations: 118 after adjustments
 Convergence achieved after 12 iterations
 MA Backcast: 2009M02

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.224621	0.033777	6.650139	0.0000
LOG_Q_LACTEOS_SA(-1)	0.954809	0.006886	138.6650	0.0000
D1	-0.044376	0.007531	-5.892255	0.0000
AR(1)	0.350083	0.090121	3.884599	0.0002
MA(1)	-0.975994	0.008334	-117.1033	0.0000
R-squared	0.810494	Mean dependent var		4.886285
Adjusted R-squared	0.803786	S.D. dependent var		0.094405
S.E. of regression	0.041818	Akaike info criterion		-3.469536
Sum squared resid	0.197607	Schwarz criterion		-3.352134
Log likelihood	209.7026	Hannan-Quinn criter.		-3.421868
F-statistic	120.8216	Durbin-Watson stat		1.790706
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.35			
Inverted MA Roots	.98			

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Para la proyección del precio de los lácteos se utilizó la serie histórica mensual de la índice de precios de productos lácteos de Lima Metropolitana (como proxy del índice nacional) y se procedió a trabajar con datos desestacionalizados y transformados a logaritmos, luego se procedió a especificar la regresión en niveles.

$$P_LACTEOS = P_LACTEOS(-1) - 0,2335*D2 + u + 0,4274*u(-1)$$

El modelo tuvo un R2 de 91% y pasó las pruebas estadísticas de normalidad, heterocedasticidad y autocorrelación.

Tabla B. Proyección del precio de productos lácteos

Dependent Variable: D(LOG_P_LACTEOS_SA)
 Method: Least Squares
 Date: 03/10/19 Time: 18:23
 Sample (adjusted): 2009M02 2018M12
 Included observations: 119 after adjustments
 Convergence achieved after 11 iterations
 MA Backcast: 2009M01

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D2	-0.233514	0.006265	-37.27229	0.0000
MA(1)	0.427409	0.085738	4.985060	0.0000
R-squared	0.913625	Mean dependent var		-0.000689
Adjusted R-squared	0.912887	S.D. dependent var		0.022898
S.E. of regression	0.006758	Akaike info criterion		-7.139379
Sum squared resid	0.005344	Schwarz criterion		-7.092671
Log likelihood	426.7930	Hannan-Quinn criter.		-7.120412
Durbin-Watson stat	1.834853			
Inverted MA Roots	-0.43			

Fuente: Elaboración propia, 2018.

2. Proyección de ventas de productos cárnicos

Para explicar y predecir las ventas de productos cárnicos las autoras decidieron modelar por separado tanto el nivel de volumen producido como el nivel de precios. Para proyectar el nivel de volumen producido de Laive, se asumió que este seguirá las mismas variaciones porcentuales que el volumen total de productos cárnicos. Asimismo, se asumió que el precio de venta de Laive seguirá las mismas variaciones que el índice de precio de alimentos y bebidas. Para la proyección del volumen producido se utilizó la serie histórica mensual de la producción manufacturera de productos cárnicos y se procedió a trabajar con datos desestacionalizados y transformados a logaritmos, luego se procedió a especificar la regresión en niveles.

$$Q_CARNICOS = 0,004 + 0,044*D3 - 0,0239*D4 + u - 0,5954*u(-1)$$

El modelo tuvo un R2 de 38% y pasó las pruebas estadísticas de normalidad, heterocedasticidad y autocorrelación.

Tabla C. Proyección del volumen producido de productos cárnicos

Dependent Variable: D(LOG_Q_CARNE_SA)
 Method: Least Squares
 Date: 03/10/19 Time: 18:23
 Sample (adjusted): 2009M02 2018M12
 Included observations: 119 after adjustments
 Convergence achieved after 15 iterations
 MA Backcast: 2009M01

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004166	0.000763	5.461603	0.0000
D3	0.044496	0.011169	3.983774	0.0001
D4	-0.023924	0.011112	-2.153024	0.0334
MA(1)	-0.595382	0.075307	-7.906049	0.0000
R-squared	0.380401	Mean dependent var		0.004465
Adjusted R-squared	0.364238	S.D. dependent var		0.023636
S.E. of regression	0.018846	Akaike info criterion		-5.072002
Sum squared resid	0.040845	Schwarz criterion		-4.978586
Log likelihood	305.7841	Hannan-Quinn criter.		-5.034068
F-statistic	23.53468	Durbin-Watson stat		1.906464
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted MA Roots	.60			

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Para la proyección del precio de los productos cárnicos se utilizó la serie histórica mensual del índice de precios de productos cárnicos de Lima Metropolitana (como proxy del índice nacional) y se procedió a trabajar con datos desestacionalizados y transformados a logaritmos; luego se especificó la regresión en niveles.

$$P_CARNICOS = P_CARNICOS(-1) - 0,097*D5 + 0,0634*D6 + u + 0,1814*u(-1)$$

El modelo tuvo un R2 de 47% y pasó las pruebas estadísticas de normalidad, heterocedasticidad y autocorrelación.

Tabla D. Proyección del precio de productos cárnicos

Dependent Variable: D(LOG_P_CARNES_SA)
 Method: Least Squares
 Date: 03/10/19 Time: 18:23
 Sample (adjusted): 2009M02 2018M12
 Included observations: 119 after adjustments
 Convergence achieved after 5 iterations
 MA Backcast: 2009M01

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D5	-0.097406	0.011796	-8.257225	0.0000
D6	0.063389	0.009707	6.530591	0.0000
MA(1)	0.181426	0.093104	1.948653	0.0538
R-squared	0.467495	Mean dependent var		0.000296
Adjusted R-squared	0.458314	S.D. dependent var		0.022912
S.E. of regression	0.016863	Akaike info criterion		-5.302479
Sum squared resid	0.032987	Schwarz criterion		-5.232417
Log likelihood	318.4975	Hannan-Quinn criter.		-5.274029
Durbin-Watson stat	2.020613			
Inverted MA Roots	-.18			

Fuente: Elaboración propia, 2018.

3. Proyección de ventas de productos de bebida

Para explicar y predecir las ventas de productos de bebida las autoras decidieron modelar por separado tanto el nivel de volumen producido como el nivel de precios. Para proyectar el nivel de volumen producido de Laive se asumió que este seguirá las mismas variaciones porcentuales que el volumen total de bebidas gaseosas y aguas de mesa. Asimismo, se asumió que el precio de venta de Laive seguirá las mismas variaciones que el índice de precio de bebidas no alcohólicas. Para la proyección del volumen producido se utilizó la serie histórica mensual de la producción manufacturera de productos de bebida y se procedió a trabajar con datos desestacionalizados y transformados a logaritmos luego se procedió a especificar la regresión en niveles.

$$Q_BEBIDA = 0,4066 + 0,9207*Q_BEBIDA(-1) - 0,1561*D7 + v$$

$$v = - 0,4176*v(-1) -0,2588*v(-2) + u$$

El modelo tuvo un R2 de 72% y pasó las pruebas estadísticas de normalidad, heterocedasticidad y autocorrelación.

Tabla E. Proyección del volumen producido de productos de bebida

Dependent Variable: LOG_Q_JUGOS_SA
 Method: Least Squares
 Date: 03/10/19 Time: 18:23
 Sample (adjusted): 2009M04 2018M12
 Included observations: 117 after adjustments
 Convergence achieved after 9 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.406604	0.164299	2.474780	0.0148
LOG_Q_JUGOS_SA(-1)	0.920669	0.032500	28.32806	0.0000
D7	-0.156067	0.045478	-3.431703	0.0008
AR(1)	-0.417572	0.094544	-4.416714	0.0000
AR(2)	-0.258774	0.094119	-2.749417	0.0070
R-squared	0.721421	Mean dependent var		5.058912
Adjusted R-squared	0.711472	S.D. dependent var		0.130321
S.E. of regression	0.070002	Akaike info criterion		-2.438804
Sum squared resid	0.548824	Schwarz criterion		-2.320763
Log likelihood	147.6701	Hannan-Quinn criter.		-2.390881
F-statistic	72.51019	Durbin-Watson stat		2.077124
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	-0.21+.46i	-0.21-.46i		

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Para la proyección del precio de los productos de bebida se utilizó la serie histórica mensual del índice de precios de productos de bebida no alcohólica de Lima Metropolitana (como proxy del índice nacional), y se procedió a trabajar con datos desestacionalizados y transformados a logaritmos; luego se procedió a especificar la regresión en niveles.

$$CREC(P_BEBIDA) = 0,001 + 0,3215*CREC(P_BEBIDA)(-1) + 0,0189*D10 + u + 0,2380*u(-1)$$

El modelo tuvo un R2 de 57% y pasó las pruebas estadísticas de normalidad, heterocedasticidad y autocorrelación.

Tabla F. Proyección del precio de productos de bebida

Dependent Variable: D(LOG_P_JUGOS_SA)
 Method: Least Squares
 Date: 03/10/19 Time: 18:23
 Sample: 2010M02 2018M12
 Included observations: 107
 Convergence achieved after 17 iterations
 MA Backcast: 2010M01

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001461	0.000428	3.410896	0.0009
D(LOG_P_JUGOS_SA(-1))	0.321454	0.068427	4.697761	0.0000
D8	0.018870	0.002463	7.660345	0.0000
MA(1)	0.238017	0.114769	2.073874	0.0406
R-squared	0.577602	Mean dependent var		0.002845
Adjusted R-squared	0.565299	S.D. dependent var		0.004664
S.E. of regression	0.003075	Akaike info criterion		-8.694326
Sum squared resid	0.000974	Schwarz criterion		-8.594407
Log likelihood	469.1464	Hannan-Quinn criter.		-8.653820
F-statistic	46.94868	Durbin-Watson stat		1.917285
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted MA Roots	-0.24			

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Tabla G. Proyección de ventas Laive (miles de soles)

Ventas totales por línea de negocio (miles de soles)				
Año	Lácteos	Jugos	Cárnicos	Total
2012	327.694	31.068	38.823	397.585
2013	348.197	62.367	42.715	453.279
2014	358.526	65.045	48.775	472.346
2015	375.818	64.561	54.664	495.043
2016	410.863	60.202	55.059	526.124
2017	439.084	95.887	56.202	591.173
2018*	379.471	101.089	60.238	540.798
2019*	393.204	107.529	61.856	562.590
2020*	408.194	110.897	64.257	583.348
2021*	421.536	114.091	67.172	602.799
2022*	433.998	117.220	70.447	621.665
2023*	446.059	120.354	74.006	640.418
2024*	458.014	123.532	77.812	659.358
2025*	470.051	126.772	81.850	678.673
2026*	482.284	130.087	86.118	698.490
2027*	494.790	133.484	90.620	718.894

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Tabla H. Proyecciones de volumen de ventas (toneladas)

Volúmenes por línea de negocio (toneladas)			
Año	Lácteos	Jugos	Cárnicos
2012	79.243	18.368	3.930
2013	74.736	36.512	4.316
2014	73.583	38.752	4.593
2015	74.410	38.175	4.972
2016	84.642	34.845	4.751
2017	71.978	49.203	4.728
2018*	64.391	48.580	5.060
2019*	65.120	50.359	5.325
2020*	65.972	50.617	5.604
2021*	66.477	50.752	5.898
2022*	66.775	50.819	6.207
2023*	66.950	50.852	6.532
2024*	67.053	50.869	6.875
2025*	67.114	50.877	7.235
2026*	67.149	50.881	7.614
2027*	67.170	50.883	8.013

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Anexo 16. Estado de flujo de efectivo

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Venta de Bienes y Prestación de Servicios	624,346	699,480	557,051	560,728	581,575	601,138	620,053	638,816	657,740	677,023	696,797	717,151
Pago a proveedores	(532,355)	(587,775)	(450,171)	(462,418)	(480,390)	(492,914)	(508,274)	(526,843)	(541,083)	(559,345)	(575,461)	(590,387)
Pago por remuneraciones	(59,213)	(68,543)	(62,192)	(64,698)	(67,085)	(69,322)	(71,492)	(73,648)	(75,826)	(78,048)	(80,326)	(82,673)
Impuesto a las ganancias	(3,038)	(7,842)		(6,207)	(6,457)	(6,963)	(6,855)	(6,978)	(7,163)	(7,309)	(7,845)	(8,067)
Actividades de operación	29,740	35,320	44,688	27,406	27,643	31,939	33,433	31,347	33,667	32,321	33,164	36,024
Venta de inmueble, maquinaria y equipo	712	1,215										
Compra de propiedades, planta y equipo	(8,410)	(9,716)	(13,425)	(13,425)	(13,425)	(22,668)	(22,668)	(22,668)	(22,668)	(22,668)	(22,668)	(22,668)
Compra de activos intangibles	(658)	(1,176)	(1,429)	(1,429)	(1,429)	(1,429)	(453)	(453)	(453)	(453)	(453)	(453)
Actividades de inversión	(8,356)	(9,677)	(14,854)	(14,854)	(14,854)	(24,097)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(23,121)
Obtención de préstamos bancarios	63,878	80,597	30,000									
Pago de Pasivos financieros	(83,062)	(100,536)	(12,374)	(11,940)	(11,670)	(5,840)	(3,127)	(3,127)	(3,127)	(3,127)	(4)	(4)
Pago de dividendos	(2,704)	(2,923)	(3,990)	(2,818)	(2,932)	(3,161)	(3,112)	(3,168)	(3,252)	(3,319)	(3,562)	(3,663)
Actividades de financiamiento	(21,888)	(22,862)	13,636	(14,758)	(14,601)	(9,002)	(6,239)	(6,295)	(6,379)	(6,445)	(3,566)	(3,667)
Aumento neto	(504)	2,781	43,470	(2,205)	(1,813)	(1,159)	4,074	1,932	4,168	2,755	6,477	9,237
Efectivo a inicios de año	2,177	1,673	4,454	47,924	45,718	43,906	42,746	46,820	48,752	52,920	55,675	62,152
Efectivo al final del año	1,673	4,454	47,924	45,718	43,906	42,746	46,820	48,752	52,920	55,675	62,152	71,390

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Anexo 17. Estado de resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ventas	453,279	472,346	495,043	526,124	591,173	540,798	562,590	583,348	602,799	621,665	640,418	659,358	678,673	698,490	718,894
Costo de ventas	(354,307)	(367,395)	(385,508)	(410,306)	(447,494)	(419,109)	(436,891)	(452,986)	(469,726)	(485,027)	(499,916)	(515,099)	(529,403)	(545,121)	(561,958)
Inventario Inicial Mercaderías	931	745	958	1,493	2,119	1,995	2,368	2,537	2,725	2,861	2,993	3,142	3,298	3,526	3,756
Compras	11,929	11,763	13,291	14,316	15,033	14,137	14,707	15,250	15,788	16,251	16,742	17,237	17,742	18,260	18,793
Saldo final de mercaderías	(745)	(958)	(1,493)	(2,119)	(2,995)	(2,368)	(2,537)	(2,725)	(2,861)	(2,993)	(3,142)	(3,298)	(3,526)	(3,756)	(3,944)
Saldo inicial de productos terminados	15,950	18,670	22,782	20,262	24,033	24,919	26,854	28,776	30,910	32,450	33,943	35,634	37,410	39,994	42,604
Saldo inicial de productos en proceso	4,675	7,112	4,610	4,872	3,685	5,270	6,111	6,549	7,035	7,385	7,725	8,110	8,514	9,102	9,696
Materias primas e insumos utilizados	296,986	303,600	311,919	335,567	356,475	342,740	356,551	369,707	382,034	393,991	405,876	417,879	430,121	442,680	455,611
Gastos del personal	25,241	27,452	29,257	31,553	34,847	31,878	33,162	34,386	35,532	36,644	37,750	38,866	40,005	41,173	42,376
Depreciación y Amortización	7,483	8,507	9,537	10,978	12,248	10,821	11,403	11,986	13,145	14,030	14,914	15,799	16,472	17,146	17,820
Otros gastos de fabricación	17,639	17,896	19,781	21,102	31,238	22,682	23,596	24,467	25,282	26,074	26,860	27,655	28,465	29,296	30,152
Saldos final de productos en proceso	(7,112)	(4,610)	(4,872)	(3,685)	(5,270)	(6,111)	(6,549)	(7,035)	(7,385)	(7,725)	(8,110)	(8,514)	(9,102)	(9,696)	(10,179)
Saldo final de productos terminados	(18,670)	(22,782)	(20,262)	(24,033)	(24,919)	(26,854)	(28,776)	(30,910)	(32,450)	(33,943)	(35,634)	(37,410)	(39,994)	(42,604)	(44,727)
Utilidad Bruta	98,972	104,951	109,535	115,818	143,679	121,689	125,699	130,362	133,073	136,638	140,502	144,259	149,270	153,369	156,936
Gastos de Administración	(17,677)	(18,026)	(19,253)	(22,831)	(25,791)	(20,716)	(21,552)	(22,354)	(23,202)	(23,986)	(24,767)	(25,554)	(26,321)	(27,105)	(27,908)
Gastos de personal	11,166	11,132	11,947	14,155	15,646	14,313	14,890	15,439	15,954	16,453	16,949	17,451	17,962	18,486	19,026
Servicios prestados por terceros	3,949	4,186	4,552	5,116	5,978	3,151	3,277	3,398	3,512	3,622	3,731	3,841	3,954	4,069	4,188
Depreciación y Amortización	498	614	894	1,326	1,933	1,708	1,800	1,892	2,075	2,214	2,354	2,493	2,600	2,706	2,812
Cargas diversas de gestión	730	1,042	730	1,125	1,045	622	647	671	693	715	736	758	780	803	826
Tributos	499	571	685	596	669	403	419	434	449	463	477	491	505	520	535
Otros	835	481	445	513	520	520	520	520	520	520	520	520	520	520	520
Gastos de Ventas	(58,139)	(63,964)	(71,488)	(72,771)	(85,023)	(76,108)	(79,121)	(81,997)	(84,813)	(87,497)	(90,165)	(92,859)	(95,561)	(98,330)	(101,176)
Gastos de publicidad	24,047	25,730	31,551	30,447	37,825	33,455	34,803	36,087	37,291	38,458	39,618	40,789	41,984	43,210	44,473
Servicios prestados por terceros	18,141	18,508	18,568	19,177	22,496	20,192	21,005	21,780	22,507	23,211	23,911	24,618	25,340	26,079	26,841
Gastos del personal	12,034	14,066	14,529	15,738	17,492	16,001	16,646	17,260	17,836	18,394	18,949	19,509	20,081	20,667	21,271
Depreciación y Amortización	1,362	1,669	2,146	2,281	2,414	2,133	2,248	2,362	2,591	2,765	2,940	3,114	3,247	3,379	3,515
Cargas diversas de gestión	1,931	1,564	1,619	1,742	2,268	1,878	1,954	2,026	2,093	2,159	2,224	2,290	2,357	2,426	2,496
Tributos	157	204	242	453	374	357	372	385	398	411	423	436	448	462	475
Estimación para desvalorización de cuentas por cobrar	132	86	34	56	114	51	53	55	57	59	61	62	64	66	68
Otros	335	2,137	2,799	2,777	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040
Otros Ingresos	2,397	2,148	2,411	4,464	4,317	3,016	3,092	3,165	3,233	3,299	3,365	3,431	3,499	3,568	3,639
Servicio de transporte a clientes	1,513	1,552	1,611	1,792	2,269	1,893	1,969	2,041	2,109	2,176	2,241	2,307	2,375	2,444	2,516
Ingreso por enajenación de propiedades plantas y activo fijo				712	1,215										
Reclamos al seguro		68	349	1,354	203	494	494	494	494	494	494	494	494	494	494
Otros	884	528	451	606	630	630	630	630	630	630	630	630	630	630	630
Otros Gastos	(430)	(73)	(488)	(1,822)	(1,460)	(485)	(504)	(523)	(540)	(557)	(574)	(591)	(608)	(626)	(644)
Costo de enajenación y retiro de propiedades, planta y equip	119	59	450	653	1,230										
Otros	145														
Costo neto por existencias siniestradas	166	14	38	1,169	230	485	504	523	540	557	574	591	608	626	644
Utilidad Operativa	25,123	25,036	20,717	22,858	35,722	27,398	27,614	28,654	27,752	27,897	28,360	28,686	30,279	30,877	30,847
Ingresos Financieros	551	897	1,166	1,419	1,443										
Intereses de cuentas por cobrar	259	164	85	407	382	259	259	279	317	299	283	288	293	296	292
Otros ingresos financieros	292	733	1,081	1,012	1,061	836	945	987	959	939	960	963	958	958	956
Gastos Financieros	(5,127)	(5,621)	(6,992)	(8,746)	(8,762)	(5,302)	(4,899)	(4,284)	(3,737)	(3,479)	(3,336)	(3,184)	(3,024)	(2,898)	(2,897)
Intereses por deuda con entidad bancarias	3,322	2,985	3,862	5,568	4,725	2,605	2,002	1,387	839	582	438	287	126	0	0
Otros gastos financieros	1,805	2,636	2,830	3,178	4,037	2,897	2,897	2,897	2,897	2,897	2,897	2,897	2,897	2,897	2,897
Diferencias de Cambio Neta	(3,779)	(1,731)	(3,175)	86	601	(1,600)	(1,600)	(1,600)	(1,600)	(1,600)	(1,600)	(1,600)	(1,600)	(1,600)	(1,600)
Resultado antes de IR	16,768	18,581	12,016	15,617	29,004	20,296	21,116	22,770	22,415	22,818	23,425	23,902	25,656	26,380	26,350
Impuesto a las Ganancias	(5,381)	(5,000)	(2,961)	(5,941)	(9,054)	(6,207)	(6,457)	(6,963)	(6,855)	(6,978)	(7,163)	(7,309)	(7,845)	(8,067)	(8,058)
Utilidad Neta	11,387	13,581	9,055	9,676	19,950	14,090	14,658	15,807	15,561	15,840	16,262	16,593	17,810	18,313	18,292
Depreciación y Amortización	9,343	10,790	12,577	14,685	16,595	14,661	15,450	16,239	17,811	19,009	20,208	21,406	22,319	23,231	24,144
EBITDA ajustado	54,466	35,826	33,294	37,543	52,317	42,059	43,064	44,893	45,562	46,906	48,568	50,092	52,597	54,108	54,990

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Anexo 18. Estado de situación financiera

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
efectivo y equivalentes de efectivo	2,020	2,745	2,177	1,673	4,454	47,924	45,718	43,906	42,746	46,820	48,752	52,920	55,675	62,152	71,390
Cuentas por cobrar comerciales	47,564	51,146	51,799	53,481	58,571	42,062	43,757	45,372	46,884	48,352	49,810	51,283	52,786	54,327	55,914
Otras Cuentas por cobrar	3,637	5,059	5,339	4,022	3,878	4,134	4,301	4,459	4,608	4,752	4,896	5,041	5,188	5,340	5,496
Inventarios	66,674	72,239	97,225	109,149	96,524	121,960	130,688	140,383	147,378	154,154	161,836	169,901	181,640	193,491	203,133
Otros activos no financieros	1,754	1,737	2,031	1,510	532	540	668	678	731	871	837	871	944	991	1,039
Total Activos Corrientes	121,649	132,926	158,571	169,835	163,959	216,620	225,132	234,798	242,348	254,950	266,131	280,016	296,233	316,301	336,971
Cuentas por cobrar comerciales	1,856	1,302	643	163	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33	33
Otras Cuentas por cobrar	38	96	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ries mantenidos para la venta	796	796	796	686	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Propiedades, planta y equipo	144,578	155,440	206,211	211,064	210,235	209,351	207,708	205,307	210,608	214,721	217,645	219,380	220,212	220,142	219,168
Activos intangibles	8,269	8,366	8,402	8,792	9,895	10,972	12,018	13,033	14,018	14,016	14,005	13,985	13,954	13,914	13,864
Total Activos No Corrientes	155,537	166,000	216,052	220,705	220,185	220,377	219,781	218,395	224,681	228,792	231,705	233,419	234,221	234,110	233,087
Total Activos	277,186	298,926	374,623	390,540	384,144	436,997	444,913	453,193	467,029	483,742	497,836	513,435	530,454	550,411	570,058
Otros pasivos financieros	14,737	16,090	18,931	23,340	14,443	4,673	4,673	4,673	4,673	4,673	4,673	4,673	4,673	4,673	4,673
Cuentas por pagar comerciales	61,256	70,652	97,152	105,159	89,359	106,612	110,908	115,000	118,835	122,554	126,251	129,985	133,793	137,699	141,722
Otras Cuentas por pagar	1,810	1,744	1,491	2,886	4,235	1,810	1,744	1,491	2,886	4,235	2,944	3,062	3,175	3,281	3,384
Cuentas por pagar a relacionadas	1,720	1,662	1,659	1,567	2,886	2,886	2,886	2,886	2,886	2,886	2,886	2,886	2,886	2,886	2,886
Ingresos diferidos	0				80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
por beneficios a los trabajadores	4,291	4,552	4,183	6,346	5,799	5,799	5,799	5,799	5,799	5,799	5,799	5,799	5,799	5,799	5,799
Impuesto a la ganancias					1,647	7,854	8,104	8,610	8,502	8,625	8,810	8,956	9,492	9,714	9,705
Total Pasivos Corrientes	83,814	94,700	123,416	139,298	118,449	129,714	134,195	138,540	143,661	148,852	151,443	155,442	159,899	164,133	168,248
Otros pasivos financieros	32,215	33,341	43,232	34,995	31,599	61,599	51,661	41,379	36,377	33,833	31,145	28,305	25,304	25,301	25,297
Otras Cuentas por pagar					1,314	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314
ido por impuesto a las ganancias	18,742	16,919	25,005	28,262	27,646	27,654	27,782	27,792	27,845	27,985	27,951	27,985	28,058	28,105	28,153
Provisiones por litigios	1,264	1,264	1,606	2,064	2,188	2,188	2,188	2,188	2,188	2,188	2,188	2,188	2,188	2,188	2,188
Total Pasivos No Corrientes	52,221	51,524	69,843	65,321	62,747	92,755	82,945	72,673	67,724	65,320	62,598	59,792	56,864	56,907	56,952
Total Pasivo	136,035	146,224	193,259	204,619	181,196	222,469	217,139	211,212	211,385	214,172	214,041	215,234	216,762	221,040	225,200
Acciones comunes	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426	72,426
Acciones de inversión	164	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186
Excedente de revaluación	24,305	25,694	49,922	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376	47,376
Otras reservas de capital	6,697	8,055	8,961	9,928	11,923	11,923	11,923	11,923	11,923	11,923	11,923	11,923	11,923	11,923	11,923
Resultados Acumulados	37,559	46,341	49,869	56,005	71,037	82,617	95,862	110,069	123,733	137,659	151,884	166,291	181,781	197,460	212,947
Total Patrimonio Neto	141,151	152,702	181,364	185,921	202,948	214,528	227,773	241,980	255,644	269,570	283,795	298,202	313,692	329,371	344,858
Patrimonio Neto y Pasivo	277,186	298,926	374,623	390,540	384,144	436,997	444,913	453,193	467,029	483,742	497,836	513,435	530,454	550,411	570,058

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Anexo 19. Flujo de caja libre

Miles S/.	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	FC perp
+ Utilidad Operativa	22,858	35,722	27,398	27,614	28,654	27,752	27,897	28,360	28,686	30,279	30,877	30,847	30,847
- Impuestos	(6,990)	(10,924)	(8,378)	(8,444)	(8,762)	(8,486)	(8,531)	(8,673)	(8,772)	(9,259)	(9,442)	(9,433)	(9,433)
+ Depreciación + Amortización	14,685	16,595	14,661	15,450	16,239	17,811	19,009	20,208	21,406	22,319	23,231	24,144	18,813
- Var Capital de Trabajo	(2,887)	(6,772)	6,778	(6,175)	(7,263)	(4,717)	(4,566)	(5,485)	(5,846)	(9,476)	(9,529)	(7,251)	(5,266)
- Capex	(20,544)	(17,426)	(14,854)	(14,854)	(14,854)	(24,097)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(23,121)	(20,446)
FCFF	7,122.00	17,195.18	25,605.51	13,591.53	14,014.52	8,262.78	10,688.90	11,290.16	12,353.48	10,741.28	12,016.46	15,185.59	14,515

Fuente: Elaboración propia, 2018.

	Miles S/.
VA FLUJO	88,852
VA PERPETUIDAD	129,471
VALOR DE LOS ACTIVOS - FCF	218,324
DEUDA FINANCIERA NETA a valor de mercado	-41,588
Activo para la venta	22
VALOR PATRIMONIAL - FFCE	176,758
VALOR ACCION COMUN	2.44
Upside	
DATOS	
WACC	9.152%
G - Crec perpetuo	4.28%
CAJA	4,454
DEUDA	46,042
Acciones A	63,000
Acciones B	9,426
Precio acciones comunes al 31 de diciembre del 2017	0.92

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Anexo 20. Marco teórico de la prima de control

Habitualmente cuando una compañía tiene acciones de dos o más clases, con derechos diferentes, es necesario, calcular una prima que incorpore ajustes al valor por acción por estas diferencias, ya sean económicas o políticas. Según un estudio realizado por la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y Apoyo Consultoría (2011), las diferencias en derechos políticos “Primas de control decisiones Claves”, pueden deberse a lo siguiente: paquete accionario que implique control de la empresa, derechos de voto diferenciados entre clases de acciones, elección del management, política de dividendos, etcétera.

En derechos económicos “primas económicas”, se refiere a derechos diferenciados entre acciones asociados al flujos de dividendos (BVL y Apoyo Consultoría 2011). La BVL cuenta con dos tipos de acciones, Clase A, con derecho a voto, y Clase B, con derecho a un dividendo adicional de 5%. Este marco teórico se centrará solo en los diversos estudios empíricos que han realizado para justificar y determinar el valor de las primas de control. Los principales son:

Tabla A. Metodología de prima de control

Metodología	Descripción
Basadas sobre un paquete de acciones	Se analiza el precio de la acción durante una transacción de adquisición y se compara con los precios de la misma acción observados en las siguientes semanas. El diferencial entre ambos precios debe constituir la prima dado que el valor intrínseco de la compañía no debe variar en un tiempo corto.
Basadas en “dual shares”	Prima de control definida como la diferencia entre el precio de las acciones con derecho a voto con respecto a las acciones sin derecho a voto.

Fuente: BVL y Apoyo Consultoría, 2011.

Elaboración: Propia, 2018

Dyck y Zingales (2002) determinaron que la prima de control se ubicaba en promedio en 14%, mientras que para Latinoamérica en 30%. La investigación se realizó en base a una medida de beneficios privados de control en 39 países basados en 412 transacciones de control entre 1990 y 2000. En este estudio se halló que la prima oscila entre el 5%+ el 65% con un promedio de 14%. En Latinoamérica, en promedio, la prima de control se ubica en 30%. La prima de control suele ser mayor en países que protegen menos al inversionista minoritario.

Anexo 21. Cálculo del valor terminal

Se empezó con la aplicación del Modelo de Gordon, el cual brinda un crecimiento nominal del 6%. Lamentablemente el payout ratio fluctúa entre niveles de 28% y 15% por lo cual dicha tasa de crecimiento no resulta una tasa consistente.

Dado que la leche está incluida dentro de la canasta básica familiar y tiene una relación estrecha con el consumo, el cual es un componente importante del PBI, se decidió utilizar la encuesta de expectativas macroeconómicas. En dicha encuesta el esperado crecimiento del PBI se encuentra entre 3,8% y 3,975%. Se escogió el promedio de 3,8% entre ambos valores, y posteriormente se realizó el ajuste por inflación resultando un “g” de 4,28%. Esta tasa es consistente en términos reales con la tasa del bono soberano peruano de 10 años

Por otro lado, se calculó el flujo de caja normalizado para el valor terminal, con términos promedio que representan todo un ciclo económico de la empresa. Así, el cálculo de la perpetuidad asciende a S/ 310.800 miles al 2027 y representa un múltiplo implícito de 5,7x EBITDA. Dicho múltiplo está alineado con el múltiplo más reciente de 2,2x.

Tabla A. Múltiplos de salida implícitos y valor terminal utilizando g

Miles Soles	
Año 2017	
Equity Value vía Market Cap	75,304
(-) Caja	-4,454
(+) Deuda (valor mercado)	46,042
(-) Activo	22
Enterprise Value (precios cotiza)	116,914
Ebitda 2017	52,317
EV / Ebitda =	2.2 x

Miles Soles	
Año 2027	
Múltiplo de Salida implícito	
Enterprise Value vía DCF (apro)	310,800
Ebitda 2027	54,990
EV / Ebitda =	5.7 x

Año 2027	
Equivalencia de Valor Terminal como múltiplo de salida (2017)	122,888
Valor terminal usando g = 4%	310,800

Fuente: Bloomberg, 2017.
Elaboración: Propia, 2019.

Anexo 22. Discusión de la tasa de descuento⁶

Según Samuel Mogru (2006), la tasa de descuento puede ser aproximada de múltiples formas dependiendo que tan diversificado o no se encuentre el portafolio de inversiones de la compañía. La tasa de descuento también puede ser entendida como el costo de capital requerido por inversionistas institucionales imperfectamente diversificados, o como el rendimiento requerido por empresarios no diversificados. En economías divergentes como las Latinoamericanas donde existen inversionistas institucionales que transan intensamente en los mercados bursátiles, estos no se encuentran verdaderamente diversificados ya sea por razones legales o por temor a perder su posición competitiva.

De acuerdo a lo reportado por Bekaert *et al* (1998), la principal característica de los mercados en Latinoamérica es que las distribuciones de los rendimientos bursátiles manifiestan asimetría negativa y exceso de curtosis, lo que significa que es más probable tener rendimientos por debajo del promedio y estos suelen tener valores extremos. Esto es una mala noticia para el uso del MEAF, ya que los mercados emergentes latinoamericanos no se comporta de acuerdo con una distribución normal, por lo que abre las puertas para validar el CAPM a partir de ciertas características en función de utilidad del inversionista representativo.

En un mercado emergente es importante la estimación de la prima de riesgo de mercado, ya que un error representaría un 90% del error en la estimación total cometido al estimar el costo de capital mediante el MEAF (Ferson y Locke, 1996).

Como lo indica Dimson *et al.* (2003), la prima de riesgo de mercado debe corresponder al horizonte histórico más largo y debe contener eventos positivos y negativos, esto permitirá reducir el error estándar cometido y precisar de manera adecuada la magnitud de la prima de riesgo de mercado.

El problema es que en mercados emergentes Latinoamericanos la prima de riesgo histórica de mercado suele ser negativa debido a la alta volatilidad de los rendimientos y al corto horizonte histórico de la data (Pereiro 2001). Por ello, muchas de las propuestas para aplicar el MEAF en mercados emergentes se inician con una aplicación en mercados desarrollados y luego se realizan ajustes al valor obtenido para obtener un valor apropiado para los mercados emergentes.

Otro problema es que los mercados accionarios son poco líquidos y la data bursátil posee una excesiva volatilidad, por lo que no se puede estimar el riesgo sistemático (Beta) de estos sectores económicos, debido a que la mayoría de los títulos son ilíquidos.

⁶ Mongru, 2006.

Notas biográficas

Karina Aidé Cabrera Chinchayán

Nació en Pacasmayo, el 20 de julio de 1984. Es Contadora Pública por la Universidad Nacional de Trujillo (UNT), a cuenta con estudios de Diplomado y Programas de Especialización en Finanzas corporativa y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en la Universidad ESAN y es miembro del Colegio de Contadores Públicos de la Libertad. Cuenta con más de 10 años de experiencia en el sector Construcción, Servicios de telecomunicaciones y Banca, en el área de contabilidad y finanzas. Actualmente se desempeña con Analista Senior de Contabilidad y Finanzas en Conalvías Construcciones S.A.S. Sucursal Perú.

Jessica Rossana Caruajulca Marín

Nació en Lima, el 08 de enero de 1975. Es Contadora Pública por la Universidad Ricardo Palma y miembro del Colegio de Contadores Públicos del Perú. Cuenta con más de 15 años de experiencia en el área contable. Actualmente se desempeña como jefe de administración y contabilidad en Marco Aldany Perú S.A..

Mackyori Jameli Huanca Estofanero

Nació en Puno, el 26 de febrero de 1986. Es Contadora Pública por la Universidad Nacional Federico Villarreal (UNFV), adicionalmente cuenta con Diploma en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en la Universidad de Lima y una especialización en Contabilidad para Empresas de Seguro en la Escuela de Negocios de Rímac Seguros. Es miembro del Colegio de Contadores Públicos del Perú. Cuenta con más de 9 años de experiencia en el sector seguros, área de contabilidad. Actualmente se desempeña con jefe de Contabilidad de Inversiones y NIIF en Rímac Seguros.

