



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

**Escuela de
Postgrado**

VALORIZACIÓN DE LECHE GLORIA S.A.

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

Presentado por:

Srta. Rosa Victoria Avellaneda Calderon

Sr. Marco Alex Camacho Aponte

Sr. Pedro Rafael Silva Montero

Asesor: Profesor Fabricio Neciosup Llontop

[0000-0003-0276-4031](tel:0000-0003-0276-4031)

Lima, julio de 2023

REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO

A través del presente, MARCO FABRICIO NECIOSUP LLONTOP deja constancia que el trabajo de investigación titulado “VALORIZACIÓN DE LECHE GLORIA S.A.” presentado por Doña ROSA VICTORIA AVELLANEDA CALDERON, Don MARCO ALEX CAMACHO APONTE y Don PEDRO RAFAEL SILVA MONTERO, para optar el Grado de Magíster en Finanzas fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin del programa Blackboard, el 26 de agosto de 2023, dando el siguiente resultado:

Tesis Gloria

INFORME DE ORIGINALIDAD

20%

INDICE DE SIMILITUD

20%

FUENTES DE INTERNET

2%

PUBLICACIONES

7%

TRABAJOS DEL
ESTUDIANTE

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a todos los profesores que nos compartieron todos sus conocimientos para la elaboración de nuestro trabajo.

RESUMEN EJECUTIVO

En el presente trabajo de investigación se busca hallar el valor objetivo de la acción de inversión de la empresa Leche Gloria S.A. (en adelante, la empresa) al cierre del 2021. Para este objetivo, se utiliza la metodología del flujo de caja descontado tomando en consideración la proyección de Estados Financieros para los años 2022 al 2031. Se utilizaron como fuentes bibliográficas, los estados financieros auditados de los periodos 2017 al 2021, así como información de Apoyo & Asociados, del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), Bolsa de Valores de Lima (BVL) y bases de datos como Bloomberg, entre otras. Con el método de “flujo de caja descontado” se calculó un valor del WACC de 8.31% con el cual se obtuvo un valor para la acción de inversión de Leche Gloria de 7.37 soles, frente a un precio de 8.00 soles al cual cotizaba al cierre del 2021. La otra metodología utilizada como referencia fue el método de múltiplos comparables. En esta evaluación, se analizaron cinco empresas (Beijing, Dutch, Halwani, Savencia y Utrajaya Milk) que cumplen con algunas similitudes respecto de Leche Gloria donde se obtuvo un resultado de 11.88 soles por acción para el ratio EV/Ventas y 6.91 soles por acción para el ratio EV/EBITDA. Los resultados obtenidos muestran que la acción analizada cuenta con un potencial de crecimiento a partir de los múltiplos comparables, pero su precio de mercado se encuentra bastante cerca de su valor fundamental. Leche Gloria confirma así que es la compañía líder del sector y una de las más representativas e históricas en el Perú pese a haber sobrellevado una crisis sanitaria a nivel mundial como el COVID-19. Considerando los resultados de la valorización, se recomienda vender o mantener la acción de Leche Gloria.

Palabras clave: VALOR OBJETIVO; LECHE GLORIA; FLUJO DE CAJA DESCONTADO; ACCIÓN DE INVERSIÓN; COMPAÑÍA LÍDER.

ABSTRACT

In this research work, we seek to find the fundamental value of the investment stock of the company Leche Gloria S.A. (hereinafter, the company) at the end of 2021. For this purpose, we have applied the discounted cash flow methodology with the projection of Financial Statements for the years 2022 to 2031. The audited financial statements from 2017 to 2021, the information from Apoyo & Asociados, the Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), the Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), the Bolsa de Valores de Lima (BVL) and databases such as Bloomberg, were considered as bibliographic sources. With the discounted cash flow method and the WACC of 8.31%, the value for the investment stock of Leche Gloria resulted 7.37 soles, a different value compared to a price of 8.00 soles at the end of 2021. The other methodology applied as a reference was the comparable multiples method. In this valuation, five companies that have some similarities with Leche Gloria were analyzed (Beijing, Dutch, Halwani, Savencia and Utrajaya Milk). The result was 11.88 soles per share for the EV/Sales ratio and 6.91 soles per share for the EV/EBITDA ratio. The results show that this investment stock has upside potential from comparable multiples method, but its market price is quite close to its fundamental value. Thus, Leche Gloria confirms that it is the leading company in the sector and one of the most representative and historical company in Peru despite having endured a global health crisis such as COVID-19. Considering the results of the valuation, it is recommended to sell or hold the Leche Gloria stock.

Keywords: FUNDAMENTAL VALUE; LECHE GLORIA; DISCOUNTED CASH FLOW; INVESTMENT STOCK; LEADING COMPANY.

ÍNDICE

Agradecimientos	ii
Resumen Ejecutivo.....	iv
Abstract.....	v
Índice	vi
Índice de Tablas.....	viii
Índice de Gráficos	ix
Índice de anexos	x
Introducción.....	1
Capítulo I. Descripción del negocio	2
1.1 Líneas de negocios y productos.....	3
1.2 Tipos de clientes.....	4
1.3 Áreas geográficas	4
Capítulo II. Análisis del macroentorno	5
2.1 Macroambiente internacional.....	5
2.2 Macroambiente regional.....	5
2.3 Macroambiente doméstico	5
Capítulo III. Descripción y análisis de la industria.....	6
3.1 Análisis de Porter	7
Capítulo IV. Posicionamiento Competitivo y factores organizativos sociales.....	8
4.1 Posicionamiento competitivo.....	8
4.2 Factores organizativos y sociales.....	8
4.2.1 Gobierno Corporativo.....	8
4.2.2 Entorno y Responsabilidad Social.....	9
Capítulo V. Análisis Financiero y características de la inversión	10
5.1 Análisis financiero	10
5.1.1 Análisis de ratios financieros	10
5.2 Características de la inversión en la empresa	13
5.2.1 Tipo de inversión	13

Capítulo VI. Valorización	15
6.1 Supuestos de proyecciones	15
6.2 Justificación del método.....	19
6.3 Costo de capital	20
6.4 Métodos de valorización	22
6.4.1 Método de flujo de caja descontado	22
6.4.2 Método de múltiplos de empresas comparables	23
Capítulo VII. Análisis de Riesgos	25
7.1 Principales riesgos.....	25
7.2 Análisis de sensibilidad.....	25
Capítulo VIII. Resumen de la inversión	26
8.1 Conclusiones	26
8.2 Recomendaciones	26
Referencias bibliográficas.....	27

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Accionariado	3
Tabla 2. Ratios financieros.....	10
Tabla 3. Ratios de liquidez.....	11
Tabla 4. Ratios de eficiencia o gestión.....	11
Tabla 5. Ratios de rentabilidad.....	11
Tabla 6. Ratios de solvencia.....	13
Tabla 7. Rentabilidad BVL vs. Leche Gloria	13
Tabla 8. Producción nacional de leche evaporada	15
Tabla 9. Evolución del precio	16
Tabla 10. Precio pagado al productor de leche cruda	17
Tabla 11. Cálculo del costo del accionista	20
Tabla 12. Estados financieros proyectados	22
Tabla 13. Valor de la empresa	23

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Análisis de Porter	7
Gráfico 2. Ratios de rentabilidad	12

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1. Hitos históricos.....	30
Anexo 2. Participación en las ventas por producto	32
Anexo 3. Plantas industriales	33
Anexo 4. Producción del mercado peruano de productos agroindustriales	33
Anexo 5. Evolución de la importación de leche en polvo en términos de leche fluida 2015 – 2020 (Miles de toneladas)	34
Anexo 6. Utilización de Leche Fresca Total según empresa 2002-2014 (Participación Porcentual)	34
Anexo 7. Gasto en consumo de leche y cantidad consumida anualmente por hogar, 2015 vs. 2021 ..	35
Anexo 8. Demanda Global de Leches Industriales, 2014 a precios constantes de 2017	35
Anexo 9. Cadena de valor de Leche Gloria	36
Anexo 10. Valores de Leche Gloria	37
Anexo 11. <i>Stakeholders</i>	37
Anexo 12. Principales actividades de Responsabilidad Social	38
Anexo 13. Estados Financieros Leche Gloria 2017-2021	39
Anexo 14. Valorización por comparables	39
Anexo 15. Costo de capital	40
Anexo 16. Cálculo de la deuda	42
Anexo 17. Prima de valor	43
Anexo 18. Principales riesgos	44
Anexo 19. Matriz de riesgos	44
Anexo 20. Análisis de sensibilidad.....	45

INTRODUCCIÓN

La empresa peruana Leche Gloria S.A. se encuentra dedicada a la industria de elaborar, empaquetar, comprar, vender y comercializar toda clase de productos y derivados lácteos, productos alimenticios compuestos por frutas, legumbres y hortalizas, aceites y grasas con base en sustancias animales y vegetales, productos cárnicos, elaboración y conservación de pescado y de productos derivados de pescado, y toda clase de productos alimenticios y bebidas en general.

Leche Gloria S.A. es una subsidiaria de la empresa peruana Gloria Foods Jorb S.A., empresa que posee el 75.54% de su capital social. Asimismo, Racionalización Empresarial S.A. posee el 8.84%, personas naturales el 4.35%, y otros el 11.27%. Además, Gloria Foods Jorb S.A. es subsidiaria de Holding Alimentario del Perú S.A. (unidad del negocio lácteo del Grupo Gloria), empresa que posee el 99.9% de su capital social.

Los resultados de Leche Gloria S.A. en el año 2021 muestran una utilidad operativa de S/329.0 millones, inferior en 12.9% a la utilidad operativa del año 2020 de S/377.9 millones. Asimismo, la utilidad neta del ejercicio 2021 fue de S/226.3 millones, menor en 7.2% respecto a la utilidad neta del año 2020 de S/243.7 millones. El margen neto pasó de 6.7% en el 2020 a 6.0% en el 2021.

El valor de mercado de las acciones de Leche Gloria S.A. fue de S/8 por acción al 31 de diciembre de 2021, +8.11% de rentabilidad comparada con el precio al cierre del 2020 (S/7.4 por acción). Luego de la descripción del modelo de negocio, del análisis de los Estados Financieros y rentabilidad de la empresa, el objetivo de este trabajo de investigación es determinar el valor intrínseco de la acción a partir de la valorización de la empresa.

CAPÍTULO I. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

En el año 1941, la empresa General Milk Company Inc. constituye Leche Gloria S.A. (en adelante, la empresa) en Arequipa, y en el año 1942 se fabrica el primer tarro de Leche Gloria. Por otro lado, en 1967 el señor Vito Rodríguez funda la compañía José Rodríguez Banda S.A. (Jorbsa), dedicada al transporte de carga interprovincial terrestre, y es en el año 1978 que Jorbsa se convierte en proveedora de la empresa para el transporte nacional de sus productos. Asimismo, ese año se lanza al mercado las conservas de pescado, la avena y el café embolsados. Sin embargo, es en el año 1986 que los hermanos Vito y Jorge Rodríguez compran Leche Gloria a la empresa Nestlé y a la familia Berckemeyer convirtiéndose así en una empresa 100% peruana.

En los años 1993 y 1994 se produce la fusión de algunas de las compañías del Grupo Rodríguez con Gloria S.A. y se comienza a procesar leche UHT (lista para consumir). Además, en 1996 Gloria S.A. adquiere la mayoría de los activos de las plantas Pil La Paz y Pil Cochabamba en Bolivia; en ese mismo año, se comienza a funcionar la planta de acopio y refrigeración Majes en Arequipa. Asimismo, en 1998 se muda la oficina de Arequipa a Huachipa en Lima, y comienzan a operar las plantas de Cajamarca, Trujillo, Huacho y Lurín. A partir de los años 2009 y 2010, Gloria cambia su matriz energética de petróleo a gas natural y lanza al mercado la leche evaporada en bolsa marca Bonlé. Finalmente, en los años 2014 y 2015 Gloria recibe varias certificaciones internacionales entre las que se encuentran la Certificación FSSC 22000 (inocuidad de los alimentos) y OHSAS 18001 (Sistema de Gestión de la Seguridad y Salud en el Trabajo). En el año 2018 se lanza la marca Gloria en el mercado colombiano. En el anexo 1 se indican los hitos históricos más relevantes de Leche Gloria.

Leche Gloria S.A. es una subsidiaria de la compañía peruana Gloria Foods Jorb S.A., compañía que posee el 75.54% de su capital social. Asimismo, Racionalización Empresarial S.A. posee el 8.84%, las personas naturales el 4.35%, y otros el 11.27%. Además, Gloria Foods Jorb S.A. es subsidiaria de Holding Alimentario del Perú S.A. (unidad del negocio lácteo del Grupo Gloria), compañía que posee el 99.9% de su capital social. A continuación, se puede apreciar el accionariado de Leche Gloria.

Tabla 1. Accionariado

Accionista	Descripción	Participación
Gloria Foods Jorb S.A.	Empresa dedicada al transporte de carga terrestre	75.5%
Racionalización Empresarial S.A.	Empresa que desarrolla y presta servicios logísticos	8.8%
Personas naturales	Principalmente socios fundadores	4.4%
Otros	Otras empresas relacionadas e inversionistas	11.3%
Total		100.0%

Fuente: Estados Financieros Auditados. Elaboración propia 2023.

El proceso productivo de Leche Gloria inicia con el acopio de leche fresca. Según cifras de la empresa, se acopian 1.44 millones de litros diarios de leche fresca de 12 500 ganaderos, aproximadamente, provenientes de 600 pueblos, la cual es transportada a las plantas de enfriamiento y procesamiento pasando por el proceso de pasteurización. Este proceso se lleva a cabo para eliminar todas las bacterias que puedan haber obtenido en el proceso de ordeño o almacenamiento. Luego de ello, la leche pasa a ser procesada en sus distintas presentaciones y envasada para asegurar un largo periodo de mantenimiento en el mercado sin afectar su calidad. Seguidamente, la empresa se encarga de distribuir y comercializar sus productos a través de sus distribuidores hacia más de 230 000 puntos de venta mayoristas y minoristas en todas las regiones del país.

1.1 Líneas de negocios y productos

Leche Gloria S.A. (en adelante, la empresa) pertenece a la asociación económica “Grupo Gloria” que cuenta con más de 50 empresas, este se encuentra dividido en cuatro unidades: lácteos, cementos, papeles y agroindustria. Leche Gloria pertenece a la línea de lácteos y se dedica a la preparación, envase, manufactura, compra, venta, importación, exportación y comercialización de todo tipo de productos y derivados de los lácteos, productos a partir de sustancias animales y vegetales tales como compuesto de frutas, legumbres, hortalizas, aceites, grasas y todo tipo de productos alimenticios en general. La participación de cada producto en las ventas de la empresa se puede ver en el anexo 2.

- a. Leche evaporada: Es el producto bandera de la empresa, el cual representó el 58.2% y 58.8% de las ventas durante los años 2021 y 2020, respectivamente.
- b. Yogur: La segunda línea representativa de la empresa son los yogures, en los cuales existe una gama interna de sabores que en conjunto representan el 15.3% y 15.9% de las ventas durante los años 2021 y 2020, respectivamente. Asimismo, Leche Gloria es líder del mercado de yogur con una participación de mercado de 77.5% según cifras de la empresa.

- c. Leche Fresca UHT: En el 2021 y 2020 representó el 8.3% y 7.7% de las ventas, respectivamente.
- d. Derivados lácteos: En este rubro se encuentran el queso, la leche en polvo, la crema de leche, entre otros. En su conjunto representaron el 8.5% de sus ventas durante los años 2021 y 2020. Leche Gloria tiene una participación de 27% en el mercado industrial de quesos.
- e. Mercaderías diversas: En esta categoría se encuentran las bebidas no carbonatadas, envases metálicos, conservas, mermelada, panetones, entre otros. Esta categoría representó el 9.8% y 9.1% de las ventas durante el 2021 y 2020, respectivamente.

1.2 Tipos de clientes

En el año 2021, las ventas de Leche Gloria S.A. ascendieron a 3 771 447 soles. De este total, el 90.5% correspondieron a las ventas de la empresa a terceros. Debido a que Leche Gloria se encarga de distribuir productos de primera necesidad, cuenta con más de 200 000 puntos de venta. Por este motivo, utiliza los canales de venta tradicional y moderno, así, vende sus productos a través de distribuidores mayoristas y minoristas, desde hipermercados y supermercados hasta tiendas y bodegas pequeñas.

Seguidamente, el 6.9% de las ventas de Leche Gloria se hicieron mediante Deprodeca, empresa relacionada que distribuye y comercializa dentro y fuera de Perú. Asimismo, el 2.6% restante de las ventas se hicieron con otras empresas relacionadas.

1.3 Áreas geográficas

Leche Gloria cuenta con una amplia cadena de acopio y distribución que le permite llegar a todo el país. Para atender a todos sus proveedores y contar con una diversificación geográfica, la empresa cuenta con 23 centros de acopio y enfriamiento de leche. Asimismo, cuenta con seis plantas industriales como se puede ver en el anexo 3.

CAPÍTULO II. ANÁLISIS DEL MACROENTORNO

2.1 Macroambiente internacional

Luego de una caída del PBI mundial de -3.3% en el año 2020, el año 2021 cerró con un crecimiento de 6%. Asimismo, el año 2022 obtuvo un crecimiento de 3.4% y se proyecta que para el 2023 este sea de 2.8% según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional ([FMI], 2022). Por el lado de la inflación mundial, esta se situó en 4.7% en el 2021, en 8.7% en el 2022, y se espera que disminuya a 7% en el 2023 y a 4.9% en el 2024.

Según la FAO (2022), en el año 2020 la producción de leche ascendió a 887 millones de toneladas, siendo Asia la región con mayor producción (42%), seguida por Europa (26%), América (22%), África (6%) y Oceanía (3%). A nivel de países, los principales productores ese año fueron India (21%), Estados Unidos (11%), Pakistán (7%), China (4%), Brasil (4%), Alemania (4%) y Rusia (4%).

2.2 Macroambiente regional

Desde el año 2000 al 2020, el continente americano pasó de representar el 37% de la producción mundial de leche a tener un 22% debido principalmente al ascenso de Asia que pasó de 29% a 42% (FAO, 2022). En ese sentido, Brasil es el único país sudamericano que se encuentra entre los diez primeros (quinto lugar con el 4% de la producción –aproximadamente 12 millones de toneladas–). Según el reporte trimestral del Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego ([MIDAGRI], 2022), Argentina reportó 2 588 millones de litros en el primer trimestre 2022, lo cual representó un crecimiento de 1.6% en el mismo periodo del 2021.

2.3 Macroambiente doméstico

Luego de un crecimiento del PBI de Perú de 13.6% para el año 2021, el crecimiento del año 2022 fue de 2.7% (BCRP, 2023). Cabe resaltar que en el año 2021 existió un efecto rebote, ya que en el año 2020 el PBI había caído -11% debido a la pandemia. Asimismo, el año 2022 se vio afectado por una consistente subida de tasas de interés de referencia (pasó de 0.25% a 7.50%) que impactó en el crecimiento, sumado a una reducción en la inversión privada (0.0%) y en el gasto público (2.1%) según las proyecciones del BCRP.

Para el caso del sector lácteo peruano, según cifras del MIDAGRI (2022) la producción nacional de leche pasó de 1 903 toneladas en el 2015 a 2 182 toneladas en el 2021, es decir, tuvo un crecimiento de 14.7% acumulado (2.3% anual). En particular, la producción nacional de leche evaporada pasó de 473 toneladas en el 2018 a 468.8 en 2021, es decir tuvo una caída de -1% acumulada (-0.3% anual).

CAPÍTULO III. DESCRIPCIÓN Y ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Según cifras del MIDAGRI (2022), en el año 2021 la producción de leche evaporada alcanzó las 470 000 toneladas métricas (TM), la leche pasteurizada 160 000 TM y la leche condensada 4 800 TM. Los principales centros de producción fueron: Cajamarca con 378 000 TM de leche fresca, Arequipa con 359 000 TM, y Lima con 279 000 TM. En el anexo 4 se puede apreciar la producción del Mercado Peruano de Productos Agroindustriales. Como señala INDECOPI (2021) el 60% de la producción nacional de leche fresca se concentra en tres cuencas (norte, centro y sur) y esta producción se reparte 50% a la gran industria láctea, 40% a la industria láctea artesanal y 10% al autoconsumo de las familias ganaderas. Por tal motivo, la gran industria también importa leche en polvo como insumo para sus productos finales. Se estima que en promedio el 15% de la oferta total de insumos entre el 2015 y 2020 provino de las importaciones. Se puede observar la evolución de las importaciones en el anexo 5. Esta situación genera la molestia de algunos ganaderos que buscan limitar las importaciones de leche en polvo para recibir precios más altos por la leche fresca que ellos producen. En los últimos años el precio pagado a los ganaderos no ha crecido de una manera muy significativa, ya que cuentan con poco poder de negociación. Se explicará este punto en los supuestos de las proyecciones.

El mercado de productos lácteos en el Perú es bastante concentrado, ya que el abastecimiento de más del 90% depende de tres empresas: Gloria, Nestlé y Laive (Class & Asociados, 2022). Nestlé es una subsidiaria del grupo suizo que inició operaciones en el Perú en 1919 y cuenta con plantas en Lima, Chiclayo y Cajamarca. Por su parte, Laive fue fundada en 1910 y cuenta con dos plantas en Arequipa y dos en Lima. En los tres casos, estas empresas se encargan de toda su cadena productiva, empezando desde el acopio, pasando por el procesamiento, el envasado y hasta culminar con la distribución. Esto hace que sea sumamente difícil la entrada de nuevos competidores. En el anexo 6 se detalla la utilización de leche fresca por empresa (Gloria, Nestlé y Laive son las empresas que más compran estos insumos).

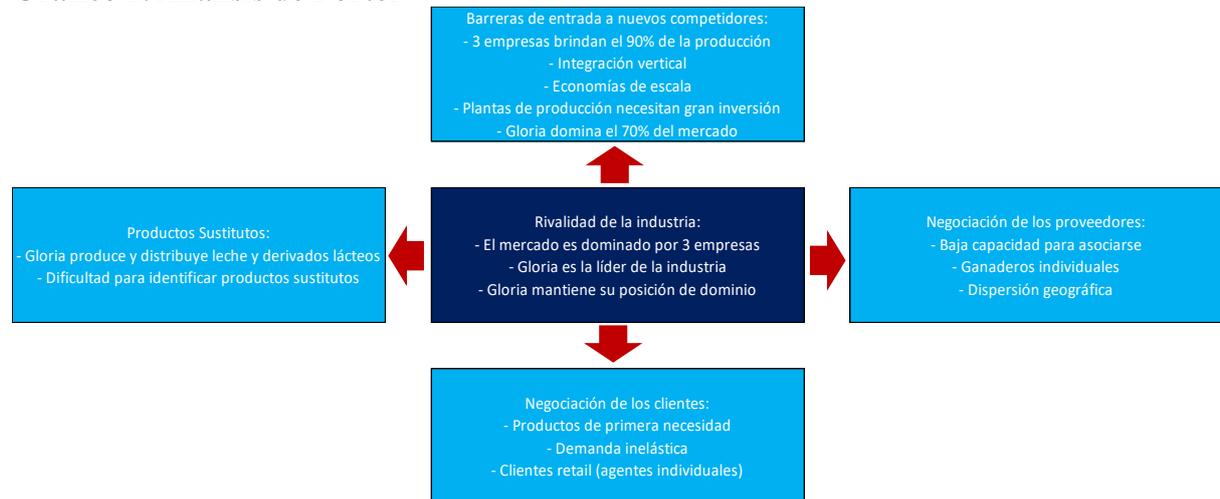
Por su parte, según cifras del INEI (INDECOPI, 2021), el gasto anual familiar promedio de leche pasó de S/ 440 en el 2015 a S/ 438 en el 2021 (ver anexo 7). Según el MIDAGRI (2021), el consumo anual per cápita de leche fluida en el Perú llegó a los 81 kilogramos en el año 2020. Los productos lácteos que se consumen en el Perú son principalmente la leche evaporada seguido por la leche pasteurizada, y luego de ellas, los derivados lácteos como son los yogurts

y los quesos. En el anexo 8 se puede apreciar la demanda global de leches industriales.

3.1 Análisis de Porter

Para describir el impacto de las cinco fuerzas de Porter en esta industria, a continuación, se muestra un esquema con las características propias de cada una.

Gráfico 1. Análisis de Porter



Fuente: Elaboración propia 2023.

Como se puede apreciar, Leche Gloria no observa ninguna amenaza a su posición de dominio por su tamaño dentro de la industria y sus economías de escala, sumado a las barreras de nuevos competidores. Asimismo, mantiene una gama de productos bastante amplia sumado a su poder de negociación frente a sus proveedores.

CAPÍTULO IV. POSICIONAMIENTO COMPETITIVO Y FACTORES ORGANIZATIVOS SOCIALES

4.1 Posicionamiento competitivo

El punto de inicio del posicionamiento competitivo de Leche Gloria son los ganaderos que producen la leche fresca, los cuales son parte fundamental para que Gloria tenga la capacidad de producir la cantidad de Leche que demanda el mercado. Por tal motivo, la empresa cuida sus insumos iniciales capacitando a estos proveedores esenciales. Luego de la recolección de leche fresca, Leche Gloria se encarga de la producción en sus plantas industriales. Seguidamente, la empresa continúa con la distribución a través de diferentes compañías de transporte, así como también de la comercialización en sus distintos puntos de venta.

Al respecto, la cadena culmina con el consumidor final, donde Gloria ofrece productos de alta calidad y alto valor nutricional, que forman parte de una dieta balanceada.

Gloria tiene un nombre reconocido en el mercado y mantiene altos estándares de calidad, los cuales brindan seguridad a los consumidores de leche en el Perú, siendo una empresa “madura” y con un posicionamiento de mercado sostenido en el tiempo.

La cadena de valor de Leche Gloria se puede observar en el anexo 9.

4.2 Factores organizativos y sociales

4.2.1 Gobierno Corporativo

La empresa cuenta con la información contable financiera disponible desde el quinto día útil del mes. Esto se da ya que dispone de una política que permite el control adecuado de los accionistas. Esta información cumple con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), que certifica que los accionistas y el mercado de valores tengan información veraz y oportuna. Por su parte, los accionistas y el Directorio acordaron que el auditor externo sea una de las compañías auditoras más reconocidas para así garantizar un adecuado control de los estados financieros.

Leche Gloria cumple con los estándares requeridos obteniendo puntajes apropiados en la última auditoría en la mayoría de los principios establecidos. Según la OECD16 existen 5 elementos clave que se deben cumplir en una empresa: un directorio fortalecido, una administración de riesgos y control interno clara, cumplir con la transparencia de la información, contar con una protección de derechos de integrantes, y cumplir con la sostenibilidad y permanencia de los

principios antes mencionados. Finalmente, se pueden apreciar los valores de Leche Gloria en el anexo 10.

4.2.2 Entorno y Responsabilidad Social

Leche Gloria se encuentra interesada en contribuir con la estabilidad y renovación de los recursos naturales, así como también con el progreso de las comunidades en las que participa (Leche Gloria, 2022). La empresa también busca colaborar con la población que forma parte de su sistema social. Como parte de estas actividades, se incluye aquellas que fomentan el desarrollo de la ganadería, la agricultura, la educación, la salud, el saneamiento y otras que favorezcan al cuidado del medio ambiente como al bienestar de la comunidad.

Las actividades de responsabilidad social están basadas en la misión, la visión y los valores compartidos de la empresa. Gracias a estas actividades, la empresa puede contribuir a la sostenibilidad de sus operaciones y al desarrollo de la sociedad en general. Leche Gloria considera como grupos de interés o *stakeholders* (ver el anexo 11) a todas aquellas personas, grupos, colectivos u organizaciones internas y externas que se ven afectadas, de forma directa o indirecta por sus actividades. Por esta razón, la empresa busca contar con una mayor relación con todos estos actores y tener una mayor presencia allí donde se llevan a cabo y se promueven sus operaciones productivas. Se pueden apreciar las principales acciones que Gloria realiza en el marco de la Responsabilidad Social en el anexo 12.

CAPÍTULO V. ANÁLISIS FINANCIERO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN

5.1 Análisis financiero

En este capítulo se hará un análisis financiero en detalle de Leche Gloria. Para ello, adicionalmente a los ratios, métricas e indicadores de la empresa, se hará uso de sus empresas competidoras, del mismo sector y del mismo país. En el mercado de leche y derivados lácteos en el Perú, Gloria es la compañía líder, y Nestlé y Laive son sus principales competidoras. Sin embargo, para utilizar una de ellas como referencia se seleccionó a Laive, ya que tiene una gama de productos muy parecidos a Gloria, además de que ambas son de origen peruano y no deben reportar a una casa matriz en el extranjero como es el caso de Nestlé. Asimismo, se identificaron algunas similitudes en términos financieros que se desarrollarán en los siguientes puntos.

5.1.1 Análisis de ratios financieros

La Tabla 2 muestra los ratios financieros de Gloria basados en los Estados Financieros históricos de los últimos cinco años (anexo 13).

Tabla 2. Ratios financieros

Crecimiento Anual		2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Ventas		-2.9%	2.2%	-2.3%	5.6%	4.2%	0.02
Ratios de Liquidez		2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Liquidez Corriente	AC/PC	1.66	1.30	1.60	1.40	1.62	1.51
Pueba Ácida	(AC-Inv)/PC	0.87	0.60	0.74	0.70	0.92	0.77
Prueba Defensiva	EEE/PC	0.10	0.05	0.06	0.12	0.45	0.16
Capital de Trabajo Neto	(AC-PC)/Vt	0.15	0.08	0.14	0.09	0.18	0.13
Ratios de Eficiencia o Gestión		2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Rotación de Cuentas por Cobrar	CpC/Vt	29	35	32	27	25	29
Rotación de Cuentas por Pagar	CpP/CV	43	50	37	36	40	41
Rotación de Existencias	CV/Inv	87	90	89	71	91	85
Ratios de Rentabilidad		2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Rendimiento sobre Activos (ROA)	UN/Activos	6.5%	4.9%	4.5%	7.7%	9.3%	6.6%
Rendimiento sobre Capital (ROE)	UN/Patrimonio	12.5%	10.4%	9.5%	13.2%	26.1%	14.3%
Margen Ebitda		12.3%	10.8%	10.7%	13.4%	11.5%	11.7%
Margen Operativo	UOp/Vt	9.7%	8.1%	7.5%	10.4%	8.7%	8.9%
Utilidad Bruta	UBt/Vt	28.1%	19.8%	18.7%	20.4%	18.7%	21.1%
Utilidad Neta	UN/Vt	6.0%	4.6%	4.3%	6.7%	8.7%	6.1%
EBITDA		422,449	378,155	366,119	484,324	435,432	417,296
Ratios de Solvencia		2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Deuda	Pasivos/Activos	49%	53%	53%	41%	65%	52.0%
Apalancamiento	Deuda/Patrimonio	94%	111%	111%	71%	182%	113.8%

Fuente: Estados Financieros Gloria. Elaboración propia 2023.

a) Liquidez Corriente

En el ratio de liquidez corriente se observa una subida ligera en el 2021 respecto al 2020 (1.62 y 1.40, respectivamente). Asimismo, este se encuentra por debajo del promedio

de los últimos cinco años. Laive tiene un ratio de liquidez de 1.12, el cual es inferior a Gloria.

Tabla 3. Ratios de liquidez

Ratios de Liquidez		Gloria	Laive
Liquidez Corriente	AC/PC	1.62	1.12
Pueba Ácida	(AC-Inv)/PC	0.92	0.55
Prueba Defensiva	EEE/PC	0.45	0.19
Capital de Trabajo Neto	(AC-PC)/Vt	0.18	0.03

Fuente: Estados Financieros Auditados. Elaboración propia 2023.

b) Eficiencia

Entre las cuentas por cobrar y cuentas por pagar, se visualiza una gestión comercial saludable, ya que las cuentas por cobrar se ejecutan en menos tiempo que las cuentas por pagar. Laive tiene una mejor posición debido a que sus cuentas por pagar se ejecutan en un plazo mayor al doble del periodo de sus cuentas por cobrar.

La rotación de existencias de Gloria ha ido variando. El 2021 tuvo el periodo más largo de rotación de los últimos 5 años; por otro lado, Laive tiene un periodo más corto.

Tabla 4. Ratios de eficiencia o gestión

Ratios de Eficiencia o Gestión		Gloria	Laive
Rotación de Cuentas por Cobrar	CpC/Vt	25	63
Rotación de Cuentas por Pagar	CpP/CV	40	163
Rotación de Existencias	CV/Inv	91	71

Fuente: Estados Financieros Auditados. Elaboración propia 2023.

c) Rentabilidad

En términos de rentabilidad, Leche Gloria presenta una rentabilidad alta si es que se compara contra sus competidores en el mercado. Para ello, así como en los puntos anteriores, se comparan los ratios de Leche Gloria contra Laive.

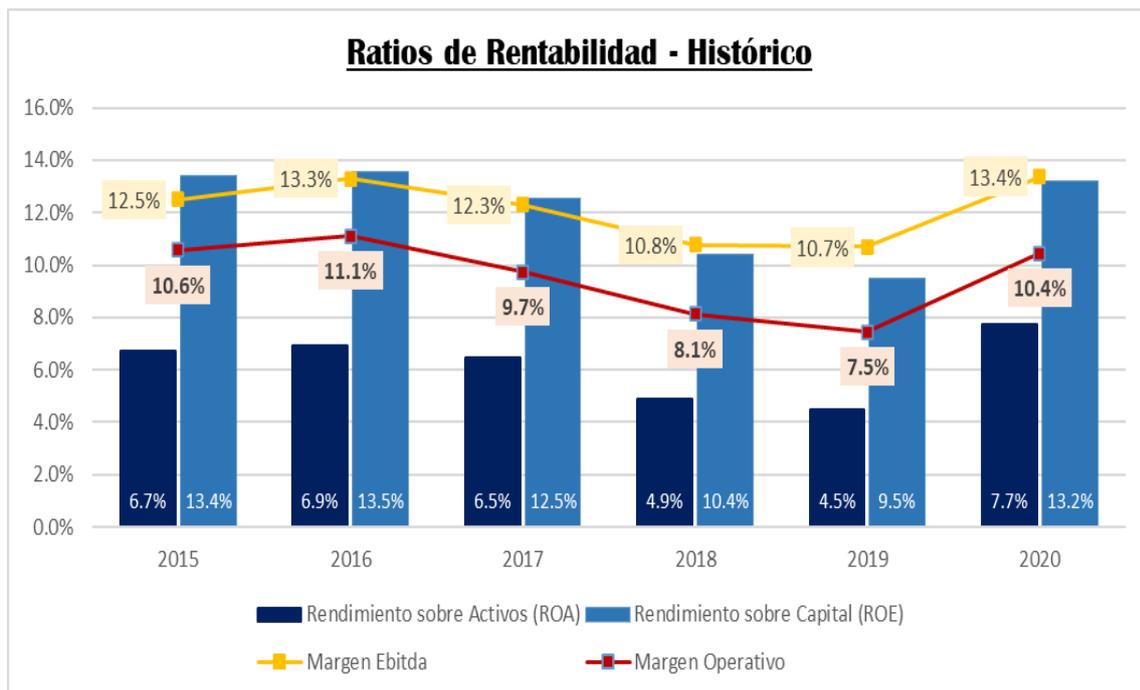
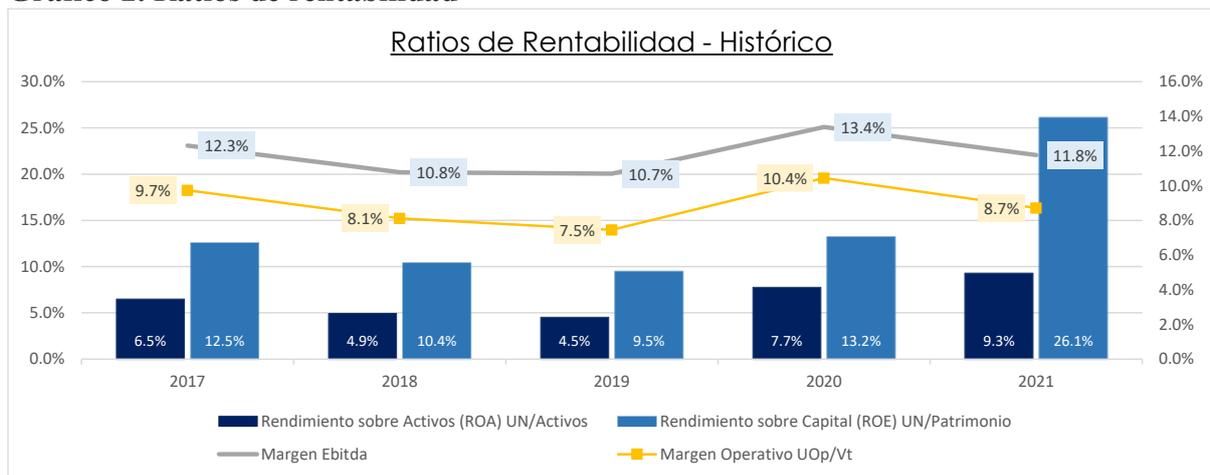
Tabla 5. Ratios de rentabilidad

Ratios de Rentabilidad		Gloria	Laive
Rendimiento sobre Activos (ROA)	UN/Activos	9.3%	2%
Rendimiento sobre Capital (ROE)	UN/Patrimonio	26.1%	5%
Margen Ebitda		11.5%	8%
Margen Operativo	UOp/Vt	8.7%	4%
Utilidad Bruta	UBt/Vt	18.7%	21%
Utilidad Neta	UN/Vt	8.7%	2%
EBITDA		435,432	51,380

Fuente: Estados Financieros Auditados. Elaboración propia 2023.

Como se puede apreciar, Laive supera ligeramente a Leche Gloria en margen bruto (22% vs. 8%). Sin embargo, en las demás métricas se puede observar que Leche Gloria es más rentable que Laive. Esto se da porque el margen operativo y margen neto ganado por Gloria es superior. Por lo antes mencionado, se puede deducir que los costos operativos son mayores en Laive, lo cual le resta utilidad. Por este motivo, la utilidad neta de Leche Gloria es de 7% mientras que en Laive es de solo 1%. Asimismo, los ratios de ROA y ROE también son mucho más altos en Gloria que en Laive.

Gráfico 2. Ratios de rentabilidad



Fuente: Estados Financieros Auditados. Elaboración propia 2023

d) Solvencia

Para los ratios de solvencia se analizan tanto el ratio de deuda como el ratio de apalancamiento, comparando Leche Gloria con Laive.

Tabla 6. Ratios de solvencia

Ratios de Solvencia		Gloria	Laive
Deuda	Pasivos/Activos	65%	55%
Apalancamiento	Deuda/Patrimonio	182%	123%

Fuente: Estados Financieros Auditados. Elaboración propia 2023.

En términos de endeudamiento, Leche Gloria se encuentra ligeramente por encima de Laive (65% vs. 55%). Mientras que en apalancamiento, calculado como pasivo entre patrimonio, se observa que Leche Gloria tiene más deuda. Al parecer Laive a partir de estos resultados se muestra como una empresa más solvente..

5.2 Características de la inversión en la empresa

5.2.1 Tipo de inversión

Las inversiones de Leche Gloria en el mercado se centran en dos frentes:

- i) Buscar nuevos mercados en el extranjero y en los países que ya se encuentra operando. Su inversión está orientada en ganar mayor representatividad respecto de sus competidores.
- ii) La inversión en el mercado local se centra en buscar nuevos productos que tengan una aceptación importante en los clientes potenciales.

De lo expuesto, se puede observar que las inversiones principales de Leche Gloria no están vinculadas a buscar un mayor mercado de leche evaporada en el Perú, sino buscar nuevos nichos de negocio en el extranjero¹ e insertar nuevos productos en el mercado local (distinto a leche evaporada).

Por su parte, la acción de inversión de Leche Gloria ha tenido un desempeño bastante volátil los últimos años, comparada con la rentabilidad de la Bolsa de Valores de Lima, como se puede apreciar en la Tabla 7.

Tabla 7. Rentabilidad BVL vs. Leche Gloria

Fecha	Rentabilidad Bolsa de Valores de Lima	Rentabilidad acción de inversión Gloria
Dic-17	28.31%	-4.41%
Dic-18	-3.12%	6.15%
Dic-19	6.08%	-17.39%
Dic-20	1.44%	29.82%

¹ Leche Gloria ya se encuentra operando en Bolivia y Ecuador.

Dic-21	1.39%	8.11%
Acumulada	35.62%	17.65%
Rent. anual	6.28%	3.30%
Últ. 3 años (acum.)	9.10%	15.94%
Últ. 3 años (anual)	2.95%	5.05%

Fuente: BVL. Elaboración propia 2023.

Mientras que Leche Gloria tenía una rentabilidad negativa de -4.41% en el 2017, la BVL tenía una rentabilidad de 28.31%. Asimismo, su rentabilidad acumulada a 5 años fue de 17.6% comparado con un 35.6% de la BVL. Finalmente, la rentabilidad anual de los últimos 3 años fue de 5% comparada con la rentabilidad anual de la BVL que fue de 3%.

Adicionalmente, Leche Gloria ha venido repartiendo dividendos en los últimos años de manera estable. En el año 2017 la tasa de reparto de dividendos por acción ascendió a 5.2%, en el 2018 a 8.5%, y en el 2019 a 11%. En el 2020 esta tasa se ajustó a 3%, para ser compensada en el 2021 con un pago de 9.4% en junio y un dividendo extraordinario de 24.5% en agosto 2021.

En la política de dividendos de Leche Gloria se establece que estos serán aprobados en Junta General de Accionistas siempre y cuando no afecten la situación financiera de la empresa, es decir, no afecten la solvencia y crecimiento de la misma.

CAPÍTULO VI. VALORIZACIÓN

6.1 Supuestos de proyecciones

Ventas: El análisis fue realizado sobre la leche evaporada, la cual representa entre el 58% y 60% de la venta de Gloria². Para realizar esta evaluación, se tomarán en cuenta dos factores relevantes que permitirán proyectar objetivamente las ventas:

- i) Producción nacional de leche evaporada y,
- ii) Precio por tarro de la leche evaporada.

Asimismo, un punto importante de mencionar, por el cual se evaluará solo la leche evaporada, es la marcada preferencia de los consumidores peruanos por esta **presentación**, es así que alrededor del 80% del público peruano prefiere leche evaporada por encima de la leche fresca o en polvo (Bernaola et al., 2019).

Respecto de la producción nacional de leche evaporada, según el MIDAGRI, se observa que desde el año 2016 al 2021, la producción se ha mantenido constante en el tiempo:

Tabla 8. Producción nacional de leche evaporada

2016	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio de crecimiento:	Comentario:
469,907	459,133	473,417	455,242	472,959	468,753	465,842	La producción es constante según
	-2%	3%	-4%	4%	-1%	-0.004%	el promedio de los últimos 5 años.

Fuente: MIDAGRI. Elaboración: Dirección Nacional de Promoción e Investigación de la Libre Competencia del Indecopi.

Lo señalado en el párrafo anterior es respaldado por los reportes del INEI (INDECOPI, 2021).

Asimismo, respecto a la cantidad de leche evaporada comprada por cada familia en el Perú, esta se ha mantenido constante entre los años 2015 y 2021 con una mediana de 41.3 kg y 40.3 kg, respectivamente.

Una de las explicaciones del “porqué” la producción de leche evaporada se mantiene constante en el Perú, es por la existencia de muchos productos sustitutos con un precio menor, por ejemplo; la soya, la avena, entre otros. En línea con lo señalado, el objetivo actual de Leche Gloria, al ser una empresa madura en el mercado, es mantener su participación en el mercado de leche evaporada buscando insertar al mercado nuevos productos.

² Para realizar esta evaluación se ha revisado la información de ventas por el ejercicio 2020 y 2021 abriendo el análisis por línea de productos.

En lo que respecta al precio de leche evaporada, este sí ha sufrido un incremento desde el año 2016 al 2022, el cual representa en promedio un 2.47%. Esto es explicado principalmente por el incremento del precio pagado a los ganadores y productores de leche en el Perú, situación que genera un incremento en el costo de venta de Gloria; por ende, también debe de subir el “precio de venta”:

Tabla 9. Evolución del precio

Año	Precio	Variación
2016	2.78	
2017	2.93	5.40%
2018	2.91	-0.68%
2019	2.92	0.34%
2020	2.97	1.71%
2021	2.98	0.34%
2022	3.21	7.72%
Promedio	2.95	2.47%

Fuente: MIDAGRI. Elaboración propia 2023.

Luego de realizar esta evaluación, se realizó un análisis adicional, pero partiendo de la información de mercado, donde se consideró la producción nacional de leche evaporada y la representatividad de producción que tiene Leche Gloria en el mercado “canal tradicional”.

Al respecto, Leche Gloria maneja una participación de 79.6% del canal tradicional, este “canal” representa el 80% de la producción total de leche evaporada en el Perú, para lo cual se realizó el siguiente procedimiento:

- i) Se multiplicó al total de producción de leche evaporada a nivel nacional por el 80% que representa el “canal tradicional”.
- ii) Al resultado del primer punto, se lo multiplicó por el 79.6% que es la representación de Leche Gloria en el mercado “canal tradicional”.
- iii) Posteriormente, se dividió el valor de ventas de Leche Gloria según EE.FF., entre la producción determinada sobre la base de la representatividad de Leche Gloria en el mercado; esta división permitió conocer el precio de venta por tonelada de leche evaporada, que se convirtió a “precio por tarro” desde el 2018 al 2021.
- iv) Finalmente, se realizó el promedio geométrico de la variación del precio por tarro desde el 2018 al 2021, determinando un promedio de 2.38%.

De lo expuesto, el factor de crecimiento que se tomó para las proyecciones de las ventas fue de

2.38%, considerando para ello solo el crecimiento del **precio de venta** en los últimos años, ya que la producción de leche evaporada se mantuvo constante en el tiempo, según los reportes del MIDAGRI, así como la participación de Leche Gloria en el mercado.

Costo de venta: El costo de venta en la empresa crece en función del crecimiento de las ventas, esto considerando que el costo principal para la producción de leche evaporada es el precio pagado a los productores de leche cruda a nivel nacional. Se puede observar que desde el 2016 al 2020, el incremento del precio pagado al productor de “leche cruda” es del 2.38% como se puede observar a continuación:

Tabla 10. Precio pagado al productor de leche cruda

AÑO	PRECIO	% Crecimiento
2016	1.24	
2017	1.29	4%
2018	1.31	2%
2019	1.34	2%
2020	1.37	2%

Promedio 1.31 2.38%

Fuente: MIDAGRI. Elaboración propia 2023.

Los ingredientes de la leche evaporada son leche entera (cruda), emulsificante (lecitina de soya), estabilizantes (SIN 339 y SIN 407) y vitaminas A, C y D. Respecto de los ingredientes antes señalados, **la leche cruda representa el 90% del costo**, por ello se considera solo este componente para realizar las proyecciones respectivas; por ende, se está tomando como factor de crecimiento el 2.38%, el cual se encuentra alineado al porcentaje de crecimiento de las ventas, esto sobre la base de la información de mercado que se maneja.

Asimismo, el costo de ventas representa un 78% (promedio aritmético) del valor de venta, siendo este factor “promedio” el utilizado para realizar las proyecciones del costo, esto considerando que el crecimiento del precio de venta va en línea con el crecimiento del precio pagado a los productores de leche cruda.

Gastos administrativos, ventas: En los últimos 6 años se mantuvo constante y en promedio entre 4% y 8% respecto de las ventas, por ello que el factor de proyección se está manteniendo con el factor del año 2021:

- i) Para gastos administrativos 3.76% y

- ii) Para gastos de ventas 7.24%.

Activos circulantes: Respecto de los activos circulantes compuestos principalmente por caja, cuentas por cobrar e inventarios, se ha considerado para la proyección los siguientes supuestos:

- i) Respecto de la caja, se utilizaron los años 2018 y 2019 para realizar las proyecciones, dos años estables previos al COVID-19, ya que los años siguientes muestran saldos no habituales.
- ii) Respecto de las existencias, se multiplicó el costo de venta proyectado por el promedio de “rotación de existencias” desde el 2017 al 2021 (85 días), al resultado se lo dividió entre 365 días.
- iii) Respecto de las cuentas por cobrar comerciales, se multiplicó el valor de ventas proyectado por el promedio de “rotación de cuentas por cobrar” desde el 2017 al 2021 (29 días), al resultado se lo dividió entre 365 días.

Activo fijo: El activo fijo se ha proyectado incrementando el “costo del activo” con el promedio de inversiones realizadas durante los últimos 5 años (4.11% de crecimiento promedio). Se debe de tener en cuenta que sobre la base del análisis de venta realizado, la producción de leche no debería tener un crecimiento en los siguientes años; por ende, la planta de Leche Gloria no tiene la necesidad de cubrir mayor producción o demanda de leche evaporada por las razones explicadas en el punto de las ventas. El principal objetivo de la inversión en activo fijo es mantener la planta activa y en estado óptimo de operaciones. Se observa también que, en ciertos casos, cuando algunos activos no son necesarios para la producción, la compañía reclasifica ciertos bienes del activo fijo como “inventario”. El comportamiento de la inversión en Leche Gloria es constante y predecible.

Finalmente, la depreciación de los activos es prorrateada en función al peso del activo y el porcentaje que representa de la depreciación total por cada rubro.

Pasivo circulante e impuestos diferidos: Para proyectar estos dos rubros se consideran los años 2018 y 2019 (prepandemia), los cuales son estables a efectos de no distorsionar las proyecciones.

- i) Respecto del rubro “otros pasivos financieros” y “cuentas por pagar a entidades relacionadas”, se utilizaron los años 2018 y 2019 para realizar las proyecciones, dos años estables previos al COVID-19, ya que los años siguientes muestran saldos no habituales, además que son rubros no significativos en los Estados Financieros de

Leche Gloria.

- ii) Respecto del rubro “cuentas por pagar comerciales”, para efectos de las proyecciones, se multiplicaron las “compras proyectadas” con el promedio de rotación de las cuentas por pagar determinada sobre la base de los últimos 5 años (41 días), al resultado se lo dividió entre 365 días.
- iii) Respecto del rubro “otras cuentas por pagar”, para efectos de realizar las proyecciones, se multiplicaron las “compras proyectadas” con el promedio del peso de las compras por año sobre el rubro de “otras cuentas por pagar” desde el año 2017 al 2021.
- iv) Respecto del rubro “provisiones”, el cual representa el menor valor de todo el pasivo circulante, se utilizaron los años 2020 y 2021 para realizar las proyecciones, siendo años de “pandemia”, se observa que los saldos permanecen constantes y sin cambios importantes.

Deuda a largo plazo: Respecto de la deuda a largo plazo, se considera también el comportamiento de los años 2017 y 2021 a efectos de realizar las proyecciones para el año 2022, para lo cual se determina el porcentaje del nivel de deuda sobre el patrimonio de estos últimos 5 años, determinando un promedio de 55.1%, el cual se tomará como factor para proyectar los siguientes años.

6.2 Justificación del método

Para la valorización de Leche Gloria se utilizará el método de flujo de caja descontado. Se calcula la tasa de descuento con el método conocido como la estimación del costo promedio ponderado de capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*). En este método, se considera el costo de capital del accionista (K_e), así como también el costo de la deuda (K_d), ponderado por su peso dentro de la estructura de capital de la empresa analizada.

Para obtener como resultado este costo promedio ponderado se inicia el análisis con el cálculo del costo de capital del accionista. Para dicho fin, se utiliza el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que es el método más utilizado a nivel global que toma en consideración algunas variables de mercado como la tasa libre de riesgo, la prima de retorno promedio de mercado y el beta del sector y/o de la compañía analizada.

Asimismo, se incluirá como anexo el método de valorización por comparables como método alternativo. No se considera este método de valorización con mucho énfasis, ya que los

múltiplos de las empresas comparables seleccionadas suelen tener valores bastante dispares, debido a las diferentes condiciones del mercado de valores a nivel global, y de las características de las empresas en sus respectivos países. Se puede observar el cálculo en el anexo 14.

6.3 Costo de capital

En esta parte se mostrará el cálculo de la tasa de descuento para la valorización de Leche Gloria. La tasa de descuento de los flujos proyectados que se utilizará es el WACC de la empresa, que es el promedio ponderado del costo del accionista y el costo de la deuda tomando como peso la estructura de capital respectivo.

Para el cálculo del costo de capital se utilizan los siguientes datos y se aplica la fórmula correspondiente como se puede apreciar en el anexo 15.

Tabla 11. Cálculo del costo del accionista

Parámetro	Valor	Metodología
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	1.51%	Se toma el YTM del Bono del Tesoro Americano a diez años al 31 de diciembre del 2021
Prima por Riesgo de Mercado (Rm - Rf)	6.71%	Se extrae el dato de <i>risk premium</i> calculado por Damodaran como la diferencia de medias aritméticas de las acciones con los Bonos del Tesoro Americano
Beta de la compañía	0.92	Se calcula el beta a partir de las medias comparables del sector alimentos y lácteos a nivel global
Riesgo País	1.74%	Se extrae el diferencial de rendimientos del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG) de Perú tomado del BCRP
Costo del accionista	9.4213%	Se aplica la fórmula del CAPM: $Ke = Rf + (Rm - Rf) * beta + \text{Riesgo país}$

Fuente: Bloomberg, BCRP, Damodaran. Elaboración propia 2023.

Luego del cálculo, el costo del accionista en dólares asciende a 9.4213%. Para calcular el costo del accionista en soles se debe considerar la inflación de ambos países (Perú y Estados Unidos). Se multiplica este costo de capital por 1 + inflación de Perú dividido entre 1+ inflación de Estados Unidos. Para ambos casos, se tomó la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de los últimos diez años. Con ello, el resultado fue el siguiente:

$$9.4213\% * (1 + 2.8911\%) / (1 + 1.8853\%) = 9.5143\%$$

Este número será el que se utiliza dentro del WACC como el costo del capital propio.

a. Estructura de capital

El valor de mercado del patrimonio se calcula tomando el número de acciones totales (421 619 213), comunes y de inversión, multiplicado por el precio de cotización (S/8.00) al cierre del 2021. Asimismo, para el cálculo del valor de mercado de la deuda se toma como referencia tanto los pagarés como el bono de largo plazo, los gastos financieros anuales y el plazo promedio de la deuda como se puede apreciar en el anexo 16. Con ello, el ratio patrimonio entre deuda más patrimonio es de 75.74% y el ratio de deuda es de 24.26%. Asimismo, se toma como costo de la deuda la Tasa Interna de Retorno (TIR) de mercado del bono de la empresa al cierre del 2021 que es de 6.63%.

b. Cálculo del WACC

Con los datos calculados en los puntos anteriores, se pasa a calcular el costo promedio ponderado de capital para Leche Gloria con la siguiente fórmula:

$$\text{WACC} = R_d * (1-T) * (\text{Pasivo} / \text{Total Activos}) + R_e * (\text{Patrimonio} / \text{Total Activos})$$

$$\text{WACC} = 6.63\% * (1-31.42\%) * (0.2426) + 9.51\% * (0.7574) = 8.31\%$$

Aplicando la fórmula, el WACC calculado para Leche Gloria asciende a 8.31%. Este costo de capital se utilizará para descontar los flujos de caja para obtener el valor de la empresa.

6.4 Métodos de valorización

6.4.1 Método de flujo de caja descontado

En la elaboración de esta valorización se toma en consideración el método de flujo de caja descontado en donde se ha realizado la proyección de los resultados por 10 años partiendo desde el 2022. Para ello, se indicaron en el punto 6.1 los supuestos para estas proyecciones. Asimismo, en el anexo de costo de capital se indicaron las precisiones del cálculo del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) para utilizar esta tasa de descuento. Los flujos proyectados de los 10 años de evaluación son los siguientes:

Tabla 12. Estados financieros proyectados

Determinación del FCF*	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Utilidad Neta	208 471	216 166	210 758	218 799	222 273	224 195	228 796	232 131	235 408	239 175
Intereses Netos después de impuestos (+)	22 263	22 794	23 337	23 894	24 464	25 047	25 644	26 256	26 882	27 523
Utilidad neta desapalancada	230 733	238 959	234 096	242 692	246 736	249 242	254 441	258 387	262 290	266 698
Cambios en impuestos diferidos (+)	3 269	-1 876	-1 837	-1 798	-1 761	-1 724	-1 688	-1 652	-1 618	-1 584
NOPLAT	234 002	237 083	232 259	240 894	244 976	247 518	252 753	256 735	260 672	265 114
Depreciación (+)	130 471	135 832	141 414	147 224	153 274	159 572	166 129	172 955	180 061	187 460
Incrementos en Capital de Trabajo (-)	14 580	18 059	16 431	9 535	10 301	10 585	9 651	10 215	10 419	10 466
Inversiones (-)	110 896	115 453	120 197	125 136	130 278	135 631	141 204	147 006	153 046	159 335
FCF	238 997	239 404	237 044	253 447	257 671	260 874	268 027	272 469	277 268	282 773

* *Free Cash Flow* (Flujo de caja libre).

Fuente: Estados Financieros Auditados. Elaboración propia 2023.

Luego de las proyecciones, se continúa con el análisis para descontar estos flujos al cierre del 2021 y determinar el valor de la empresa y sus respectivas acciones.

Tabla 13. Valor de la empresa

WACC	8.31%
VP de FCF	1 689 554
Tasa de crecimiento terminal	2.38%
Valor Terminal en 2031	4 886 472
Valor Terminal en 2021	2 199 481
Valor de la empresa en Dic 2021	3 889 035
Precio estimado de la acción de inversión a partir del modelo FCF	7.37

Fuente: Estados financieros proyectados. Elaboración propia 2023.

Para distinguir el valor entre las acciones comunes y las acciones de inversión de Leche Gloria se realizó un cálculo de prima de valor entre acciones comunes y acciones de inversión de algunas de las empresas de la Bolsa de Valores de Lima, como se indica en el anexo 17. Este cálculo determinó que la prima de valor sea de 1.28 (las acciones comunes son en promedio 28% más caras que las acciones de inversión). Con estos cálculos se determinó que el precio de la acción de inversión de Leche Gloria asciende a S/ 7.37, mientras que el precio de la acción común asciende a S/ 9.42

6.4.2 Método de múltiplos de empresas comparables

Esta metodología cuenta con sus limitaciones como es el tratamiento contable particular de cada una de las empresas, la tasa impositiva de cada país, entre otros. Sin embargo, el resultado del cálculo por múltiplos comparables puede ser tomado de manera referencial como método alternativo al flujo de caja descontado.

Para este punto se tomaron en consideración las mismas empresas comparables que se utilizaron para el cálculo del beta. Con ellas se tomaron los múltiplos de valor de la empresa dividido entre ventas (EV/Ventas) y el valor de la empresa dividido entre EBITDA (EV/EBITDA).

Los datos por considerar fueron los siguientes:

Empresa	Leche Gloria
Ventas (miles millones de S/)	3.77
EBITDA (millones de S/)	329.05
Acciones comunes (millones)	383
Acciones de inversión (millones)	39
Acciones totales (millones)	422

Los múltiplos comparables fueron los siguientes:

Empresas	EV / Ventas	EV / EBITDA
Beijing Sanyuan Foods	1.55	25.08
Dutch Lady Milk	1.86	6.50
Halwani Bros	3.16	20.17
Savencia	0.28	4.27
Ultrajaya Milk	2.26	8.35
Promedio	1.82	12.87

Con el múltiplo promedio de EV/ Ventas los resultados fueron los siguientes:

EV / Ventas	Leche Gloria
EV (millones)	6 868.20
Precio acción común	15.21
Precio acción de inversión	11.88

Con el múltiplo promedio de EV/ EBITDA los resultados fueron los siguientes:

EV / EBITDA	Leche Gloria
EV (millones)	4 236.04
Precio acción común	8.84
Precio acción de inversión	6.91

Estos valores pueden ser usados de manera referencial. En el caso de EV/Ventas, el precio de la acción asciende a 11.88 soles por acción de inversión, mientras que en el caso de EV/EBITDA el precio de la acción resulta 6.91 soles por acción.

CAPÍTULO VII. ANÁLISIS DE RIESGOS

7.1 Principales riesgos

En esta sección se analizan los principales riesgos a los que está expuesta la empresa. En primer lugar, se realiza una descripción de los riesgos asociados (ver el anexo 18) y luego se clasifican estos riesgos tomando en consideración su probabilidad de ocurrencia y el impacto que generan en el día a día de la empresa (ver el anexo 19).

Se puede concluir que la empresa cuenta con una política de mitigación de riesgos, pero los riesgos presentes más altos vienen dados por el riesgo de tasa de interés por contar con líneas de endeudamiento de corto plazo y por el riesgo de suministros de insumos explicado por los desastres naturales y huelgas que la empresa no puede controlar.

7.2 Análisis de sensibilidad

Para observar cómo se comporta el precio de la acción de inversión ante cambios en algunas de las principales variables, se realizó un análisis de sensibilidad tomando en consideración la variación del WACC, así como también la variación del g (tasa de crecimiento terminal). Las variaciones consideradas van desde el -25% hasta el +25% con saltos de 5% (ver el anexo 20: Análisis de sensibilidad). Con un rango de variación del WACC entre el 6.23% hasta el 10.39%, mientras que el g fluctúa entre el 1.79% y el 2.98%, se puede observar que el precio de la acción de inversión puede oscilar dentro de un rango entre S/5.28 por acción hasta S/12.80 por acción. Como se puede observar en el anexo 17, la variación del WACC tiene un mayor impacto sobre la variación del precio de la acción. La variación del g es importante, pero no tan relevante como la variación del WACC.

CAPÍTULO VIII. RESUMEN DE LA INVERSIÓN

8.1 Conclusiones

Luego de realizar las proyecciones de flujos, el cálculo del WACC es de 8.31%, la tasa de crecimiento terminal de 2.38%, y el precio estimado por acción que se ha determinado es de 7.37 soles. Este precio resulta un precio razonable tomando en consideración que el precio de mercado por acción al cierre del 2021 fue de 8 soles. Siendo Leche Gloria una empresa madura y líder en el mercado, los resultados proyectados muestran un crecimiento positivo en el tiempo mostrando una solidez financiera y económica a lo largo del ciclo de vida de la empresa.

8.2 Recomendaciones

Al cierre del 2021, la acción de inversión de Leche Gloria cotizaba en la Bolsa de Valores de Lima en alrededor de los S/8. El resultado de este modelo de valorización arroja un precio estimado de S/7.37, razón por la cual, la recomendación es vender la acción de la empresa, ya que con este valor calculado se espera que el precio de la acción caiga en el futuro Sin embargo, a pesar de que el valor fundamental calculado sea menor al precio actual, se puede decir que Leche Gloria es una empresa estable, sólida y líder del mercado y que tiene perspectivas de crecimiento acordes con el crecimiento del PBI de Perú. Por tal motivo, al inversionista le puede resultar atractivo mantener la acción de Leche Gloria por ofrecer estabilidad en el crecimiento de la empresa en el tiempo, así como también un flujo de dividendos estable.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP] (2022). *Reporte de Inflación Panorama actual y proyecciones Macroeconómicas 2022-2023*. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2022/setiembre/reporte-de-inflacion-setiembre-2022-presentacion.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP] (2023). *Series Estadísticas - Indicadores de riesgo para países emergentes: EMBIG - Diferencial de Rendimientos del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG)*. <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/>
- Bernaola, V. J., Chavez, G., Flores, L. K., y Martínez, E. A. (2019). *Identificación y análisis de conflictos entre los actores de la cadena de suministros de la leche en el Perú* [Tesis de Maestría, Universidad ESAN]. Repositorio institucional de la Universidad ESAN. https://repositorio.esan.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12640/1648/2019_MASCM_16-2_01_T.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Class & Asociados (2022). *Fundamentos de Clasificación de Riesgos Leche Gloria S.A. al 31 de diciembre 2021*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Fundamentos%20CLASS%20Leche%20Gloria%20Dic%202021.pdf>
- Damodaran, A. (2022) *Historical returns: Stocks, Bonds & T.Bills with premiums*. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html
- Ernst & Young (2022). *Leche Gloria S.A. – Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2021 y de 2020 junto con el dictamen de los auditores independientes*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Leche%20Gloria%20SA%20Auditado.pdf>
- Fondo Monetario Internacional [FMI] (2022). *Perspectivas de la Economía Mundial - Afrontar la crisis del costo de vida*. FMI. Octubre. <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>
- Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual [INDECOPI] (2021). *Informe de Lanzamiento del Estudio de Mercado sobre el Sector Lácteo en el Perú*. <https://www.indecopi.gob.pe/documents/51771/6194832/Informe+Lanzamiento+Leche/4e4de918-4f25-ad5f-e014-80e13be3b682>
- Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual [INDECOPI] (2022). *Informe Preliminar Estudio de Mercado sobre el Sector Lácteo*

en el Perú. <https://www.indecopi.gob.pe/documents/51771/7911673/Informe+Preliminar+Estudio+De+Mercado+Sobre+El+Sector+L%C3%A1cteo+En+El+Per%C3%BA/a2eb0b2a-9133-4986-16c8-f1c7c608cb06>

Leche Gloria (2022). *Reporte de Sostenibilidad 2021*. <https://www.gloria.com.pe/images/Reporte%20de%20Sostenibilidad%202021.pdf>

Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego [MINAGRI] (2022). *Boletín Trimestral N° 01-2022 Leche y Derivados*. <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/3474939/Commodities%20Leche%20y%20Derivados%3A%20ene-mar%202022.pdf?v=1685571885>

Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura [FAO] (2022). *World Food and Agriculture – Statistical Yearbook 2022* <https://doi.org/10.4060/cc2211en>

ANEXOS

Anexo 1. Hitos históricos

Año	Hitos Históricos de Leche Gloria
1941	5 de febrero: Fundación. La empresa General Milk Company Inc. Constituyó la empresa Leche Gloria S.A. en la ciudad de Arequipa
1942	4 de mayo: Inicia la producción. Se fabrica el primer tarro de Leche Gloria. Este año se producen 52 000 cajas de 48 tarros con leche provista de solo 320 ganaderos y contando en la empresa con solo 65 empleados.
1950	Años 50 y 60: Fomento ganadero en el sur.
1967	Vito Rodríguez funda José Rodríguez Banda S.A. (Jorbsa), dedicada al transporte de carga interprovincial terrestre.
1970	Innovación: Épocas de avances e innovaciones entre las que destaca la puesta en marcha de esterilizadores y evaporadores de proceso continuo que incrementaron la capacidad productiva para lograr satisfacer la demanda de la población nacional.
1978	La empresa José Rodríguez Banda S.A. (Jorbsa) se convierte en proveedora de Gloria S.A. para el transporte nacional de sus productos Gloria S.A. propone al gobierno exportar los excedentes de su producción al Grupo Andino. Se produce una ampliación de la producción y se llega a un acopio de leche que sobrepasa los 100 millones de kilos. Gloria S.A. lanza al mercado, por primera vez, conservas de pescado, avena y café embolsados.
1986	Se inicia una nueva etapa: Los hermanos Vito y Jorge Rodríguez adquieren la empresa, hasta entonces propiedad de la familia Berckemeyer y la transnacional Nestlé. La empresa pasa a ser capitales 100% peruanos. Aunque los primeros años de la nueva administración de Gloria no fueron buenos para la economía nacional, se incrementó el acopio anual para la época de 149 millones de kilos de leche. Hoy se acopia casi 720 millones de kilos de leche fresca todo el año. Mejora de procesos: Se inicia una nueva etapa de perfeccionamiento y manejo de la calidad integral en todas las actividades en las que se incursiona, lo cual fue y es clave para el desarrollo actual.
1987	Se incrementó el acopio de leche anual para esa época: 149'180.495 kilos.
1993-1994	Se produce la fusión entre Gloria S.A. y algunas de las empresas que el Grupo Rodríguez había adquirido en forma paralela. La empresa se moderniza y simplifica su estructura interna, adecuándose a las nuevas circunstancias. Se refuerzan las acciones para la transferencia de tecnología a Gloria S.A. Se comienza a procesar leche lista para consumir (UHT). Se adquiere Industrial Derivados Lácteos, procesadora de leche UHT, crema de leche, quesos y jugos.
1995	Gloria S.A. , como parte de su espíritu innovador, reemplaza la lata del envase de la leche y adopta las latas Open Top.
1996	Inderlac S.A. se fusiona, por absorción, a Gloria S.A. Gloria S.A. adquiere la mayoría de los activos de la planta Pil La Paz y Pil Cochabamba, en Bolivia Entra en funciones la planta de acopio y refrigeración de Majes, Arequipa.
1998	Se inicia la mudanza de las oficinas principales de Gloria S.A., en Arequipa, a la Planta de Huachipa, Lima, que había culminado de construir su primera etapa. Entran a operar las plantas de Acopio de leche en Cajamarca (Cajamarca), Trujillo (La Libertad), Huacho (Lima) y Lurín (Lima).
1999	Comienzan a operar el Complejo Industrial de Huachipa. Gloria S.A. absorbe, por fusión, la empresa Camilac S.A. de Cajamarca. Se inicia la exportación de leche evaporada a Haití y a otros mercados de Caribe y Sudamérica. Entra a operar la Planta de Derivados Lácteos de Huachipa, Lima.
2002	Comienza a exportarse leche evaporada al mercado africano y también al mercado de Medio Oriente. Entra en funciones la planta de concentración de leche en Majes, Arequipa. Certificado ISO 9001: Gloria recibe la certificación ISO 9001 a los Sistemas de Gestión de Calidad para las sedes de Huachipa y Arequipa.
2003	Inicia sus operaciones la planta de concentración de leche en Trujillo, La Libertad. Comienza a funcionar la planta de acopio de leche El Empalme, en Cajamarca.

2004	Inician sus operaciones las plantas de acopio de leche de Chiclayo (Lambayeque), Virú (La Libertad), Huaral (Lima), Cañete (Lima) y Pisco (Ica).
2005	Abren sus operaciones las plantas de acopio de leche de Chota (Cajamarca), Catilluc (Cajamarca), San Lorenzo (Cajamarca) y Concepción (Huancayo).
2006	Inician sus actividades las plantas de acopio de leche Samán (Puno), Supe (Lima), Casma (Áncash) y Paján (La Libertad). Productos a base de soya: Se lanza al mercado la marca Soy Vida.
2007	Gloria inicia el acopio de leche fresca en Pampas Tayacaja en Huancavelica y en Ica. Planta de quesos en Tarapoto: Inicia operación la planta de quesos de lácteos San Martín en Tarapoto. ISO 22000: Gloria recibe la certificación ISO 22000 a los Sistemas de Gestión de la Inocuidad de los Alimentos para las plantas de Huachipa y Arequipa.
2009-2010	Gloria S.A. y Deprodeca S.A. adquieren la compañía Empaq S.A.C. Cambio de la matriz energética de petróleo a gas natural - Gloria, pensando en el cuidado del medio ambiente, implementa el gas natural en el complejo industrial de Huachipa, convirtiendo la planta en una de 31 misiones limpias. Leche evaporada en bolsa: Se lanza al mercado la leche evaporada en bolsa marca Bonlé.
2011	Gloria ingresa a acopiar leche fresca en los valles del Cusco. Siempre pensando en el cuidado del medio ambiente; se instala en el complejo industrial de Huachipa, la Planta de Cogeneración para producir nuestra propia energía de manera ecoeficiente.
2012	Producción de yogurt y refrescos en Arequipa. Se inauguran las plantas de yogurt y de refrescos en la ciudad de Arequipa para abastecer a Arequipa, Cusco, Tacna y Puno. Certificación BASC: Gloria recibe la certificación BASC (<i>Business Alliance for Secure Commerce</i>) sobre comercio seguro en la prevención de actividades ilícitas.
2013	Siempre manteniendo a la vanguardia tecnológica, ese año se realiza la robotización del paletizado de cajas de leche evaporada, en Huachipa. Nueva planta de leche condensada, en Huachipa.
2014-2015	Certificaciones Internacionales: 1. Certificación FSSC 22000. Avala la inocuidad de alimentos. 2. Certificación OHSAS 18001. Avala el Sistema de Gestión de la Seguridad y Salud en el Trabajo. 3. Certificación OHSAS 18001 sobre salud ocupacional. 4. Nueva prensa en Huachipa
2016	Se invierte cerca de 25 millones de dólares en la implementación de una línea de producción de leche evaporada de 200 000 para atender exclusivamente al Programa Nacional de Alimentación Escolar Qali Warma, apostando por esta iniciativa del Estado que busca llevar alimentación a millones de niños en todo el Perú. Leche condensada en empaque flexible: Se lanza la línea de leche condensada en empaque flexible (<i>doypack</i>) en Huachipa. Producción UHT en Arequipa: Se inaugura la planta para productos UHT listos para consumir.
2018	Lanzamiento de la marca Gloria en el mercado colombiano. Certificación OEA: Gloria recibe la certificación OEA (Operador Económico Autorizado) sobre comercio seguro en la prevención en actividades ilícitas.
2019	Línea Aséptica: con una inversión de USD 30 millones, esta nueva línea aséptica de soplado, llenado y envasado, en un ambiente totalmente cerrado y esterilizado, garantiza que los productos mantengan todas sus propiedades sin preservantes ni refrigeración, para que lleguen a todos los hogares del país con el más alto nivel de calidad. Documental “Hecho en Perú” producido por Discovery Channel.

Fuente: <https://www.gloria.com.pe/nosotros>. Elaboración propia 2023.

Anexo 2. Participación en las ventas por producto

CATEGORIAS	2020	% de participación	2021	% de participación	Variación 2021/2020
Leche Evaporada	2,129,385	58.80%	2,192,220	58.20%	3%
Leche fresca UHT	279,867	7.70%	314,415	8.30%	12.30%
Yogurt	573,715	15.90%	575,642	15.30%	0.30%
DERIVADOS LACTEOS : (Queso, Leche en Polvo, Crema Leche, Base Helados, Mantequilla, Manjarblanco, Condensada)	307,534	8.50%	320,448	8.50%	4.20%
BEBIDAS NO CARBONATADAS (Jugos, Refrescos, Té, Agua)	101,391	2.80%	96,194	2.60%	-5.10%
ENVASES METALICOS (Hojalata)	34,720	1.00%	35,540	0.90%	2.40%
MERCADERIAS (Conservas, Café, Mermelada, Compota, Azúcar, Panetón, Cereales, Barra de Cereal, Modificadores Lácteos, Gelatina, Snacks)	168,153	4.60%	154,766	4.10%	-8.00%
OTROS NO GIRO (Agropecuarios, Inseminación, Serv. Corporat., Otros)	24,014	0.70%	81,222	2.20%	238.20%
TOTAL GENERAL	3,618,779	100%	3,770,447	100%	4.20%

Fuente: Estados Financieros Auditados. Elaboración propia 2023.

Anexo 3. Plantas industriales

Planta	Operaciones
Huachipa (Lima)	Recepción, procesamiento, envasado y embalaje de leche evaporada, derivados lácteos, jugos de fruta, entre otros
Arequipa	Evaporación y producción de leche evaporada
Majes (Arequipa)	Concentra, evapora, y trata parcialmente la leche fresca
Arequipa II	Elabora yogurt y refrescos líquidos
Cajamarca	Acopia y concentra leche fresca y se elaboran derivados lácteos
Trujillo	Acopia, procesa y evapora leche fresca

Fuente: Class & Asociados. Elaboración propia 2023.

Anexo 4. Producción del mercado peruano de productos agroindustriales

Producto	Producción Miles TM		Variación (%)
	2021	2020	
Leche evaporada	468 752.81	472 959.30	-0.89%
Leche condensada	4 839.00	5 825.96	-16.94%
Leche pasteurizada	160 154.55	154 286.68	3.80%
Queso madurado	15 547.40	15 625.28	-0.50%
Queso fresco	6 678.78	6 550.14	1.96%
Queso mantecoso	525.76	460.89	14.07%
Mantequilla	5 939.21	7 078.95	-16.10%
Manjar Blanco	8 181.75	7 200.48	13.63%
Cremas	6 821.50	1 007.29	577.21%
Yogurt	164 429.71	174 010.55	-5.51%
Total Productos Lácteos	843 891.47	847 025.52	-0.37%

Fuente: INDECOPI (2021). Informe de Lanzamiento del Estudio de Mercado sobre el Sector Lácteo en el Perú.

Anexo 5. Evolución de la importación de leche en polvo en términos de leche fluida 2015 – 2020 (Miles de toneladas)

Año	Leche descremada en polvo	Leche entera en polvo	Total	Variación
2015	167	138	305	
2016	184	159	343	12.46%
2017	186	151	337	-1.75%
2018	237	215	452	34.12%
2019	183	184	367	-18.81%
2020	183	201	384	4.63%

Fuente: INDECOPI (2021). Informe de Lanzamiento del Estudio de Mercado sobre el Sector Lácteo en el Perú.

Anexo 6. Utilización de Leche Fresca Total según empresa 2002-2014 (Participación Porcentual)

Empresa	2002	2012	2013	2014
Gloria	72.30%	70.00%	69.30%	72.00%
Laive	9.00%	10.10%	10.60%	9.90%
Nestlé	12.30%	10.30%	10.70%	8.90%
P&D Andina	0.00%	1.10%	0.80%	0.80%
Otros	6.40%	8.50%	8.60%	8.40%
Total Utilización	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: INDECOPI (2021). Informe de Lanzamiento del Estudio de Mercado sobre el Sector Lácteo en el Perú.

Anexo 7. Gasto en consumo de leche y cantidad consumida anualmente por hogar, 2015 vs. 2021

Conceptos	2015		2021	
	Promedio	Mediana	Promedio	Mediana
Gasto anual familiar en consumo de leche (S/)				
Gasto total en consumo de leche	440.5	314.5	437.5	232.2
Hogares que consumen leche evaporada	459	338.6	446.2	355.2
Hogares que consumen leche fresca	427.4	338.7	406.9	298.3
Hogares que consumen leche en polvo	266.6	175.4	369.6	230.9
Cantidad de leche comprada anualmente por familia (kg)				
Cantidad total de leche comprada	65.1	47.5	57	40.3
Hogares que consumen leche evaporada	60.4	41.3	50.9	40.3
Hogares que consumen leche fresca	118	100.8	96.6	72
Hogares que consumen leche en polvo	11	6.1	12.2	9.6

Fuente: INEI – Enaho (2015-2021). Elaboración: Dirección Nacional de Promoción e Investigación de la Libre Competencia del Indecopi

Anexo 8. Demanda Global de Leches Industriales, 2014 a precios constantes de 2017

Tipo	Evaporada
Gasto de consumo final de hogares	77.70%
Demanda intermedia	14.10%
Variación de existencias	-2.80%
Exportaciones	11.00%
Demanda Global (S/. 2,572 millones)	100.00%

Tipo	Pasteurizada
Demanda intermedia	56.30%
Gasto de consumo final de hogares	39.20%
Gasto de consumo final de gobierno	0.80%
Variación de existencias	1.40%
Exportaciones	2.30%
Demanda Global (S/. 485 millones)	100.00%

Fuente: INDECOPI (2021). Informe de Lanzamiento del Estudio de Mercado sobre el Sector Lácteo en el Perú.

Anexo 9. Cadena de valor de Leche Gloria

Logística interna	Operaciones	Logística externa	Marketing y ventas	Servicio
<p>Leche Gloria cuenta con una amplia red de ganaderos a nivel nacional. La compañía se compromete a un mercado seguro con sus socios ganaderos y a mantener un acopio diario de leche. Para ello, se encarga de capacitar a familias enteras de ganaderos. Para hacer posible el acopio, Gloria cuenta hasta con 500 transportistas que recorren miles de kilómetros a nivel nacional.</p>	<p>Para el acopio de la leche fresca, Gloria cuenta con una red de recolección de camioneros porongueros (leche caliente), así como también con camiones cisterna (leche fría). Para la producción cuenta con cuatro plantas industriales (Lima, Arequipa, Cajamarca y Trujillo) y con alrededor de 1,500 colaboradores. La leche ingresa a las plantas para ser pasteurizada (se eliminan todas las bacterias que puedan haber ingresado) y luego envasada para garantizar la conservación y sus propiedades nutricionales.</p>	<p>Leche Gloria cuenta con 200 000 puntos de venta mayoristas y minoristas en todo el Perú. Gloria llega a través de transporte terrestre y en algunos casos hasta en transporte fluvial para llegar a los lugares más alejados, llevando leche evaporada y todos sus productos lácteos.</p>	<p>Los principales gastos en marketing y publicidad de Leche Gloria son destinados a medios de comunicación. Esto se da básicamente para mantener su posicionamiento de líder en el mercado (77.2% de las leches industrializadas). Sumado a ello, las ventas llegan a distintos puntos del territorio nacional gracias a que cuenta con miles de punto de venta.</p>	<p>En la búsqueda de satisfacer las necesidades de sus clientes, Gloria busca otorgar productos y servicios de alta calidad. Por tal motivo, es cuidadoso en la elaboración de sus productos, de manera de no tener problemas en la post-venta. Asimismo, todos los productos de Leche Gloria cuentan con una descripción, tanto en su empaque como en la página web.</p>

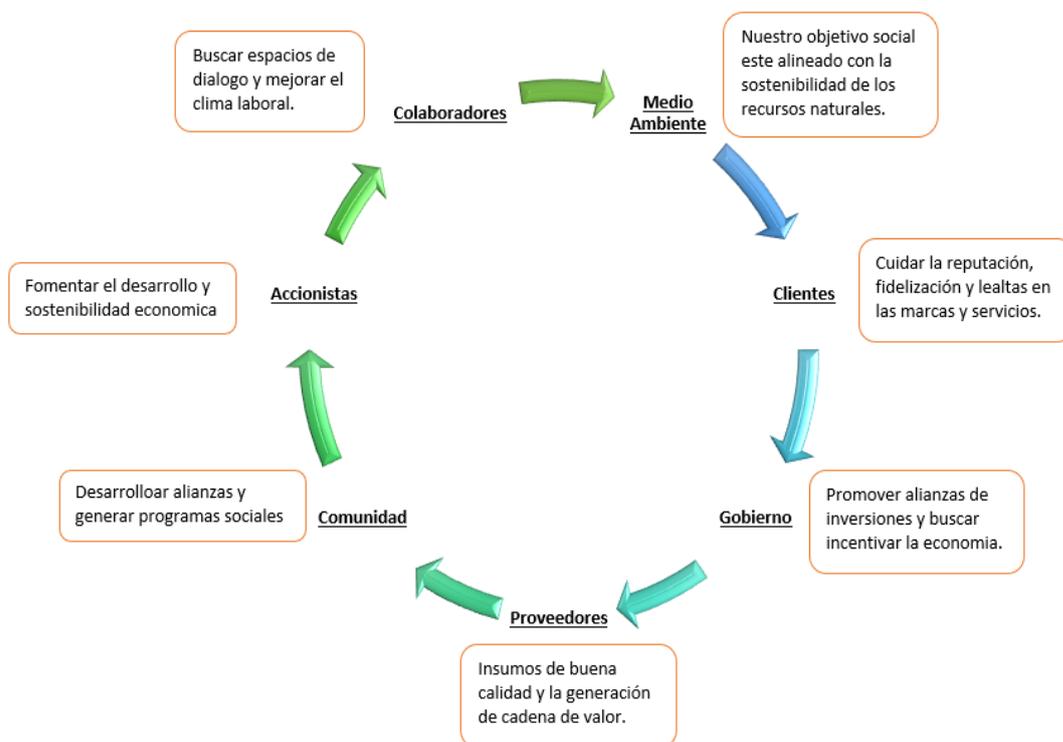
Fuente: <https://www.gloria.com.pe/Site/nuestrocompromiso/sociedad/cadena-de-valor>. Elaboración propia 2023

Anexo 10. Valores de Leche Gloria

Valor	Descripción
1. Cumplimiento de las obligaciones	Conducta honesta, transparente y ética.
2. Dedicación al trabajo	Fomentar una cultura de trabajo donde el esfuerzo y dedicación de los colaboradores se oriente a brindar servicios y productos de la más alta calidad.
3. Prudencia en la administración de los recursos	Reconocer la importancia de planificar y gestionar racionalmente los recursos de la Corporación para asegurar su solidez y continuidad en beneficio de sus proveedores.
4. Cultura del éxito	Trazar objetivos exigentes y trabajamos tenazmente hasta alcanzarlos.
5. Responsabilidad social	Reconocer que participan de un sistema social con el cual existe una interacción directa. Todas las decisiones y actos son congruentes con dicho sistema social.

Fuente: Página Web de Leche Gloria. Elaboración propia 2023.

Anexo 11. Stakeholders



Fuente: Reporte de sostenibilidad corporativa – Leche Gloria.

Anexo 12. Principales actividades de Responsabilidad Social

Actividades	Descripción
a. Programa de Desarrollo Ganadero	<p>Capacitación a ganaderos de las comunidades sobre mejorar la gestión, manejo y crianza del ganado, así como también el uso de nuevas técnicas y tecnología que les permitan hacer un uso eficiente de los recursos con los que cuentan, muy limitado en la mayoría de los casos, mejorando también con ello la extracción de leche en mayores volúmenes para que mejoren sus ingresos.</p> <p>En resumen, lo que Leche Gloria busca es realizar alianzas para fortalecer las cadenas lácteas locales integrándolas en cadenas de acopio y/o comerciales, brindando asesoría de campo a productores locales, implementando planes de capacitación o desarrollando encuentros para vincular a los pequeños ganaderos – los socios principales–, compartir experiencias y difundir esta información entre los diversos grupos de interés.</p>
b. Convenios educativos	<p>Implementación de sistemas de educación y capacitación bajo convenios con Institutos especializados en la formación de agrónomos para que esta sea más sólida y permanente.</p>
c. Desarrollo en los servicios básicos	<p>Mejorar los servicios básicos y de saneamiento vía la implementación de sistemas de agua potable y alcantarillado para las comunidades que carecen de estos servicios básicos.</p>
d. Programa de Empleabilidad	<p>Contribución al desarrollo de las comunidades donde opera mediante la generación de puestos de trabajo además del beneficio colateral a otras empresas que se desenvuelven en el mismo ámbito, logrando así una mejor articulación productiva en la región.</p>
e. Programa de Nutrición	<p>Las acciones de Leche Gloria tienen como base la investigación científica y se desarrollan productos nutritivos, accesibles a los diferentes grupos de consumidores, que respondan a los principales problemas de salud pública y que a su vez promuevan una Cultura Nutricional Sostenible.</p> <p>Organizar simposios internacionales donde se presentan los principales avances en nutrición (SIAN) y que son dirigidos a profesionales de la salud y cuentan con la presencia de expertos reconocidos a nivel mundial en el ámbito de la industria alimentaria, nutrición y salud.</p> <p>Asimismo, lograron implementar “El Paradero de la Buena Nutrición” o “Centro móvil de la Buena Nutrición”, iniciativa itinerante que, a nivel nacional, brinda educación alimentaria y nutricional a través de charlas teórico-prácticas enfocadas en la promoción de estilos de vida saludables y valoraciones nutricionales.</p>
f. Programa de Promoción del Cuidado Ambiental	<p>Conservación del medio ambiente, entendiendo la importancia del cuidado de este bajo programas de concientización a las comunidades como principales actores y vigilantes además de realizar campañas de forestación y otros de cómo afrontar el cambio climático siendo agentes de cambio y de manera positiva.</p>

Fuente: Reporte de sostenibilidad corporativa Leche Gloria.

Anexo 13. Estados Financieros Leche Gloria 2017-2021

Estado de Situación Financiera	2017	2018	2019	2020	2021
Activo Corriente	1,254,933	1,300,524	1,281,490	1,137,431	1,783,950
Efectivo y Equivalente de Efectivo	76,613	46,977	49,226	93,944	495,705
Existencias	598,755	700,691	690,527	565,307	770,695
Cuentas Por Cobrar Comerciales	273,195	338,387	300,090	270,800	258,958
Activo No Corriente	1,956,109	1,973,360	1,977,984	2,016,313	1,779,675
Cuentas Por Pagar Comerciales	298,164	394,367	284,713	289,932	337,593
Activo Total	3,211,042	3,273,884	3,259,474	3,153,744	3,563,625
Pasivo Corriente	755,711	1,003,833	802,619	814,819	1,100,356
Pasivo No Corriente	801,721	721,065	911,352	493,021	1,199,067
Pasivo Total	1,557,432	1,724,898	1,713,971	1,307,840	2,299,423
Patrimonio	1,653,610	1,548,986	1,545,503	1,845,904	1,264,202

Estado de Resultados	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	3,431,395	3,507,055	3,425,308	3,618,774	3,771,447
Costo de Ventas	- 2,467,801	- 2,813,716	- 2,785,260	- 2,879,305	- 3,064,450
Sin depreciación	- 2,393,876	- 2,737,783	- 2,693,003	- 2,790,686	- 2,970,977
Depreciación	- 73,925	- 75,933	- 92,257	- 88,619	- 93,473
Utilidad Bruta	963,594	693,339	640,048	739,469	706,997
Depreciación y Amortización (GV)	- 1,556	- 2,633	- 4,167	- 4,003	- 4,037
Depreciación y Amortización (GA)	- 12,736	- 14,756	- 14,330	- 13,765	- 17,294
Utilidad Operativa	334,232	284,833	255,365	377,937	329,046
Resultados Antes de Impuestos	304,857	241,347	214,298	357,285	329,985
Utilidad Neta	207,355.0	160,706.0	146,517.0	243,740.0	329,985.0

Fuente: Estados Financieros Gloria. Elaboración propia 2023.

Anexo 14. Valorización por comparables

Empresas	Market Cap (miles millones de S/.)	Ventas (miles millones de S/.)	EBITDA (millones de S/.)
Beijing Sanyuan Foods	5.67	4.65	286.69
Dutch Lady Milk	2.06	1.06	303.04
Halwani Bros	3.42	1.13	177.01
Savencia	3.82	25.75	1,690.00
Ultrajaya Milk	4.59	1.80	487.55
Promedio	3.91	6.88	588.86

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia 2023.

Anexo 15. Costo de capital

Costo de capital del accionista:

La fórmula a aplicar para el cálculo del costo del accionista proviene del modelo del CAPM:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) * \text{beta} + \text{Riesgo país}$$

K_e : cost of equity (Costo del accionista)

R_f : risk free rate (Tasa Libre de Riesgo)

$(R_m - R_f)$: market risk premium (prima de mercado)

Beta: beta

Como se puede apreciar son tres las variables a considerar en el cálculo del K_e . Se inicia el cálculo con la tasa libre de riesgo.

La tasa libre de riesgo:

La tasa libre de riesgo es la tasa a la que un inversionista puede depositar su dinero sin correr riesgo de contraparte (riesgo crediticio o también conocido como riesgo de no pago). A nivel mundial, la tasa libre de riesgo por excelencia es la tasa del Tesoro Americano, es decir, la tasa de los bonos emitidos por el gobierno de Estados Unidos. En general, se dice que los gobiernos no pueden quebrar, aunque en los últimos años hay países que no han atendido su deuda como es el caso de Argentina o Grecia. Sin embargo, países como Estados Unidos, entre otros, son emisores que sí honran sus deudas. Por esta razón se dice que no cuenta con riesgo de contraparte, y las tasas de interés de su deuda son consideradas tasas libre de riesgo.

El siguiente punto de debate es la tasa de qué plazo se considera en esta evaluación. Como varios gobiernos, el gobierno estadounidense emite deuda pública a plazos de 1, 2, 5, 10, 20 y 30 años, entre otros. No obstante, se sugiere que la tasa libre de riesgo a considerar sea la correspondiente al plazo de inversión que se tomará en cuenta en la valorización. Si el plazo a evaluar es de 10 años, la tasa libre de riesgo a considerar es la tasa de interés del tesoro americano a 10 años. La tasa del tesoro a diez años tenía un YTM de 1.512% al cierre de diciembre 2021, momento en el que se inicia la evaluación. Esta es la tasa con la que comienza el cálculo del costo de capital.

Prima de mercado:

El concepto de prima de mercado se entiende como la diferencia en rendimiento que ofrece el mercado de renta variable comparado con el mercado de renta fija. Por tal motivo, la prima de mercado es la diferencia entre el rendimiento histórico del mercado de acciones comparado con el rendimiento histórico de la tasa libre de riesgo. Este cálculo se toma de forma histórica, ya que tomar un plazo de

tiempo más corto puede verse afectado fuertemente por eventos o circunstancias ajenas a la compensación de tomar más riesgo de acciones que en bonos. Para el cálculo de esta prima por riesgo existen distintas metodologías y fuentes de información. No obstante, para este análisis se ha escogido el cálculo realizado por Damodaran (2022). En este caso en particular se ha tomado el periodo analizado entre los años 1928 al 2021. Al ser un periodo de tiempo bastante extenso, los años muy buenos se compensan con los años muy malos. Además, se decidió tomar los datos como resultado de medias aritméticas ya que limpia los valores extremos. Con estas características, la prima por riesgo que se escoge es la de 6.7101%.

Cálculo del beta:

Para el cálculo del coeficiente beta se toma en consideración la metodología de empresas comparables. Esta metodología consiste en tomar el beta desapalancado de empresas comparables alrededor del mundo. Con estas betas, se toma en cuenta la estructura de capital de Leche Gloria para calcular nuevamente el beta apalancado de la empresa.

Muestra de empresas comparables

Empresa Comparable	Descripción	Pasivo/Patrimonio	Beta apalancada	Beta desapalancada	Tasa impositiva
Beijing Sanyua Foods	Produce y vende productos lácteos	127.38%	0.96	0.48	21%
Dutch Lady Milk Inds	Fabrica leche y productos lácteos	112.72%	0.46	0.24	15%
Halwani bros	Produce productos lácteos entre otros alimentos	77.02%	1.00	0.65	29%
Savencia SA	Fabrica productos lácteos	172.88%	0.60	0.29	40%
Ultrajaya Milk Ind & Trading	Opera en la industria de alimentos y bebidas	44.95%	0.53	0.39	17%

Promedio	0.41
Pasivo/Patrimonio	182%
Tasa impositiva Leche Gloria	31%
Beta apalancado	0.92

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia 2023.

Para este cálculo se tomó como muestra a las empresas comparables que arrojaban las fuentes de información provenientes de Bloomberg. De ellas se escogió a las que se encontraron en el rubro de alimentos y distribución de leche, luego de lo cual quedaron las empresas que se encuentran en el cuadro anterior. Como se puede apreciar, considerando a las empresas comparables ya mencionadas, el ratio deuda patrimonio de Leche Gloria, y su tasa impositiva, el beta apalancado para Gloria que se obtiene como resultado es de 0.92.

Costo de capital del accionista:

Para completar el cálculo de costo de capital falta incluir el riesgo país que es la prima a la que se encuentra expuesto el inversionista por invertir en un país emergente como el Perú. Este dato se toma de las estadísticas del Banco Central de Reserva del Perú, que resultan del diferencial de tasa de interés

de los bonos peruanos. Al cierre de diciembre 2021 esta tasa se encontraba en 1.74%. Por tal motivo a la fórmula se le agrega la prima para llegar al costo de capital del accionista.

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \text{beta} + \text{Riesgo país}$$

$$\text{Costo de capital del accionista} = 1.512\% + 6.7101\% * 0.92 + 1.74\% = 9.4213\%$$

El costo de capital del accionista en dólares asciende a 9.4213%.

Anexo 16. Cálculo de la deuda

PAGARES		TASA	VENCIMIENTO		Años
BANCO INTERBANK	100,000,000	0.90%	Ene-21	Ene-23	2.0306
BBVA	285,500,000	3.95%	Ene-21	May-23	2.3639
SCOTIABANK	75,500,000	1.89%	Ene-21	Ene-23	2.0306
SCOTIABANK	200,000,000	2.30%	Ene-21	Feb-23	2.1167
BANCO DE CREDITO	284,000,000	2.31%	Ene-21	Feb-23	2.1167

PAGARES	Valor de mercado
BANCO INTERBANK	95,658,340
BBVA	273,104,562
SCOTIABANK	72,222,047
SCOTIABANK	191,316,681
BANCO DE CREDITO	271,669,686

Valor de mercado Bonos: S/ 176,562,807.35

VALOR DE MERCADO DE LA DEUDA S/ 1,080,534,123

Fuente: Estados Financieros Auditados. Elaboración propia 2023

Anexo 17. Prima de valor

La metodología utilizada toma en consideración aquellas empresas con mayor frecuencia de cotización en la Bolsa de Valores de Lima y que cuentan con acciones de inversión. Se escogieron a Alicorp, Corporación Aceros Arequipa y Cementos Pacasmayo. La prima de valor calculada incluye los valores promedio de los últimos tres años 2019, 2020 y 2021.

Fecha	Prima Alicorp	Prima Corarei	Prima Pacasmayo	Promedio
Ene-19	1.46	1.31	1.35	1.37
Feb-19	1.31	1.31	1.31	1.31
Mar-19	1.26	1.28	1.41	1.32
Abr-19	1.31	1.34	1.47	1.38
May-19	1.36	1.49	1.39	1.41
Jun-19	1.48	1.37	1.36	1.40
Jul-19	1.51	1.45	1.46	1.47
Ago-19	1.46	1.52	1.44	1.47
Set-19	1.46	1.49	1.52	1.49
Oct-19	1.53	1.30	1.69	1.51
Nov-19	1.47	1.21	1.49	1.39
Dic-19	1.42	1.22	1.46	1.37
Ene-20	1.44	1.16	1.52	1.38
Feb-20	1.42	1.27	1.45	1.38
Mar-20	1.17	1.67	1.19	1.34
Abr-20	1.09	1.22	1.00	1.11
May-20	1.20	1.17	1.18	1.18
Jun-20	1.24	1.24	1.17	1.22
Jul-20	1.20	1.26	1.15	1.20
Ago-20	1.26	1.32	1.10	1.23
Set-20	1.28	1.31	1.08	1.22
Oct-20	1.17	1.30	1.08	1.18
Nov-20	1.18	1.19	1.20	1.19
Dic-20	1.19	1.38	1.15	1.24
Ene-21	1.37	1.30	1.25	1.31
Feb-21	1.33	1.25	1.26	1.28
Mar-21	1.25	1.17	1.22	1.21
Abr-21	1.13	1.15	1.14	1.14
May-21	1.38	1.15	1.12	1.22
Jun-21	1.29	1.15	1.00	1.15
Jul-21	1.34	1.20	1.02	1.19
Ago-21	1.11	1.16	0.91	1.06
Set-21	1.27	1.26	0.93	1.15
Oct-21	1.50	1.14	1.01	1.22
Nov-21	1.37	1.10	1.05	1.18
Dic-21	1.34	1.10	1.01	1.15
Promedio				1.28

Anexo 18. Principales riesgos

Riesgos asociados	Descripción
Riesgo de crédito de la empresa	La empresa tiene un buen historial crediticio y cuenta con una clasificación de AAA con perspectiva estable
Riesgo de crédito de los clientes	El área de créditos y cobranzas evalúa la calidad crediticia de los clientes y establece de manera interna límites de crédito individuales
Riesgo de tasas de interés	Actualmente, cerca del 90% de la deuda de la empresa son préstamos de corto plazo con tasa fija pero sí existe un riesgo alto de tasa de interés cuando se renueven estos préstamos
Riesgo de tipo de cambio	La empresa cuenta en su mayor parte con ventas en soles, su exposición a dólares proviene de ventas en el exterior o algunas líneas de crédito con empresas relacionadas. La posición activa neta en dólares es del 10% de sus activos y no utiliza instrumentos derivados para protegerse. Sin embargo se considera un riesgo bajo
Riesgo de precios	La empresa está expuesta a la variación de precios de materias primas y de sus proveedores pero se cubre de estos riesgos comerciales por medio de negociaciones corporativas
Riesgo de liquidez	La empresa cuenta con líneas de crédito suficientes y flujo de efectivo para asegurar la disponibilidad de su capital de trabajo
Riesgo en el suministro de insumos	Al depender de los distintos ganaderos, la empresa puede verse afectada ante restricciones en el tránsito como sucedió en la pandemia o ante desastres naturales como son los huaycos. Por otro lado, la empresa se encuentra expuesta a las huelgas de los ganaderos o transportistas a lo largo del país. Finalmente, la empresa también importa algunos insumos que pueden tener una variación fuerte en el precio ante volatilidad de los precios de las materias primas o el tipo de cambio
Riesgos laborales	La empresa los últimos años ha tenido algunos episodios de huelgas por parte de sus trabajadores, por tal motivo, se encuentra expuesta a un riesgo de tipo laboral
Riesgos reputacionales	En el año 2017 Indecopi sancionó a Leche Gloria por falta de integridad debido a la etiqueta de "Leche" a sus productos cuando en realidad se trataba de "Leche en polvo". La empresa se encuentra a este tipo de riesgos si no mantiene una política de transparencia en la información que brinda a sus consumidores finales

Anexo 19. Matriz de riesgos

Matriz de Riesgos	Impacto					
		Muy Bajo	Bajo	Medio	Alto	Muy Alto
Probabilidad de Ocurrencia	Muy Alta				Riesgo de Tasas de Interés	
	Alta					
	Media			Riesgos laborales	Riesgo en el suministro de insumos	
	Baja		Riesgo de Tipo de Cambio Riesgo de Precios Riesgo de liquidez	Riesgo de Crédito de los clientes		
	Muy Baja	Riesgo de Crédito de la empresa				

Anexo 20. Análisis de sensibilidad

		WACC										
Precio acción de inversión		-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%	20%	25%
g	7.37	6.23%	6.65%	7.06%	7.48%	7.89%	8.31%	8.73%	9.14%	9.56%	9.97%	10.39%
-25%	1.79%	10.24	9.36	8.62	7.99	7.44	6.97	6.55	6.17	5.84	5.54	5.28
-20%	1.91%	10.43	9.51	8.75	8.09	7.53	7.04	6.61	6.23	5.89	5.59	5.31
-15%	2.03%	10.63	9.68	8.88	8.20	7.62	7.12	6.68	6.29	5.94	5.63	5.35
-10%	2.15%	10.85	9.85	9.02	8.32	7.72	7.20	6.74	6.34	5.99	5.67	5.39
-5%	2.27%	11.08	10.03	9.17	8.44	7.82	7.28	6.81	6.40	6.04	5.72	5.43
0%	2.38%	11.32	10.22	9.32	8.56	7.92	7.37	6.89	6.47	6.09	5.76	5.47
5%	2.50%	11.58	10.43	9.48	8.69	8.03	7.46	6.96	6.53	6.15	5.81	5.51
10%	2.62%	11.86	10.64	9.65	8.83	8.14	7.55	7.04	6.60	6.21	5.86	5.55
15%	2.74%	12.15	10.87	9.83	8.98	8.26	7.65	7.13	6.67	6.27	5.91	5.59
20%	2.86%	12.47	11.11	10.02	9.13	8.39	7.75	7.21	6.74	6.33	5.96	5.64
25%	2.98%	12.80	11.37	10.22	9.29	8.52	7.86	7.30	6.82	6.39	6.02	5.69