



**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:

Sra. Evelin Roxana Vera Alva

Sra. Gisella Lizet Lopez Castillo

Asesor: Marco Fabricio Neciosup Llontop

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

Lima, agosto 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 GISELLA LIZET LOPEZ CASTILLO y Doña EVELIN ROXANA VERA ALVA, para optar el Grado de Magíster en Finanzas fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin del programa Blackboard, el 16 de noviembre del 2023 dando el siguiente resultado:

Tesis Gloria MFIN30

INFORME DE ORIGINALIDAD



Fecha: 16 de noviembre de 2023

DEDICATORIA

A mi esposo y mejor amigo Gian Marco, por su apoyo invaluable, por animarme día a día y por confiar en mí, celebro junto a él cada proyecto de vida.

A mi madre por ser siempre fuente de inspiración, su amor y valentía me animan a seguir adelante.

Gisella López

A mis padres, María y Marcelino, quienes me enseñaron que la voluntad, la perseverancia y la esperanza son las herramientas más poderosas para lograr lo que me proponga.

A mis hermanos, Jorge y Valeria, quienes llenan mis días de alegría y quienes a sus cortos años me han enseñado demasiado.

A mi esposo, Eduardo, y a mi hija, Zoe, quienes son mi fortaleza, mi orgullo y representan todo el amor que le pongo a las cosas que hago, gracias por su paciencia y comprensión por el costo de oportunidad que significaron largas horas de trabajo y estudio.

Y, por supuesto, gracias a Dios, quien ha sido mi guía, mi soporte, mi descanso y quien hace que todo sea posible.

Evelin Vera

RESUMEN EJECUTIVO

Leche Gloria S.A. es la empresa peruana líder en el sector lácteo. El objetivo del presente trabajo de investigación consiste en estimar el valor de la acción de la empresa utilizando las metodologías aprendidas en la Maestría de Finanzas.

Leche Gloria S.A. es una empresa peruana que se dedica a la producción, la fabricación y la comercialización principalmente de leche evaporada y derivados lácteos, y de otros productos de consumo masivo directo, y ha logrado integrar sus operaciones en forma vertical, abarcando todo el proceso de producción: el acopio, el transporte, la producción, el envasado y la distribución, debido a la integración industrial de las empresas vinculadas al grupo Gloria.

Con el fin primordial de mantener la preferencia del público, la compañía se enfoca en la diversificación e innovación de sus productos, ya sea en el relanzamiento de marcas conocidas, o en la implementación de nuevas marcas, con nuevos diseños, modernas presentaciones e incluso modificación de formatos para satisfacer su demanda.

Del análisis financiero, se concluye que la empresa muestra ratios saludables de liquidez, apalancamiento y rentabilidad, y que su crecimiento en ventas se apoya en el crecimiento poblacional y el incremento del consumo per cápita. Actualmente, el consumo anual de leche en el Perú es de 87 litros; sin embargo, la recomendación de la Organización de las Naciones Unidas de la Alimentación y la Agricultura (FAO) es que su consumo sea de 120 litros al año. Así, existe una importante oportunidad de crecimiento acompañada de un espaciado pero continuo nivel de inversión.

En cuanto a la valorización de la empresa según el método *free cash flow to firm* (FCFF), y la información pública emitida por aquella, se obtuvo una estimación del valor patrimonial de Leche Gloria S. A. de S/ 2,833 millones, así como un valor de S/ 6.79 para la acción común y S/6.07 para la acción de inversión.

TABLA DE CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	iii
ÍNDICE DE TABLAS.....	vi
ÍNDICE DE FIGURAS.....	vii
ÍNDICE DE ANEXOS	viii
CAPÍTULO I. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO	1
1.1 Líneas de negocio	1
1.2 Tipos de clientes	2
1.3 Áreas geográficas.....	2
1.4 Plantas de producción	3
1.5 Distribución del capital social.....	3
1.6 Ciclo de vida de la empresa	3
1.7 Cadena de valor.....	3
1.8 Propuesta de valor.....	4
1.9 Factores organizativos y sociales.....	4
CAPÍTULO II. ANÁLISIS DEL MACROAMBIENTE.....	5
2.1 Análisis político, económico, social y tecnológico (PEST).....	5
2.2 Producción y comercio exterior nacional	5
2.3 Análisis fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (FODA)	6
CAPÍTULO III. DESCRIPCIÓN Y ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA	7

3.1 Análisis de Porter.....	9
CAPÍTULO IV. POSICIONAMIENTO COMPETITIVO	11
4.1 Misión, Visión y Valores	11
4.1.1 Misión	11
4.1.2 Visión.....	11
4.1.3 Valores	11
4.2 Ventajas competitivas	11
CAPÍTULO V. ANÁLISIS FINANCIERO Y CARÁCTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN.....	13
5.1 Análisis financiero de la empresa	13
5.1.1 Análisis de ratios.....	13
5.1.2 Necesidades operativas de fondos (NOF) y fondo de maniobra (FM)	16
CAPÍTULO VI. VALORACIÓN	18
6.1 Supuestos de proyecciones	18
6.2 Determinación de los flujos de caja libre y del accionista.....	18
6.3 Determinación del costo promedio ponderado de capital (WACC) y el costo de capital (K_e)	18
6.4 Método de valoración	19
6.4.1 Método de flujo de caja descontado.....	19
6.4.2 Valorización por múltiplos	20
6.5 Justificación del uso de métodos.....	22
6.6 Conclusiones	22
CAPÍTULO VII. ANÁLISIS DE RIESGO	24
7.1 Matriz de riesgos.....	25
7.2 Análisis de sensibilidad.....	26
7.3. Riesgos no considerados en la valoración	26
7.4 Conclusiones	26

CAPÍTULO VIII. RESUMEN DE LA INVERSIÓN	27
8.1 Resultados	27
8.2 Recomendaciones	28
BIBLIOGRAFÍA.....	29
ANEXOS.....	33

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Análisis de ratios financieros	16
Tabla 2. Flujo de caja libre proyectado de 2022 a 2031 (en miles de soles)	18
Tabla 3. Flujo de caja (en miles de soles)	19
Tabla 4. Valor por acción (en miles de soles).....	20
Tabla 5. Empresas comparables.....	21
Tabla 6. Principales riesgos identificados.....	25
Tabla 7. Sensibilidad del WACC y la tasa de perpetuidad	26

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Ventas según línea de negocio (en miles de soles).....	1
Figura 2. Porcentaje de participación de ventas según zona geográfica.....	2
Figura 3. Matriz de riesgos	25
Figura 4. Valor de la acción de inversión	27

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1. Hechos de importancia	34
Anexo 2. Composición accionaria	35
Anexo 3. Análisis de la cadena de valor	36
Anexo 4. Modelo Canvas	37
Anexo 5. Factores organizativos y sociales	38
Anexo 6. Análisis Político, Económico, Social y Tecnológico (PEST)	39
Anexo 7. Matriz Analítica de Formación de Estrategias (MAFE).....	40
Anexo 8. Análisis de Porter	41
Anexo 9. Estado de situación financiera 2010 - 2021	43
Anexo 10. Estado de resultados 2010 - 2021	45
Anexo 11. CAPEX Histórico	47
Anexo 12. Análisis histórico de las necesidades operativas de fondos (NOF) versus fondo de maniobra (FM)	48
Anexo 13. Análisis del financiamiento	49
Anexo 14. Supuestos de proyecciones	51
Anexo 15. Proyección de ingresos	52
Anexo 16. Proyección de las inversiones en activo fijo (CAPEX), inversiones inmobiliarias e intangibles	53
Anexo 17. Tasas de descuento	55
Anexo 18. Estimación del valor de mercado de la deuda (Kd), en miles de soles	57

Anexo 21. Método de empresas cotizadas comparables	60
Anexo 22. Matriz de riesgos	62
Anexo 23. Ratio acción común /acción de inversión	63

CAPÍTULO I. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Leche Gloria S. A. es la empresa líder en el mercado total de leches industrializadas con una participación de mercado de 76.7%. Se dedica a la industria de preparación, envase, manufactura, y la cadena logística de compra, venta, exportación, importación y comercialización de toda clase de derivados lácteos, productos alimenticios compuestos de legumbres, hortalizas, aceites y grasas a partir de sustancias animales y vegetales, y productos cárnicos. Asimismo, se ocupa de la elaboración y la conservación de pescado, y de una gran gama de productos alimenticios y bebidas.

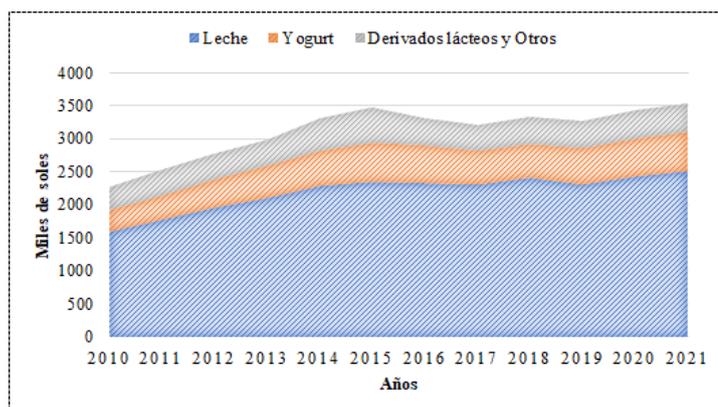
1.1 Líneas de negocio

Leche Gloria presenta cuatro líneas de negocio (ver ventas en Figura 1):

- **Lácteos (leche evaporada, leche fresca *ultra high temperature* (UHT) y leche en polvo):** esta línea tiene una participación en relación con los ingresos de 2021 de 71.2%, y su producto principal es la leche evaporada, con una participación de 61.9%.
- **Derivados lácteos (yogures, quesos, mantequilla, crema de leche, manjar, leche condensada, etc.):** presenta una participación en relación con los ingresos de 2021 de 23.5%; su producto principal es el yogurt, que representa el 16.3% de los ingresos totales. A nivel de mercado, también es líder en yogurt, con una participación de mercado de 75.5%, y, a nivel de quesos, participa en el mercado industrial con 30.2%.
- **Bebidas no carbonatadas (jugos, refrescos, té, agua):** su participación es de 2.3%.
- **Alimentos (mermelada, panetón, agua, compotas y conservas de pescado):** presenta una participación de 3.0% respectivamente.

Figura 1.

Ventas según línea de negocio (en miles de soles)



Nota: Adaptado de “Leche Gloria S. A. Memoria Anual 2021”, por Grupo Gloria, 2022a.
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Leche%20Gloria.pdf>

1.2 Tipos de clientes

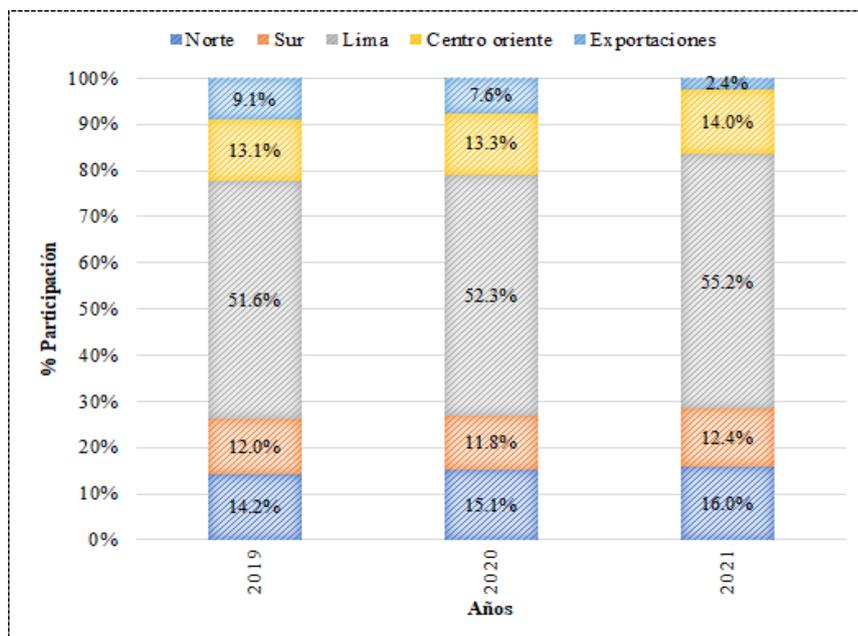
Leche Gloria S. A. atiende a todo el mercado nacional a través de sus tres principales clientes: distribuidores, supermercados y mayoristas, y a nivel internacional exporta sus productos a 40 países, pertenecientes al Caribe, América Latina, Medio Oriente y oeste de África. Para comercializar y distribuir sus productos en ambos mercados, la compañía cuenta con una empresa vinculada al grupo llamada Distribuidora Exclusiva de Productos de Calidad S. A. (Deprodeca), la cual recibe una comisión del 9.0% (7.5% en 2020) del valor de venta de los productos vendidos y cuya participación fue del 6.87% del total de los ingresos en 2021 y del 6.81% en 2020¹. Ahora bien, Leche Gloria S.A. ha segmentado sus productos de acuerdo a la necesidad del consumidor final según su edad y aporte nutricional.

1.3 Áreas geográficas

La participación de las ventas se concentra en el mercado nacional con un promedio superior al 90%. Con respecto al año anterior, es decir, 2020, en 2021 las ventas por zona geográfica nacionales se concentraron en Lima con un crecimiento de 7.2%; en la zona norte, se presentó un crecimiento de 12.9%, mientras que las exportaciones se redujeron en -11.6%. El porcentaje de participación por zona geográfica se puede revisar en la Figura 2.

Figura 2.

Porcentaje de participación de ventas según zona geográfica



Nota: Adaptado de "Reporte de Sostenibilidad 2021", por Grupo Gloria, 2022b.
<https://www.gloria.com.pe/images/Reporte%20de%20Sostenibilidad%202021.pdf>

¹ Nota 18 (b) de los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2021 de Leche Gloria S. A. (Superintendencia del Mercado de Valores [SMV], 2021a).

1.4 Plantas de producción

Al cierre de 2021, Leche Gloria contaba con tres plantas de procesamiento industriales: el Complejo Industrial Huachipa, la Planta Arequipa y la Planta Cajamarca, en donde se recibe la leche fresca de cerca de 18,000 proveedores, que es reunida en sus 23 centros de acopio y enfriamiento distribuidos a nivel nacional.

1.5 Distribución del capital social

Al 31 de diciembre de 2021, la compañía contaba con 39,117,107 acciones de inversión y 382,502,107 acciones comunes con valor nominal de S/1.00 cada una, las cuales se encuentran íntegramente emitidas y pagadas. Las acciones de inversión se cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL); al cierre de 2021 tenían un valor de cotización de S/8.00. La composición accionaria se presenta en el Anexo 2.

1.6 Ciclo de vida de la empresa

La empresa Leche Gloria está en fase de madurez porque la cartera de clientes se encuentra consolidada, y se mantiene una demanda y precios estables. Ello permite que la empresa pueda concentrarse en la diversificación y la mejora de sus productos y de su infraestructura. Además, implementó procedimientos de trabajo que mejoran su funcionamiento interdepartamental, entre los cuales destacan los niveles de control y refuerzo en sus sistemas de gestión.

1.7 Cadena de valor

Leche Gloria gestiona responsablemente las fases de la cadena de valor, que abarcan desde el acopio de leche fresca hasta la propia gestión de los residuos finales. Así, busca generar un impacto positivo en todos los actores que participan del ecosistema. A continuación, se presentan las seis fases de la cadena de valor:

- **Acopio de leche fresca:** se inicia con el desarrollo de la ganadería lechera a través de la capacitación de más de 14,000 familias ganaderas, lo que les genera ingresos fijos y contribuye con el desarrollo de sus comunidades.
- **Proceso de producción:** Leche Gloria procesa en sus plantas dos millones de litros de leche al día, utilizando la tecnología más sofisticada disponible en la industria y un sólido equipo humano; además, cuenta con certificaciones internacionales que respaldan sus estándares de calidad.
- **Envasado:** el uso de hojalata en la producción de latas que Gloria emplea para el envase de sus productos posee como indicador la mayor tasa de reciclaje, una mayor

vida útil del alimento, entre otros efectos positivos, lo cual permite así la reducción del desperdicio.

- **Distribución y comercialización:** se realiza a través de la empresa Deprodeca, que atiende a nivel nacional.
- **Consumo:** Leche Gloria logra ofrecer una amplia gama de productos alimenticios accesibles y con los nutrientes necesarios para brindar una alimentación balanceada.
- **Reciclaje:** promueve campañas de reciclaje y de reutilización de latas para contribuir al consumo sostenible.

1.8 Propuesta de valor

Leche Gloria se centra en la diversificación y la innovación de sus productos con el objetivo de cubrir las nuevas necesidades de los consumidores. El análisis del modelo Canvas aplicado a Leche Gloria S.A se presenta en el Anexo 4.

1.9 Factores organizativos y sociales

- **Gobierno corporativo:** la compañía cuenta con el Estatuto Social de Leche Gloria, basado en los pilares estipulados para las sociedades peruanas aprobados por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).
- **Cultura ética y anticorrupción:** Leche Gloria S.A. ha implementado un *compliance* anticorrupción junto a una consultora externa, estableciendo una política de prevención de corrupción, lavado de activos y financiamiento del terrorismo. Además, cuenta con la plataforma *Gloria Te Escucha*, mediante la cual se puede reportar algún hecho ilícito o antiético que se oponga a las normas internas y el código de ética.
- **Responsabilidad social:** la compañía cuenta con estudios de impacto ambiental evaluados y aprobados por el Consejo Nacional de Ambiente (CONAM). Asimismo, existen compromisos con relación al control de sus efluentes y emisiones; para tal efecto, se debe presentar el monitoreo ambiental de manera periódica, que es elaborado por una consultora ambiental certificada. Con dichos instrumentos, se pueden desarrollar prácticas de gestión ambiental y procedimientos dirigidos a proteger el medio ambiente, mediante la prevención y la minimización de los impactos en el aire, el agua, los suelos, la flora y la fauna, considerando que la preservación es garantía de desarrollo sostenible corporativo.

CAPÍTULO II. ANÁLISIS DEL MACROAMBIENTE

2.1 Análisis político, económico, social y tecnológico (PEST)

A nivel internacional, Leche Gloria se desarrolla en medio de una gran inestabilidad económica global debido al conflicto entre Rusia y Ucrania, que impacta en el precio del combustible, insumo requerido para el transporte de la leche fresca desde los centros de acopio hasta las plantas de procesamiento, así como en el incremento en los costos – fletes y aranceles – de transporte marítimo y aéreo por la importación de leche en polvo y los envases de hojalata, materia prima necesaria para la elaboración de los productos.

A nivel nacional, la empresa también se ve impactada en las ventas como consecuencia de la tendencia al alza de la inflación, consecuencia de los conflictos mencionados y como medida de contención del Sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), lo cual desestabilizó la recuperación de la demanda interna que ya presentaba resultados favorables frente a la evolución epidemiológica de la pandemia de COVID-19.

Por último, existen hechos que han afectado claramente a la empresa: las recientes crisis políticas que ha sufrido el Perú, el prolongado estancamiento económico debido a la crisis generada por la pandemia de COVID-19, el aumento del desempleo, los bajos niveles de reinserción laboral, la ausencia del Estado en investigación y desarrollo del sector para los ganaderos, y, finalmente, las sanciones que el sector afronta debido al etiquetado y la composición del producto.

2.2 Producción y comercio exterior nacional²

A cierre de 2021, la producción nacional de leche fresca de vaca ascendió a 2,184,000 toneladas, lo que representa un crecimiento del 2.3% respecto de lo reportado al 31 de diciembre de 2020; de forma contraria, la importación de leche en polvo cayó en 2.2%.

Sobre la producción nacional, aproximadamente el 38.0%, equivalente a 829,400 toneladas, fue acopiado por la gran industria láctea – de esa cifra, el 75.1% estuvo destinada a leches industrializadas y el 24.9% a la elaboración de productos lácteos –; el 49.1%, por la industria artesanal; y el 13.0% se dirigió al autoconsumo y al consumo animal.

En relación con el precio promedio pagado al productor de leche de vaca a nivel nacional, se reportó S/ 1.40 por kilogramo. Este precio es superior en 4.5% al promedio reportado en 2020;

² La información fue obtenida del Informe de Lanzamiento del Estudio de Mercado sobre el Sector Lácteo en el Perú (Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual [Indecopi], 2021).

la zona con mayor valoración en precio de la leche fresca de vaca es Lima, seguida de Cajamarca y Arequipa.

A nivel de las importaciones, los productos lácteos sumaron USD 79,8 millones y se redujeron en 2,3%. El principal producto importado fue la leche en polvo (62% del valor total de importaciones), seguido del queso (16%), la grasa láctea anhidra (9%), la leche maternizada (8%), los demás lactosueros (4%), la leche condensada (4%) y la mantequilla (3%).

En el caso de las exportaciones de los productos lácteos, se observa una tendencia decreciente de las exportaciones de leche evaporada desde 2018: a cierre de 2021, el valor exportado fue de 23.0 millones de dólares, lo cual representó una caída de 68.1% en comparación con 2020.

2.3 Análisis fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (FODA)

Se realizó el análisis fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (FODA) con la finalidad de definir estrategias que garanticen la utilización de las fortalezas internas y las oportunidades que se presentan; así mismo, se busca detectar a tiempo las amenazas y reducir o corregir las debilidades propias del negocio.

Del análisis se desprende la necesidad creciente de innovación del desarrollo ganadero y de los productos, así como la adaptación a las nuevas tendencias de consumos del mercado lácteo. También se identificó la necesidad creciente de parte del consumidor de que se cumpla con las especificaciones nutricionales que garanticen la calidad y el verdadero aporte nutricional de la leche en todas sus presentaciones. Asimismo, se destaca el deseo de que Leche Gloria genere mayor valor en todos los actores vinculados que participan en la cadena productiva de la leche.

CAPÍTULO III. DESCRIPCIÓN Y ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En el escenario mundial³, la producción mundial de leche mantuvo un camino de crecimiento sostenible en 2021, pero a un ritmo más lento comparado con 2020. Al cierre de 2021, había crecido en 1.1% a 887,000 de toneladas en comparación con el año anterior, debido a la expansión de la producción en la India y Pakistán como resultados del aumento continuo en el número de cabezas de ganado lechero y la disponibilidad de forraje, con una participación del 30% en el mercado global. Se espera que la producción mundial de leche crezca un 1.8% anual a 1,060,000 de toneladas para 2031, junto con un crecimiento en el número de animales productores de leche (1.2% anual) y del rendimiento de la productividad individual (litros/vaca), a través de la optimización de los sistemas de producción de leche, la mejora de la salud animal, la eficiencia alimenticia y la mejora genética.

Así mismo, se proyecta que el nivel de consumo mundial de leche per cápita en países de ingresos altos aumente en 0.4% anual a 21.9 kg; en cambio, en los países de ingresos medio-bajo, se espera que el consumo per cápita aumente un 5.4% anual a 21.2 kg.

En cuanto al comercio mundial de los productos lácteos, se espera llegar a 14,200 toneladas métricas en 2031, un 15% más que el período base. Los principales actores con capacidad exportadora son Nueva Zelanda, la Unión Europea, Estados Unidos, Bielorrusia, Australia y Argentina.

Sin embargo, a pesar de las expectativas de crecimiento, los impactos macroeconómicos podrían verse reflejados en el aumento de los costos de los insumos, como fertilizantes y concentrados. Otro factor que puede afectar es el nuevo ingreso per cápita de la población ocasionado por la pandemia de COVID-19, que puede nuevamente verse impactado por la latente posibilidad de que aparezcan nuevas variantes de la enfermedad; además, las nuevas tendencias de procesamiento de lácteos (impacto ambiental) y de consumos (impacto nutricional) también generan incertidumbre.

A nivel de América Latina, se registró un crecimiento sostenido en 2021 que generó USD 75,000 millones. Se espera un aumento en la producción de leche en la región a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) de 3.5% durante el período 2023-2028, principalmente en Colombia, Argentina, Chile y Uruguay, como resultado de una expansión de los canales de distribución de productos lácteos, y la presencia de mayor número de supermercados e

³ Información obtenida del Observatorio de la Cadena Láctea Argentina (OCLA, 2022).

hipermercados en la región; así mismo, los cambios en el estilo de vida y los horarios de los consumidores también están facilitando el incremento de la demanda de productos lácteos.

En el panorama nacional, según cifras proporcionadas por el Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego (Midagri), la producción de leche cruda entre 2007 y 2021 creció anualmente un promedio de 3.06%, mientras que la cantidad de vacas de ordeño en ese mismo período aumentó en solo 1.65% (Indecopi, 2022).

En el Perú, existe un déficit de leche cruda, lo que obliga a las empresas del sector a importar leche en polvo, ya que solo se cubre el 71% de la demanda nacional. Por ello, el volumen de las importaciones de leche en polvo (entera y descremada) en 2021 fue equivalente a 444,080 toneladas, un 23.70% mayor al volumen de 2020 (359,010 toneladas) y 40.13% mayor al volumen de 2015 (316,900 toneladas). Según las industrias, este incremento se debe a la eliminación de los derechos arancelarios para la importación, como consecuencia de las diferencias en la calidad composicional de la leche cruda que adquieren del mercado nacional para la elaboración de sus productos lácteos.

Con respecto al consumo per cápita en el Perú, según Midagri, en 2021 fue de 83.5 kg por persona; de acuerdo con la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), esta cifra posicionó al país como uno de consumo intermedio, mientras que, en la región, países como Uruguay, Argentina y Costa Rica destacan por su mayor consumo con 250, 210 y 190 kg por persona al año, respectivamente, en comparación con el consumo per cápita a nivel mundial, que es de 110.7 kg por persona (Indecopi, 2022).

Los niveles nacionales reflejan el gran espacio de crecimiento de consumo que puede lograr el país, siempre que esté acompañado del incremento de la producción para sostener dicho crecimiento.

En cuanto a la utilización de la leche fresca por industria, se encuentra concentrada en tres empresas: Leche Gloria, Laive y Nestlé, que son las principales compradoras de leche fresca en el Perú y gozan de un fuerte poder de negociación frente a los ganaderos nacionales, lo cual les permite determinar las condiciones de compra y pago por el litro de leche.

En el sector lácteo peruano, Leche Gloria mantiene su liderazgo con una participación del 76.8% en el rubro de leche evaporada, seguida de Nestlé Perú, con 16.7%, y Laive, con 5.5%. El posicionamiento de Leche Gloria es explicado por la amplitud de marcas frente a la competencia: Gloria, que representa a la leche tradicional y nutritiva; Pura Vida, una opción nutritiva pero económica; Soy Vida, una marca para el público intolerante a la lactosa; Bonlé,

una leche promocional para el canal moderno; y Bella Holandesa, una marca promocional. Asimismo, cuenta con portafolios diversificados: leche evaporada, leche UHT, leche en polvo, mezclas lácteas, yogurt, queso, mantequilla, margarina, leches vegetales, leche condensada, manjar blanco, *fudge*, crema de leche, entre otros. En cuanto a los dos competidores, la compañía Laive cuenta con un nicho que la caracteriza, el de leche envasadas en tetrapak, y Nestlé, con una estrategia de calidad de producto.

Todas las compañías compiten constantemente en innovar productos para satisfacer las nuevas tendencias de los consumidores; además, invierten constantemente en la integración vertical de sus operaciones (acopio, producción, comercialización y distribución), y en la mejora de eficiencias, lo cual genera así barreras a la entrada de nuevos competidores.

3.1 Análisis de Porter

Según el análisis de Porter, Leche Gloria se desarrolla en un mercado caracterizado por las siguientes cinco fuerzas:

- **Baja amenaza de nuevos competidores a la industria:** se debe al fuerte posicionamiento con que la compañía cuenta (76.8% en el rubro de leche evaporada), al constante flujo de inversiones con equipos altamente especializados y a su gran integración vertical, que comprende desde el acopio hasta la comercialización de sus productos. De esta forma, aprovecha las sinergias entre empresas relacionadas del grupo y aminora sus costos con economías de escala.
- **Bajo poder de negociación de los proveedores:** Leche Gloria lidera las condiciones y el volumen de compra de leche fresca a los ganaderos, puesto que es la principal empresa del sector; el monopsonio que ejerce impacta en la rentabilidad de los ganaderos, situación que los torna dependientes.
- **Alto poder de negociación de los clientes:** se debe principalmente a Deprodeca, su empresa vinculada, con la cual mantiene un contrato de servicios de gestión de la distribución y de la fuerza de ventas, y que recibe una comisión del 9% (7.5% por ciento en 2020) del valor de venta de los productos vendidos. En el caso de los supermercados y bodegas, el poder de negociación es muy bajo, pues solo reciben el precio, que es trasladado al consumidor final. Debido a que la leche forma parte de la canasta básica de los hogares peruanos, el producto sigue siendo demandado, aparte de que el efecto de recordación de la marca y la tradición en el consumo desempeñan un rol importante.

- **Baja amenaza de productos sustitutos:** a pesar de que las tendencias de estilo de vida saludable, natural y de origen vegetal están cada vez más presentes, su consumo representa para el ciudadano promedio un gasto superior al habitual; además, Leche Gloria también ha incursionado en aquellas tendencias con presentaciones de leche *light*, entre otras.
- **Baja rivalidad entre competidores:** debido a su fuerte posicionamiento y liderazgo, y a su nivel de recordación en el consumidor, los rivales de Leche Gloria no generan una amenaza, pues reciben bajos porcentajes de preferencia. Según el Ranking Merco Reputación 2021, se encuentra en el puesto 3 a nivel sector lácteo, lo que representó el aumento de una posición con respecto a 2020 (Grupo Gloria, 2018a; 2022b).

En resumen, Leche Gloria se desarrolla en un sector con bajos niveles de riesgo; sin embargo, las exigencias regulatorias del mercado peruano sobre la composición de la leche pueden conducir a que en un futuro cercano la empresa se vea obligada a no importar leche en polvo y otros insumos; ello ocasionaría que el precio por kilogramo de leche fresca se incremente.

La empresa debe de concentrarse en aplicar nuevas estrategias para generar rentabilidad sin descuidar la creciente preferencias del mercado a una vida de consumo más saludable y nutritiva. Es fundamental continuar con altos niveles de calidad, involucrarse responsablemente en el desarrollo ganadero y crear un plan para incentivar el mayor consumo de leche en el Perú, pues existe una importante oportunidad de crecimiento como consecuencia de una gran necesidad nutricional. Al cierre de 2021, el consumo per cápita peruano solo ha crecido durante los últimos 11 años en 2.1%: pasó de 67 kg leche por persona a 81.0 kg, cuando la recomendación de la FAO es de 120 kg de leche por persona.

CAPÍTULO IV. POSICIONAMIENTO COMPETITIVO

Leche Gloria tiene el propósito de combatir los retos nutricionales del Perú y el mundo, alimentando a todas las familias con productos de alta calidad. Por ello, trabaja para producir alimentos ricos, saludables y nutritivos que generen un impacto positivo en la sociedad, respetando el medio ambiente. El posicionamiento competitivo de la empresa puede estar influenciado por varios factores, como la calidad de sus productos, el precio, la innovación, la distribución y la imagen de la marca.

4.1 Misión, Visión y Valores

4.1.1 Misión

Desarrollar el mercado de alimentos con productos ricos, nutritivos y accesibles de forma eficiente y sustentable, asegurando la calidad, el cuidado de las personas y un futuro más saludable.

4.1.2 Visión

Ser la mejor empresa de alimentos en Latinoamérica, reconocida por su aporte a la nutrición, la sostenibilidad, la innovación y el desarrollo de talento de sus colaboradores.

4.1.3 Valores

- Cumplimiento de las obligaciones
- Dedicación al trabajo
- Prudencia en la administración de recursos
- Cultura de éxito
- Responsabilidad social

4.2 Ventajas competitivas

Durante muchos años, Gloria ha sido reconocida en el mercado nacional como una marca confiable y de calidad en el segmento de productos lácteos. Este prestigio se debe a la calidad de los productos, y los cuidados sanitarios de la industria para su elaboración son los principales atributos que reconocen los consumidores en todos los productos de la categoría de lácteos.

Frente a la competencia, su ventaja competitiva está basada en una estrategia de liderazgo en costos, debido a la integración vertical de su cadena de producción y a la economía de escalas que hoy obtiene por el precio de la leche fresca.

La innovación también es un factor importante: debido a su madurez, la empresa puede centrarse en desarrollar nuevos productos y mejorar su línea existente para satisfacer las cambiantes demandas de sus consumidores y mantenerse a la vanguardia de la industria láctea.

Sobre la base del consumo per cápita esperado, la empresa podría incrementar su demanda y consumo. En ese sentido, la aplicación responsable de economías de escala frente a todos los actores de la cadena de producción no solo impactaría en los resultados financieros de la compañía, sino que contribuiría responsablemente al crecimiento del país.

En lo que respecta a la imagen de la marca, Leche Gloria ha afianzado su presencia basándose en la tradición, la confianza y la autenticidad; además, por ser una empresa con larga trayectoria, busca destacar su experiencia con la calidad y el compromiso con la satisfacción al cliente.

Para finalizar, es importante hacer hincapié que el posicionamiento competitivo de Gloria puede evolucionar en el tiempo debido a las diversas variables del mercado, las estrategias de la competencia, entre otros.

CAPÍTULO V. ANÁLISIS FINANCIERO Y CARÁCTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN

5.1 Análisis financiero de la empresa

A partir del análisis de la situación financiera, se observa que en los últimos 11 años el activo corriente tuvo una tasa de crecimiento CAGR de 5.2%, mientras que el activo no corriente presentó una de 3.8%, debido al aumento de las cuentas por cobrar comerciales y un incremento en el nivel de inventarios.

Además, la empresa ha incrementado sus pasivos financieros no corrientes en 11.1% debido a la emisión de pagarés bancarios con vencimientos a 18 meses. A cierre de 2021, la deuda financiera estaba compuesta por (i) pagarés bancarios (S/ 945 millones) y (ii) bonos corporativos (S/ 150 millones). La compañía tiene como política mantener financiamientos principalmente a tasas de interés fijas en soles para minimizar el riesgo de volatilidad.

Del análisis del estado de resultados, se desprende que en un período de 11 años el EBIT ha tenido una tasa de crecimiento CAGR de 0.9%, a pesar del incremento de las ventas en 4.6%, debido al mayor costo de producción de la mercadería y de otros gastos de fabricación, y a los gastos de comisiones y publicidad, que redujeron la posibilidad de mayor crecimiento.

5.1.1 Análisis de ratios

- **Ratios de liquidez**

- **Liquidez general:** al cierre de 2021, Leche Gloria se encontraba en la capacidad de afrontar sus obligaciones corrientes en el corto plazo: el indicador es de 1.6. Durante los últimos ocho años, Gloria y Laive han presentado ratios estables, pero ambos se redujeron en -0.7% y -3.2%, respectivamente, debido a la reducción de las obligaciones financieras de corto plazo.
- **Prueba ácida:** al cierre de 2021, la compañía presentaba un ratio de 0.9, que es aceptable; sin embargo, también indica que tendría problemas de liquidez a corto plazo si no es capaz de convertir sus existencias en activos más líquidos. No obstante, en comparación con Laive, cuyo ratio es de 0.5, Gloria contaría con mayor capacidad para asumir sus deudas.

- **Ratios de gestión**

- **Período promedio de cobro:** este indicador representa el número de días que requiere la empresa para cobrar a sus clientes. A cierre de 2021, era de 57.2 días – en 2012, el indicador fue de 55.5 días –, a pesar de haber alcanzado una mayor rotación de existencias (en 2012, fue 4.2x y, en 2021, 4.4x). Sin embargo, en un periodo de 10 años, Laive S. A. pasó de 47.1 días de cobro en 2013 a 32.2 días de cobro en 2021 como resultado de una política de disminución del período medio de cobro, práctica que Leche Gloria no ha incluido en su estrategia.
- **Período promedio de existencias o inventarios:** representa el número de días que requiere la empresa para convertir sus existencias en efectivo; según su evolución desde 2012 a 2021, ha reducido este indicador en -5.6%, siendo de 81.0 días, al cierre de 2021, como resultado de cambios en las políticas internas en la gestión de inventarios, mientras que Laive en el mismo período incrementó su promedio de 56.6 días a 75.1 días.
- **Período promedio de pago:** al cierre de 2021, este indicador era de 103.8 días, que representaba el número de días que la empresa necesitaba para pagar a sus proveedores; en los últimos 10 años había incrementado en 43.5%, principalmente los últimos años como parte de su estrategia para minimizar el impacto de la pandemia de COVID-19, en comparación con Laive, que pasó de 66.6 días de pago a 77.5, como resultado de una política de incremento en el período medio de pago, práctica que Leche Gloria no incluyó en su estrategia.

- **Ratios de endeudamiento**

- **Relación deuda/patrimonio:** a cierre de 2021, se obtuvo una relación de 1.8x como resultado de la deuda de saldos de pagarés bancarios que vencen en 2021 y que contrajo debido a la pandemia. La relación promedio era de 1.0x, en comparación con Laive, que había mantenido en un período de 10 años una relación promedio de 1.0x, debido a que financió sus inversiones en activo fijo con préstamos bancarios de corto y mediano plazo.
- **Razón de deuda/activo:** la deuda total de la empresa Leche Gloria S. A. respecto del total de sus activos es de un 60%; este es un valor adecuado por lo cual mantiene su autonomía en su administración y su gestión sin tener un nivel de recursos

propios elevado, mientras que Laive tiene un 90% de deuda/activo, lo cual demuestra una deficiente autonomía financiera.

- **Ratios de rentabilidad**

- **Rentabilidad sobre las ventas (ROS):** a través de este indicador, se puede observar la eficiencia operativa de la empresa. Al revisar el histórico entre 2012 y 2015, se determinó que la empresa crecía en ventas aproximadamente en 7.9%; luego, ingresó en una etapa de no crecimiento desde 2016 a 2019, fase en la cual también se comenzó a amortizar los intangibles. Al cierre de 2021, el indicador había disminuido a 6.0%.
- **Margen bruto:** al cierre de 2021, el indicador era de 23.2%, cifra que se había reducido en los últimos 10 años en -3.4% anual (en 2012, era de 26.6%), a pesar de la integración vertical de la empresa y del monopsonio que ejerce en el sector sobre los precios de compra de leche fresca a los ganaderos frente a su competencia. Laive, por su lado, en ese mismo periodo, había mantenido un indicador promedio de 22.1% y, al cierre de 2021, había alcanzado una rentabilidad de 21.1%.
- **Rentabilidad sobre activos (ROA):** este indicador mide cuán es efectiva la empresa para convertir la inversión (activos) en ingresos. A cierre de 2021, el indicador era de 6.8%, cifra menor respecto de 2020 en -11.69% debido a que cuenta con saldo de efectivo (cuentas corrientes estadounidenses en entidades financieras del mercado local, de libre disponibilidad y que no devengan intereses). Sin embargo, el indicador había disminuido en un periodo de 10 años (en 2012, era de 9.9%), hasta alcanzar niveles de 4.9% y 4.5% en 2018 y 2019, respectivamente. Debido a una caída en las ventas, la tendencia se revirtió para 2020 y 2021 con 7.7% y 6.8%. En cuanto a Laive, en 2013 fue de 4.1% y en 2021 cerró en 2.5%, lo que demuestra que la eficiencia de los activos de Gloria es superior a la de Laive.
- **Rentabilidad sobre patrimonio (ROE):** este indicador revela qué tan eficiente es la empresa en la generación de ganancias para el accionista. En el periodo evaluado de 2012 a 2021, Gloria creció de 17.3% a 19.3%, lo cual generó mayor rentabilidad al accionista, mientras que Laive disminuyó de 9.1% a 5.5%.

Tabla 1.**Análisis de ratios financieros**

Ratios financieros	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	GLORIA	LAIVE
Liquidez general o razón corriente	1.7	1.9	1.9	1.8	1.8	1.3	1.6	1.4	1.6	-0.7%	-3.2%
Prueba ácida	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.6	0.7	0.7	0.9	1.2%	-2.3%
Período promedio de cobro (días)	55.1	53.2	57.8	64.0	63.4	56.5	63.1	65.6	57.2	0.5%	-2.9%
Rotación de existencias o inventarios	3.7	3.6	3.4	3.5	3.8	4.2	3.9	4.4	4.4	2.3%	-1.8%
Período promedio de existencias (días)	97.2	98.9	106.9	103.2	95.0	85.5	93.1	81.3	81.0	-2.2%	2.7%
Rotación de cuentas por pagar comerciales	6.3	6.5	5.8	5.8	6.9	6.9	6.5	7.1	4.7	-3.5%	-2.0%
Período promedio de pago (días)	88.5	79.2	88.0	77.8	52.0	71.0	96.8	96.3	103.8	2.0%	2.1%
Relación deuda/patrimonio	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	0.7	1.8	11.4%	3.0%
Razón de patrimonio a activo	56.6	54.2	54.2	51.1	51.1	47.3	47.4	58.5	35.5	-5.7%	-2.4%
Razón de deuda/activo	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.6	5.1%	0.6%
Razón de composición de la deuda	27.3	26.4	26.4	25.3	25.3	30.7	24.6	25.8	30.9	1.5%	0.6%
Rentabilidad sobre las ventas (ROS)	8.3	7.3	7.3	6.1	4.6	4.6	4.3	6.7	6.0	-3.9%	-3.6%
Margen bruto	27.9	24.7	24.7	27.4	30.3	22.0	21.5	23.2	23.2	-2.3%	-0.4%
Rentabilidad sobre activos (ROA)	9.8	8.6	8.6	6.9	5.0	4.9	4.5	7.7	6.8	-4.4%	-6.2%
Rentabilidad sobre patrimonio (ROE)	17.3	15.9	15.9	13.5	9.9	10.4	9.5	13.2	19.3	1.4%	-4.8%

Nota: Adaptado de Estados Financieros de Leche Gloria 2013-2021 (Superintendencia del Mercado de Valores [SMV], 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021).

5.1.2 Necesidades operativas de fondos (NOF) y fondo de maniobra (FM)

- **Necesidades operativas de fondos (NOF):** son una medida financiera que las empresas utilizan para estimar el capital requerido que necesitan para mantener sus operaciones diarias; se puede expresar como la diferencia entre los activos operativos circulantes y los pasivos operativos circulantes. Los activos operativos circulantes están conformados de activos de los que se espera que se conviertan en efectivo en el corto plazo como inventarios, cuentas por cobrar y otros activos líquidos; por su parte, el pasivo operativo circulante está compuesto por las deudas espontáneas a corto plazo, es decir, las que se originan del desarrollo normal de las operaciones del negocio.
- **Fondo de maniobra (FM):** representa la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante de una empresa. Su finalidad es evaluar la liquidez del negocio y su capacidad para financiar sus operaciones diarias. A partir del análisis, se obtuvo como resultado que las NOF de la compañía han resultado ser mayores que el FM en promedio de los 10 últimos años (2012-2021), lo que derivó en que el FM cubre el 72% de los activos corrientes de explotación y se puede inferir que, por la diferencia, la empresa ha tenido que recurrir a deuda negociada, asumiendo costos financieros.

De los resultados obtenidos, se puede concluir que la empresa no necesariamente está realizando una gestión ineficiente, sino que debe cuidar que en los siguientes años los indicadores del periodo medio de cobro, periodo medio de pago, periodo medio de

inventarios y su caja mínima se mantengan razonables uno a razón del otro (ver Anexo 12).

- **Características de la inversión en la empresa:** las inversiones de Leche Gloria están concentradas principalmente en los siguientes rubros:
 - **Propiedades de inversión:** comprenden principalmente terrenos y edificaciones ubicadas en Lima, Arequipa y Trujillo, y están destinados para el arrendamiento operativo a entidades relacionadas y a terceros.
 - **Propiedades de planta y equipo:** algunas de las principales inversiones realizadas han sido la adquisición de equipos de cómputo, de maquinaria para envase de lata y de sistema de gestión de datos maestros; las mejoras en la línea PET Aséptico; la habilitación de oficinas, entre otras.
 - **Intangibles:** en todas las inversiones, se ha buscado asegurar la calidad de los productos, la eficiencia en los costos y el cumplimiento de los más estrictos estándares de calidad y de protección del medio ambiente.

CAPÍTULO VI. VALORACIÓN

La valoración de la empresa Leche Gloria S. A. se realizó mediante la aplicación de distintos supuestos de tal forma que permitiesen calcular el valor de la acción y, en consecuencia, el valor de la compañía. Se procederá a explicar la metodología del cálculo realizado.

6.1 Supuestos de proyecciones

Considerando que la empresa Leche Gloria S.A. se encuentra en una etapa de madurez, se asume que sus operaciones se mantendrán en marcha sin cambios en cuanto a su giro de negocio, sobre todo por la producción y comercialización de productos lácteos y sus derivados.

El resumen de los supuestos tomados en cuenta para la proyección de los distintos componentes de los Estados Financieros se encuentra en el Anexo 18. Las proyecciones de ingresos podrán revisarse en el Anexo 15; la proyección de las inversiones (CAPEX), propiedades de inversión e intangibles, en el Anexo 16; las proyecciones del estado de situación financiera y el estado de resultados se encuentran en el Anexo 20; y el análisis horizontal y el vertical que permitirán soportar la consistencia de las proyecciones sobre la base de los supuestos de valoración se podrán ubicar en el Anexo 14.

6.2 Determinación de los flujos de caja libre y del accionista

La valoración se realizó proyectando los flujos futuros y descontándolos a una tasa de descuento (WACC). Se determinó al 31 de diciembre de 2021, considerando la información financiera publicada. Según el análisis realizado, se presentan los resultados en la Tabla 2.

Tabla 2.

Flujo de caja libre proyectado de 2022 a 2031 (en miles de soles)

<i>Free cashflow to firm</i>	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBIT x (1-t)	234,977	240,116	245,586	250,403	255,627	260,187	264,155	268,500	274,005	282,882
- Inversión neta	42,177	68,889	75,197	74,413	76,223	(134,382)	(138,389)	(152,139)	(167,759)	(167,204)
- Variación de capital de trabajo	(423,984)	(12,567)	(13,174)	(13,773)	(13,841)	(13,882)	(13,819)	(15,035)	(15,307)	(14,640)
<i>Free cashflow to firm</i>	(146,830)	296,437	307,609	311,042	318,009	111,924	111,947	101,326	90,939	101,038

Nota: Elaboración propia, 2022.

6.3 Determinación del costo promedio ponderado de capital (WACC) y el costo de capital (Ke)

La tasa de descuento empleada para determinar el flujo de caja esperado fue el costo promedio ponderado de capital (WACC), cuyos componentes son el costo de capital (Ke) y el costo de la deuda (Kd).

El WACC estimado es de 8.90% para ser utilizado a partir del año 2022 en adelante. Para calcular el costo de capital, se empleó la metodología Capital Asset Pricing Model (CAPM), que dio como resultado 9.01% en términos nominales. Por su parte, el costo de la deuda (Kd) fue obtenido de la tasa interna de retorno (TIR) publicada en la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) para los bonos emitidos por Leche Gloria con vencimiento a 20 años. Asimismo, se aplicó un factor de valor de mercado obtenido de la relación entre el valor de mercado de la deuda y el capital y la tasa de impuesto a la renta vigente al cierre de 2021 de 29.5%. El detalle del cálculo se podrá revisar en el Anexo 17.

6.4 Método de valoración

6.4.1 Método de flujo de caja descontado

De la evaluación de la aplicación de la metodología por flujo de caja descontado, se obtuvo como valor económico de la compañía de S/ 2,833 millones y el valor promedio de sus acciones es de S/ 6.72 por acción (ver Tabla 3).

Tabla 3.

Flujo de caja (en miles de soles)

Valor terminal (año 10)	
Inflación esperada	2.10%
Consumo per cápita de leche	2.86%
Tasa de crecimiento g	5.02%
WACC para valor terminal	8.90%
EBIT $n+1$	421,394
Tasa impositiva	29.50%
ROC	16.32%
Valor terminal en el año 10	5,286,349

Nota: Elaboración propia, 2022.

Como variables para la determinación de los flujo de caja descontado, se ha considerado la inflación esperada de acuerdo a la proyección publicada por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, 2021a) para 2023 de 2.10% y el consumo per cápita de leche promedio determinado para los siguientes 10 años, el cual es de 2.86%, dando origen a la tasa de crecimiento de la perpetuidad de 5.02%. Asimismo, se ha considerado la tasa de descuento de 8.90% y el EBIT afectado por la tasa de perpetuidad; se obtuvieron como resultado S/ 421 millones, el retorno sobre el capital invertido (ROC) de 16.32% y la tasa impositiva de 29.5% para 2021.

Tabla 4.**Valor por acción (en miles de soles)**

Valor patrimonial	
WACC per. crec. Extraordinario	8.90%
Valor presente FCFF	1,047,277
Valor terminal año 0	2,553,181
Efectivo	495,705
Deuda financiera	(962,758)
Valor patrimonial (S/ 000)	2,833,405
Valor promedio por acción	6.72
Valor por acción de inversión	6.07
Valor por acción común	6.79

Nota: Elaboración propia, 2022.

Para determinar el valor de la acción, se consideró la tasa de descuento calculada para periodo extraordinario, la cual es de 8.90% y con la que se han traído a valor presente los flujos futuros proyectados según la sección 6.3. Así mismo, se determinó el valor terminal para el año cero, y, sumado al efectivo y la deuda financiera, se obtuvo como resultado el valor patrimonial de S/ 2,833 millones. Ahora bien, al dividir el valor patrimonial entre el número de acciones comunes y de inversión de la compañía, se obtuvo como resultado 6.72, que representa el valor promedio de cada acción al 31 de diciembre de 2021 (ver Tabla 4). Extrapolando la relación entre acciones comunes y de inversión del promedio de cuatro empresas industriales, tal como se muestra en el Anexo 23, se halló como resultado S/ 6.79 y S/6.07 para las acciones comunes y de inversión, respectivamente.

6.4.2 Valorización por múltiplos

El método de comparables refiere a la valoración basada en múltiplos de activos similares o múltiplos de valor de la empresa. Se debe considerar que los múltiplos no pueden ser evaluados de forma aislada, sino más bien se deben evaluar según su relación con las ganancias, activos netos u otra medida de valor. Mediante la aplicación de este método, se busca evaluar la cotización del mercado de la empresa en relación con alguna medida de valor relevante para los inversionistas.

- **Selección de las empresas comparables**
 - **Comparables externos nacionales:** como estrategia inicial de búsqueda, se puso énfasis en identificar empresas dedicadas a la realización de actividades similares a las efectuadas por Leche Gloria S. A. en su actividad principal. Sin embargo, no se identificaron empresas independientes dedicadas a la manufactura y la comercialización de productos lácteos y derivados y que cuenten con información

pública. Cabe indicar que la información sobre empresas peruanas con información financiera pública disponible puede ser obtenida de diversas fuentes de información. En el caso de la presente investigación, se revisó la información publicada en la página web de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). La SMV es un organismo público cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas. En ese sentido, publica información sobre empresas registradas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y, por ello, obligadas a presentar información financiera y de negocios detallada.

- **Comparables externos internacionales:** Se tomó en consideración el *core* de negocio de la compañía, es decir, su actividad principal. Frente a ello, las empresas comparables elegidas se dedican a las mismas o similares actividades a las que se dedica Gloria en su actividad principal, manufactura y comercialización de productos alimenticios.

De la base de datos por industria de los datos publicados en www.damodaran.com, se seleccionaron las empresas que se encuentran en el rubro de *food & processing* y que se encuentran en países emergentes; además, a partir de la revisión individual de su información pública, se identificaron aquellas que son más parecidas en cuanto a la producción y la comercialización de productos alimenticios. Las empresas comparables seleccionadas fueron Grupo Herdez, Danone S. A., Nestlé S. A. (ver Tabla 5). En el Anexo 21, se detalla la información resumida de cada empresa seleccionada.

Tabla 5.

Empresas comparables

Nombre de la compañía	Grupo de industria	Sector primario	País	Broad group	Subgroup
Danone S.A. (ENXTPA:BN)	Food Processing	Consumer Staples	France	Developed Europe	EU & Environs
Grupo Herdez, S.A.B. de C.V. (BMV:HERDEZ *)	Food Processing	Consumer Staples	México	Emerging Markets	Latin America & Caribbean
Nestlé S.A. (SWX:NESN)	Food Processing	Consumer Staples	Switzerland	Developed Europe	EU & Environs

Nota: Adaptado de Damodaran, 2021. Elaboración propia.

Sobre la base de los múltiplos obtenidos por cada empresa, se obtuvo que el promedio del P/E⁴, P/CF⁵, P/BV⁶, P/S⁷ y el EV/EBITDA⁸ de las compañías Grupo Herdez, Danone S.A., y Nestlé S.A. arrojaron como resultado 19.64, 23.11, 3.13, 2.01 y 11.92, respectivamente.

6.5 Justificación del uso de métodos

- **Valorización por flujo de caja descontado**

El uso de este método permite evaluar el potencial de una inversión determinada, así como las oportunidades de retorno y sus riesgos. La proyección de los flujos futuros se ha realizado sobre la base de información disponible que permite tener una visión de los hechos históricos y, así, a través del entendimiento del negocio y sus indicadores, proyectar cada uno de sus componentes.

- **Valorización por múltiplos**

La selección de empresas comparables permite identificar y seleccionar empresas con funciones, activos y riesgos similares, a pesar de que los servicios no sean exactamente iguales, ya que la comparabilidad se efectúa sobre la base de los márgenes de rentabilidad y no de los precios pactados por la operación bajo análisis. Mediante este método, se buscó obtener un rango de valores relativos a otras empresa similares y así inferir el valor de las acciones de la compañía.

6.6 Conclusiones

A partir del análisis, para obtener el valor del efectivo que genera el negocio sin considerar los flujos de financiamiento o de inversión no operativos bajo el método del flujo de caja descontado (*free cash flow to the firm*), se obtuvo como resultado S/ 6.07 por acción de inversión, valor que se encuentra por debajo del valor de cotización de S/ 8.00, lo cual implica que estaría sobrevaluada en el mercado; sin embargo, la empresa ha adquirido madurez y solidez sobre sus procesos y productos en el tiempo, motivo por el cual se considera que el inversionista debería mantener sus acciones.

⁴ *Price to earnings ratio* (precio por acción / ganancias por acción)

⁵ *Price to cashflow ratio* (precio de la acción/ flujo de caja por acción)

⁶ *Price to book value ratio* (precio de la acción /valor en libros del patrimonio por acción)

⁷ *Price to sales ratio* (precio de la acción / ventas por acción)

⁸ *Enterprise Value to EBITDA ratio* (valor de la empresa/ EBITDA por acción)

De los múltiplos comparados, se obtuvo como resultado de la valuación por el múltiplo EV/EBITDA, un valor de EV por acción USD 3.15, o S/ 12.58, que se determinó luego de multiplicar el EV/EBITDA promedio de la industria por el EBITDA por acción de la compañía.

Así mismo, luego de multiplicar dicho valor por el total de acciones de la compañía (421,619 miles) sumado al efectivo de S/ 496 millones y disminuido por el total de la deuda financiera de S/ 1,095 millones, se obtuvo el valor patrimonial de la compañía en S/4,706 millones y un valor por acción común de S/11.27 y por acción de inversión de S/10.08. Por lo tanto, en comparación con la cotización del mercado de S/8.00 al cierre de 2021, la acción se encontraría subvaluada.

Por su parte, al evaluar el múltiplo *price/sales*, se ha obtenido un resultado un valor patrimonial de S/ 7,565 millones y a su vez un valor por acción de inversión de S/ 16.21. Cabe resaltar que este múltiplo evalúa la gestión respecto de los ingresos que genera la compañía sin tener en cuenta la estructura de costos. Del resultado obtenido se puede concluir que, en comparación con la cotización del mercado de S/8.00 al cierre de 2021, la acción se encontraría subvaluada.

CAPÍTULO VII. ANÁLISIS DE RIESGO

Leche Gloria es una reconocida empresa láctea que opera desde hace más de 70 años. Desarrolla una gestión integral de riesgos, con roles y responsabilidades, y apoya el control de sus procesos con auditorías internas y externas⁹; sin embargo, como todo negocio, no es inmune a los riesgos. A continuación, se detallan los riesgos financieros, operativos y de reputación que enfrenta la compañía y cómo pueden afectar su desempeño.

- **Riesgos financieros:** Leche Gloria es una empresa que depende en gran medida de los precios de las materias primas. La fluctuación de los precios de la leche, el azúcar, la hojalata o el cacao pueden afectar significativamente la rentabilidad de la empresa. Tal es así que el incremento de pago a los proveedores acarrearía mayores costos de producción, lo cual se trasladaría al consumidor y podría generar un efecto negativo en las ventas. Asimismo, Leche Gloria tiene un alto nivel de deuda, motivo por el cual se podría ver afectado el cumplimiento de sus obligaciones financieras; ello obligaría a vender activos o declararse en quiebra en caso extremo.
- **Riesgos operativos:** los riesgos operativos que son enfrentados por la compañía pueden presentarse ante interrupciones de la cadena de suministros, que pueden llevarse a cabo por desastres naturales, problemas en el transporte o problemas financieros de los proveedores. Estas interrupciones, a su vez, ocasionarían retrasos en la producción y la oportunidad de entrega de sus pedidos, lo que afectaría negativamente la satisfacción del cliente.

La calidad del producto y los riesgos de seguridad también son preocupaciones importantes para Leche Gloria, debido a que deben asegurar productos de calidad y estándares seguros. En caso contrario, puede ocasionar retiros del producto, problemas legales o afectar la reputación de la empresa, lo que representaría cuantitativamente un incremento de los gastos por pago de multas y penalidades, además de la disminución de los ingresos por los daños reputacionales o retiro de los productos principales que tienen una presencia masiva en el mercado.

- **Riesgo reputacional:** la publicidad negativa y su difusión en los medios de comunicación puede afectar seriamente la reputación de la empresa. Esta publicidad puede estar o no relacionada con los productos directamente, debido que cualquier falla

⁹ Con base en el Reporte de Sostenibilidad de Gloria de 2021 (Grupo Gloria, 2022b).

a nivel operacional podría generar una difusión polémica que perjudicaría la marca. Por otro lado, los consumidores son cada vez más concientes del impacto del accionar de las empresas en el medio ambiente y la sociedad; por tanto, en el caso de percibir que la empresa no es socialmente responsable o amigable con el medio ambiente, la marca se vería afectada ante la percepción del consumidor.

En conclusión, Leche Gloria a pesar de haber construido una sólida reputación y posicionamiento en el mercado, y alcanzado un nivel de madurez en cuanto a su operación, enfrenta varios riesgos que puede afectar su desempeño. En ese sentido, la empresa necesita implementar estrategias efectivas de gestión de riesgos y así mantener su posición competitiva dentro de la industria láctea.

7.1 Matriz de riesgos

Se identificaron los principales temas que representarían un riesgo para la empresa y que se traducirían finalmente en pérdidas económicas o disminución de sus ingresos (ver Tabla 6).

Tabla 6.

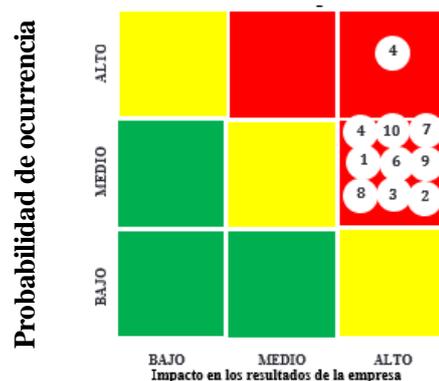
Principales riesgos identificados

N°	Temas identificados
1	Mayor porcentaje de ventas concentrados en un solo producto
2	Cambios en la legislación por las restricciones en adquisición de insumos
3	Incremento del costo de los aranceles
4	Incremento de los precios internacionales de la hojalata, la leche en polvo y otros insumos
5	Incremento de las tasas de interés de referencia
6	Incremento en el tipo de cambio
7	Problemas de la calidad en los productos.
8	Dificultad de transporte de las materias primas
9	Paradas de máquina por problemas técnicos
10	Eventos que comprometan el prestigio de la marca.

Nota: Elaboración propia, 2022.

Figura 3.

Matriz de riesgos



Nota: Elaboración propia, 2022.

La mayoría de los riesgos identificados se encuentran con una probabilidad de ocurrencia media (ver Figura 3); sin embargo, si ocurriesen, tendrían un alto impacto para la empresa.

7.2 Análisis de sensibilidad

A razón de las variables analizadas, tales como el crecimiento per cápita del consumo de la leche y la inflación, se obtuvo tras su combinación la tasa de perpetuidad g ; para la determinación del valor patrimonial trayendo a valor presente los flujos futuros, es necesaria la tasa de descuento WACC. Ambas variables fueron analizadas combinando supuestos de variación de 0.5% y 1% respectivamente. En la Tabla 7, se presenta la sensibilidad del WACC y la tasa de perpetuidad.

Tabla 7.

Sensibilidad del WACC y la tasa de perpetuidad

	Tasa g de largo plazo					
	5.02%	4.02%	4.52%	5.02%	5.52%	6.02%
	6.90%	37.14%	55.85%	84.51%	133.89%	239.25%
	7.90%	7.09%	15.83%	27.59%	44.30%	69.88%
WACC	8.90%	-10.65%	-5.93%	0.00%	7.69%	18.04%
	9.90%	-22.36%	-19.61%	-16.29%	-12.21%	-7.09%
	10.90%	-30.66%	-28.99%	-27.04%	-24.72%	-21.93%

Nota: Elaboración propia, 2022.

Del análisis por las variaciones de la tasa de descuento y la tasa de perpetuidad g , se concluye que el valor de la acción se encuentra altamente condicionado a su variación.

7.3. Riesgos no considerados en la valoración

Para efectos de la presente valoración, no se han considerado variables relacionadas con el ambiente como desastres naturales, problemas sociales como paros indefinidos o cierre de plantas por agravio de las comunidades o huelgas ganaderas; además, no es posible calcular con exactitud el factor de contribución sobre los resultados de la compañía por su naturaleza de eventualidad.

7.4 Conclusiones

Leche Gloria es una empresa consolidada en el mercado peruano con una representación del 82% del mercado de los lácteos y sus derivados. Sin embargo, si se presentara drásticamente un cambio en el porcentaje de inflación o disminución del consumo per cápita, y un incremento del costo de la deuda e incluso el riesgo país, la compañía se vería afectada seriamente debido a que es altamente sensible a los cambios por las variables que dan como resultado el WACC y la tasa de perpetuidad g .

CAPÍTULO VIII. RESUMEN DE LA INVERSIÓN

8.1 Resultados

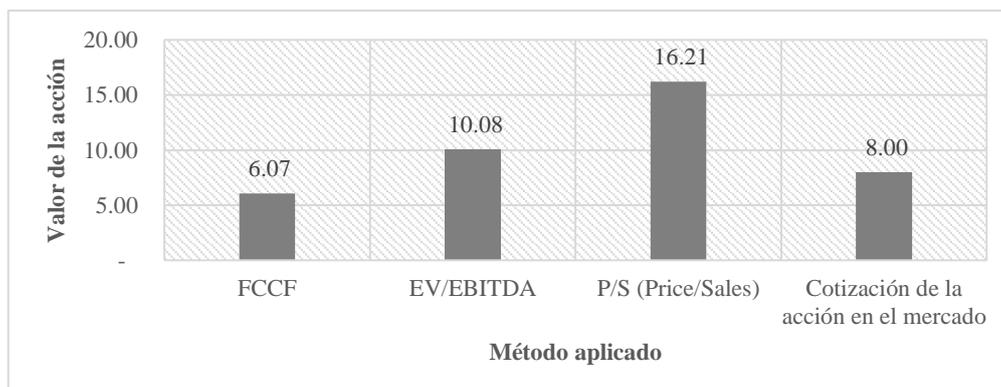
A través del análisis realizado con el fin de determinar el valor patrimonial y el valor por cada acción mediante los métodos del FCFE y los múltiplos EV/EBITDA y P/VENTAS, se obtuvieron los siguientes resultados:

- Se infiere de la estimación de sus flujos futuros traídos a valor presente por el método del FCFE que el valor es de S/ 6.07 por acción de inversión. Al encontrarse por debajo de su valor de cotización en bolsa de S/8.00, en el mercado se encontraría sobrevaluada y se asume que existen otros factores como la madurez de sus procesos y la participación del mercado que brindarían explicación a esta diferencia.
- A partir del análisis de los múltiplos EV/EBITDA y P/VENTAS realizados del Grupo Herdez, Danonne SA.y Nestlé S.A., se obtuvieron como resultados para el valor de la acción de inversión S/10.08 y S/16.21, respectivamente, y de ello se infiere que la compañía se encuentra subvaluada en el mercado, considerando que en bolsa se cotiza a S/8.00. El mayor valor fundamental se explicaría por el potencial de crecimiento para alcanzar los ratios promedios de sus empresas comparables y las expectativas favorables de los inversores, por ser una empresa que ha alcanzado una madurez en sus procesos y productos, así como una presencia en el mercado nacional aún inalcanzable por la competencia.

El valor de la acción de inversión se observa en la Figura 4.

Figura 4.

Valor de la acción de inversión



Nota: Elaboración propia, 2022.

8.2 Recomendaciones

Se recomienda mantener las acciones de Gloria, ya que según los datos analizados a diciembre 2021, el valor por acción de inversión es de S/ 6.07 bajo el método FCCF, mientras que en el mercado se cotiza en S/8.00. Sin embargo, bajo el método de los múltiplos EV/EBITDA y P/VENTAS, se obtuvieron valores de S/10.08 y 16.21, que superan el valor por acción de inversión que cotiza en el mercado, lo cual podría ser un indicador que la empresa tiene potencial de crecimiento por las experiencias similares de las empresas comparables del sector y las expectativas favorables de los inversores respecto de la marca bien posicionada en el mercado peruano. No obstante, un inversionista en la empresa deberá tener en cuenta los riesgos que podrían impactar directamente el valor de la acción.

Bibliografía

- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2021a). *Reporte de Inflación. Diciembre 2021. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2021-2023.*
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2021/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2021.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2021b). *Reporte de Inflación. Setiembre 2021.*
<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2021/setiembre/reporte-de-inflacion-setiembre-2021-sintesis.pdf>
- Bolsa de Valores de Lima (BVL). (s. f.). Leche Gloria S. A.
<https://www.bvl.com.pe/emisores/detalle?companyCode=36100>
- Damodaran, A. (2023). *Damodaran online.* <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Grupo Gloria. (2018a). *Iniciativas. Reconocidos por Merco Reputación 2021.*
https://www.gloria.com.pe/Site/noticias_detalle/reconocidos-por-merco-reputacion-2021#:~:text=Compartimos%20con%20ustedes%20una%20buena,del%20puesto%2050%20al%2034
- Grupo Gloria. (2018b). *Nosotros. Nuestra Historia.* <https://www.gloria.com.pe/nosotros>
- Grupo Gloria. (2022a). *Leche Gloria S. A. Memoria Anual 2021.*
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Leche%20Gloria.pdf>
- Grupo Gloria. (2022b). *Reporte de Sostenibilidad 2021.*
<https://www.gloria.com.pe/images/Reporte%20de%20Sostenibilidad%202021.pdf>
- Investing Pro. (s. f. a). *Danone SA. Cap. Mercado.*
<https://es.investing.com/pro/TGAT:DANO/explorer/marketcap>
- Investing Pro. (s. f. b). *Grupo Herdez, S. A. B. De C.V.*
https://es.investing.com/pro/BMV:HERDEZ*/explorer/pe_ltm
- Investing Pro. (s. f. c). *Nestlé S. A. Cap. Mercado.*
<https://es.investing.com/pro/SWX:NESN/explorer/marketcap>
- Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual [Indecopi]. (2021, 9 de noviembre). *Informe de lanzamiento del estudio de mercado*

sobre el sector lácteo en el Perú. <https://www.gob.pe/institucion/indecopi/informes-publicaciones/2325778-informe-de-lanzamiento-del-estudio-de-mercado-sobre-el-sector-lacteo-en-el-peru>

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. Diciembre 2022.*

<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>

Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (2021). *Perú. Estado de la Población en el Año del Bicentenario, 2021.*

https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1803/1ibro.pdf

Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (s. f.). *Producción nacional.*

<https://www.inei.gob.pe/biblioteca-virtual/boletines/produccion-nacional/1/>

Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego [Midagri]. (2022a). *Boletín Trimestral N°01-2022. Observatorio de Commodities. Leche y Derivados*

<https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/3474939/Commodities%20Leche%20y%20Derivados%3A%20ene-mar%202022.pdf?v=1685571885>

Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego [Midagri]. (2022b). *Boletín Mensual “El Agro en Cifras” – diciembre 2022.* <https://www.gob.pe/institucion/midagri/informes-publicaciones/1763886-boletin-estadistico-mensual-el-agro-en-cifras-2021>

Observatorio de la Cadena Láctea Argentina [OCLA]. (2022, 17 de enero). *Situación de la lechería mundial durante el año 2020.*

<https://www.ocla.org.ar/contents/news/details/21526508-situacion-de-la-lecheria-mundial-durante-el-ano-2020>

Pinto, J., Henry, E., Robinson, T., Stowe, J., & Cohen, A. (2020). *Equity Asset Valuation*. 4a ed. Wiley

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2012). *Finanzas corporativas*. 9a ed. McGraw-Hill.

- Superintendencia de Mercado de Valores [SMV]. (s. f.). *Información financiera*.
https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2022a). *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>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2022b). *Austral Group S.A.A. Estados financieros separados 31 de diciembre de 2021 y 31 de diciembre de 2020*.
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Estados%20Financieros.pdf>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2021). *Leche Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2020 y de 2019 junto con el dictamen de los auditores independientes*.
https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria_auditado_2020.pdf
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2020). *Leche Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2019 y de 2018 junto con el dictamen de los auditores independientes*.
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Leche%20Gloria%202019-18.pdf>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2019). *Leche Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 junto con el dictamen de los auditores independientes*.
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20SA%20311218%2017.pdf>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2018). *Leche Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2017 y de 2016 junto con el dictamen de los auditores independientes*.
https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria_SA_31_12_17.pdf
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2017). *Leche Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes*.
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2016). *Leche Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2015 y de 2014 junto con el dictamen de los auditores independientes.*

<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2014-15uv.pdf>

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2015). *Gloria S. A. Dictamen de los auditores independientes. Estados Financieros Separados. Años terminados el 31 de diciembre de 2014 y 2013.*

<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20Aud%2031dic14.pdf>

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2014). *Gloria S. A. Notas a los estados financieros separados. 31 de diciembre de 2013.*

<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20Aud%2031dic13.pdf>

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]. (2013). *Gloria S. A. Notas a los estados financieros separados. 31 de diciembre de 2012.*

<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20Aud%2031dic12.pdf>

Yahoo Finance. (s. f. a). *Grupo Herdez, S.A.B. de C.V. (HERDEZ.MX).*

<https://finance.yahoo.com/quote/HERDEZ.MX/history?period1=1638316800&period2=1640908800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

Yahoo Finance. (s. f. b). *Danone S. A. (DANOY).*

<https://finance.yahoo.com/quote/DANOY/history?period1=1638316800&period2=1640908800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

ANEXOS

Anexo 1. Hechos de importancia

1941		1999		2003		2013		2016		2019
Se constituye Leche Gloria S.A. en la ciudad de Arequipa por la empresa General Milk Company Inc.		<ul style="list-style-type: none"> - Se absorbe por fusión a la empresa Carnilac S.A. - Se inicia la exportación de leche evaporada a Haití y a otros mercados de Caribe y Sudamérica. - Se inicia la producción de la planta de derivados en Huachipa. 		<ul style="list-style-type: none"> - Se inician operaciones en la planta de concentración de leche en Trujillo. - Se inicia el funcionamiento de la planta de acopio de leche en El Empalme, en Cajamarca. 		<ul style="list-style-type: none"> - Se realiza la robotización del paletizado de cajas de leche evaporada en Huachipa. - Se inicia la producción de la leche condensada en Huachipa. 		<ul style="list-style-type: none"> - Se invierten alrededor de 25 millones de dólares en una línea de producción de leche evaporada para atender el programa Qali Warma. - Se produce leche condensada en un empaque flexible (<i>doypack</i>) en Huachipa. - Se inicia la producción de leche UHT en Arequipa. 		<ul style="list-style-type: none"> - Se invierte alrededor de 30 millones de dólares en una línea de producción aséptica de soplado, llenado y envasado, la cual garantiza que los productos mantengan sus propiedades sin preservantes ni refrigeración. - Se realiza el documental <i>Hecho en Perú</i> por Discovery Channel.
	1995		2002		2004	2012		2014-2015		2018
	Se reemplaza la lata del envase de la leche y adopta las latas <i>open top</i> .		<ul style="list-style-type: none"> - Se inicia la exportación de leche al mercado africano y al Medio Oriente - Se obtiene la certificación ISO 9001. 		<ul style="list-style-type: none"> - Se inician las operaciones en las plantas de acopio de leche de Chiclayo (Lambayeque), Virú (La Libertad), Hualar (Lima), Cañete (Lima) y Pisco (Lima) 	<ul style="list-style-type: none"> - Se inauguran las plantas de yogurt y refrescos en la ciudad de Arequipa. - Se obtiene la certificación BASC (Business Alliance for Secure Commerce). 		<ul style="list-style-type: none"> - Certificaciones FSSC 22000, que avalan la inocuidad de alimentos. - Certificaciones OHSAS 18001, que avalan el sistema de gestión de la seguridad y salud en el trabajo. - Certificaciones OHSAS 18001 sobre salud y ocupaciones. 		<ul style="list-style-type: none"> - Se lanza la marca Gloria en el mercado de Colombia. - Recibe de la certificación OEA (Operador Económico Autorizado) sobre comercio seguro en la prevención de actividades ilícitas.

Nota: Adaptado de Grupo Gloria, 2018b.

Anexo 2. Composición accionaria

Participación en el patrimonio

Tenencia	Menor al 1%	Entre 1% y 5%	Entre 5% y 10%	Mayor al 10%	Total
Acciones con derecho a voto					
Número de accionistas	3	2	1	2	8
Porcentaje de participación	0.05%	4.35%	8.84%	86.76%	100.00%
Acciones de inversión					
Número de accionistas	964	3	1	2	970
Porcentaje de participación	16.70%	4.54%	5.90%	72.86%	100.00%

Nota: Adaptado de Grupo Gloria, 2022b.

Accionistas	Porcentaje de participación accionaria	Valor nominal por acción	Cantidad de acciones	País de domicilio
Gloria Foods JORB S.A.	75.55%	1	288,980,341	(Perú)
Silverstone Holding S.A.	11.22%	1	42,916,736	(Perú)
Racionalización Empresarial S.A.	8.84%	1	33,813,186	(Perú)
Vito Rodríguez Rodríguez	2.63%	1	10,059,805	(Perú)
Jorge Rodríguez Rodríguez	1.71%	1	6,540,786	(Perú)
Otros	0.05%	1	191,251	(Perú)
	100.00%		382,502,106	

Nota: Adaptado de Grupo Gloria, 2022b.

Anexo 3. Análisis de la cadena de valor



Nota: Elaboración propia, con base en información obtenida de Grupo Gloria, 2022b.

Anexo 4. Modelo Canvas

Asociaciones clave	Actividades clave	Propuesta de valor	Relaciones con clientes	Segmentos de mercado
<ul style="list-style-type: none"> - Proveedores de leche (ganaderos) - Distribuidores - Bancos - Accionistas - Bonistas 	<ul style="list-style-type: none"> - Acopio de leche - Producción - Distribución - Consumo - Reciclaje 	<ul style="list-style-type: none"> - Productos saludables y nutritivos al alcance del mercado - Diversificación e innovación de sus productos con el objetivo de cubrir las nuevas necesidades de los consumidores 	<ul style="list-style-type: none"> - Asistencia informativa sobre nutrición, alimentos y salud. 	<ul style="list-style-type: none"> - Lácteos - Derivados lácteos - Bebidas - Alimentos
	Recursos clave		Canales	
	<ul style="list-style-type: none"> - Plantas de acopio - Plantas procesadoras - Líneas de crédito 		<ul style="list-style-type: none"> - Deprodeca S. A. - Supermercados - Mayoristas 	
Estructura de costos		Fuentes de ingreso		
Fijos: <ul style="list-style-type: none"> - Planta - Maquinaria - Unidades de transporte Variables: <ul style="list-style-type: none"> - Leche - Azúcar - Bobinas de hojalata 		<ul style="list-style-type: none"> - Venta de productos - Prestación de servicios de gerenciamiento - Arrendamientos 		

Nota: Elaboración propia, con base en información obtenida de Grupo Gloria, 2022b.

Anexo 5. Factores organizativos y sociales

Órgano de Gobierno	Funciones
Junta General de Accionistas	Órgano supremo de la sociedad encargado de la aprobación de la política de retribución del Directorio, la aprobación de los estados financieros y el nombramiento de los miembros del Directorio.
Directorio	Aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la sociedad; establecer objetivos, metas y planes de acción; controlar y supervisar la gestión; y encargarse del gobierno de la sociedad
Gerencia General	Cumplir y velar por el cumplimiento de la política de entrega de información oportuna al Directorio para que aquel adopte decisiones debidamente informadas y se mantenga al tanto de los principales hechos que atañen a la sociedad. Asimismo, es el órgano encargado de la administración de la sociedad.

Nota: Elaboración propia, 2022.

Anexo 6. Análisis Político, Económico, Social y Tecnológico (PEST)

Factores	Impacto	Grado de ocurrencia	Oportunidad o amenaza
Factores políticos			
Modificación del Reglamento de la Leche y Productos Lácteos, que permitirá solo el uso de leche fresca en la preparación de leche evaporada	Déficit de leche, ya que la producción de leche cruda nacional cubre el 71% de la demanda nacional	Alta	Amenaza: Incremento de precios para los consumidores
Factores económicos			
Incremento de precio de los fertilizantes y el elevado costo de los insumos para la crianza del ganado	Los ganaderos venden sus vacas porque no les alcanza el dinero para la crianza.	Alta	Amenaza: El incremento en los costos de la leche de vaca generaría un aumento en los precios de venta al consumidor final.
Alza del precio del combustible	Huelgas y bloqueos de carreteras realizados por transportistas.	Alta	Amenaza: Incremento en los costos de distribución de la leche.
Aumento del tipo de cambio	Exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio, debido a que la compañía mantiene deudas en dólares, mientras que recibe ingresos en soles.	Alta	Amenaza: Pérdidas en los resultados del ejercicio por fluctuaciones en el tipo de cambio
Factores sociales			
Falta de condiciones que favorezcan el empleo e inversión privada.	La pobreza monetaria podría llegar a niveles de 30% en el mediano plazo, según el BBVA Research.	Alta	Amenaza: Disminución en el nivel de ventas de la compañía
Factores tecnológicos			
Acceso a investigaciones aplicadas en adaptación tecnológica	Innovación en procesos productivos de los ganaderos	Alta	Oportunidad: Detección de enfermedades como la mastitis en animales lecheros

Nota: Elaboración propia, 2022.

Anexo 7. Matriz Analítica de Formación de Estrategias (MAFE)

	Fortalezas	Debilidades
Matriz MAFE	<ol style="list-style-type: none"> 1. Posicionamiento de marca en el mercado peruano 2. Poder de decisión sobre el precio de la leche, debido que la leche es un producto altamente perecible 3. Conocimiento del sector y dominio del proceso productivo 4. Diversificación del acopio de una de sus principales fuentes de materia prima 5. Capacidad de innovación y de lanzar nuevas propuestas de productos. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Alta sensibilidad del costo del transporte de sus materias primas como la leche en polvo y la hojalata ante los precios del mercado internacional y de la distribución ante el precio del combustible 2. Dependencia de ganadería tradicional 3. Ausencia de cadena de frío en ciudades alejadas 4. Concentración de su producción en leche evaporada
Oportunidades	Estrategias FO	Estrategias DO
<ol style="list-style-type: none"> 1. Barreras de entrada al mercado de producto terminado a base de lácteos ya que demanda altos requerimientos de capital 2. La leche, al ser un producto de la canasta básica familiar, presenta un comportamiento inelástico en la oferta ante el incremento del precio 3. Implementación de herramientas adecuadas de prevención y control sanitario 	<p>Desarrollar canales de atención en línea tanto para la venta nacional o extranjera.</p> <p>Invertir en investigación y desarrollo de la ganadería.</p>	<p>Brindar reclutamiento especializado y entrenamiento dirigido a los hijos de ganaderos que busquen especializar en el sector lácteo.</p> <p>Utilizar la leche fresca como única materia prima sin aditivos como la leche en polvo, que genera un impacto negativo en la empresa tanto reputacional como financiero.</p>
Amenazas	Estrategias FA	Estrategias DA
<ol style="list-style-type: none"> 1. Producción ganadera con empleo de mejor tecnología que pueda abaratar costos de nuevos competidores 2. Competidores con fórmulas con mejor sabor 3. Costos de los fletes y alquiler de contenedores en el comercio internacional 4. Pandemias 5. Fenómenos naturales que imposibiliten el tránsito normal de las materias primas 6. Mala publicidad por denuncias en Indecopi 7. Insuficiente control de la inocuidad de los productos ganaderos 	<p>Crear un plan de marketing sostenible basado en el soporte nutricional exigido por el estado peruano.</p>	<p>Liderazgo en costos sin afectar a los actores que participan en la cadena productiva.</p>

Nota: Elaboración propia, 2022.

Anexo 8. Análisis de Porter

Amenaza de nuevos competidores

Factor	Peso	Valor	Puntuación	Puntuación
			relativa	ponderada
1. Requerimiento de capital	20%	Alto	1	0.2
2. Economía de escala	15%	Alto	2	0.3
3. Diferenciación del producto	15%	Alto	2	0.3
4. Número de marcas	15%	Alto	2	0.3
5. Costo de cambio para el cliente	15%	Bajo	4	0.6
6. Tasa de crecimiento del sector	10%	Bajo	2	0.2
7. Protección del gobierno	10%	Mediano	2	0.2
	100%		15	2.1

Poder de negociación de los proveedores

Factor	Peso	Valor	Puntuación	Puntuación
			relativa	ponderada
1. Número de proveedores importantes	20%	Alto	4	0.8
2. Costos de cambio de proveedor	20%	Alto	2	0.4
3. Importancia del proveedor en la cadena de valor	25%	Bajo	2	0.5
4. Amenaza de integrarse hacia adelante	20%	Bajo	2	0.4
5. Amenaza de proveedores sustitutos	15%	Bajo	2	0.3
	100%		12	2.4

Poder de negociación de los clientes

Factor	Peso	Valor	Puntuación	Puntuación
			relativa	ponderada
1. Número de clientes importantes	20%	Alto	5	1
2. Importancia del costo del producto en los costos totales de los clientes	20%	Alto	4	0.8
3. Grado de estandarización del producto	20%	Bajo	2	0.4
4. Costos de cambio del cliente	20%	Bajo	4	0.8
5. Amenaza de integración hacia atrás	20%	Bajo	1	0.2
	100%		16	3.2

Amenaza de productos sustitutos

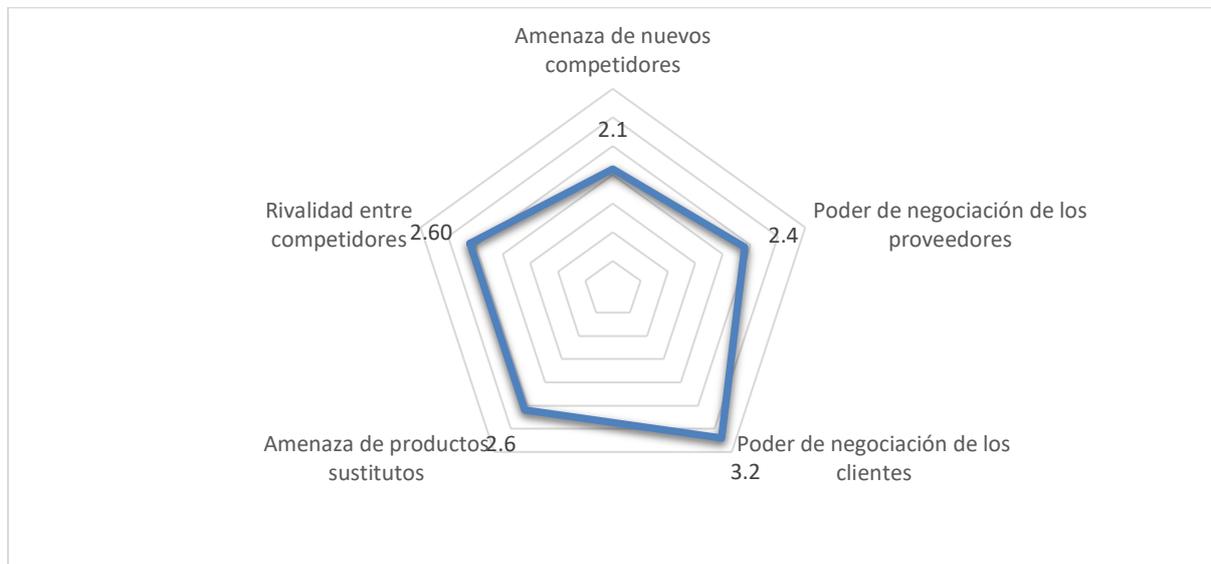
Factor	Peso	Valor	Puntuación	Puntuación
			relativa	ponderada
1. Precio relativo de los sustitutos	20%	Alto	4	0.8
2. Precio / calidad	20%	Bajo	2	0.4
3. Disponibilidad	20%	Bajo	3	0.6
4. Costos de cambio para el cliente	20%	Bajo	3	0.6
5. Preferencia del cliente hacia el sustituto	20%	Bajo	1	0.2
	100%		13	2.6

Rivalidad entre competidores

Factor	Peso	Valor	Puntuación	Puntuación
			relativa	ponderada
1. Concentración	20%	Alto	3	0.6
2. Diversidad de competidores	20%	Bajo	3	0.6
3. Diferenciación del producto	20%	Bajo	2	0.4
4. Costo de cambio	20%	Bajo	2	0.4
5. Tasa de crecimiento del sector	20%	Mediano	3	0.6
	100%		13	2.60

Nota: Elaboración propia, 2022.

En el presente anexo, se analizó cada una de las cinco fuerzas. Se puede apreciar una puntuación del 1 al 5: 3.2 es el nivel más fuerte, que corresponde al poder de negociación de los clientes.



Nota: Elaboración propia, 2022.

Anexo 9. Estado de situación financiera 2010 - 2021

Estado de situación financiera: análisis vertical

Cuenta	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Activos												
Efectivo y equivalentes al efectivo	4%	4%	2%	3%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	3%	14%
Cuentas por cobrar comerciales	17%	15%	6%	7%	8%	7%	10%	9%	10%	9%	9%	7%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1%	1%	9%	11%	11%	12%	11%	9%	5%	6%	5%	6%
Otras cuentas por cobrar	5%	3%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%
Inventarios	18%	19%	23%	24%	27%	25%	21%	19%	21%	21%	18%	22%
Otros activos no financieros	1%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Activos Corrientes	46%	42%	43%	47%	50%	48%	45%	39%	40%	39%	36%	50%
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	4%	3%	3%	3%	5%	5%	6%	5%	5%	3%	4%	3%
Cuentas por cobrar comerciales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	2%	1%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	5%	7%	2%
Otras cuentas por cobrar	5%	5%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	1%
Propiedades de inversión	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	6%	6%	6%	6%	2%
Propiedades, planta y equipo	42%	48%	48%	48%	45%	45%	47%	48%	46%	46%	44%	41%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%
Activos No Corrientes	54%	58%	57%	53%	50%	52%	55%	61%	60%	61%	64%	50%
Activo total	100%											
Pasivos y Patrimonio												
Otros pasivos financieros	3%	6%	5%	4%	6%	3%	6%	3%	8%	3%	2%	0%
Cuentas por pagar comerciales	13%	11%	9%	12%	12%	14%	7%	9%	12%	9%	9%	9%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0%	0%	3%	5%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	3%	17%
Otras cuentas por pagar	4%	6%	9%	7%	6%	7%	0%	0%	9%	10%	11%	4%
Otras provisiones	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos no financieros	1%	0%	0%	0%	0%	0%	9%	10%	0%	0%	0%	0%
Pasivos Corrientes	21%	23%	26%	27%	26%	26%	25%	24%	31%	25%	26%	31%
Otros pasivos financieros	16%	14%	13%	12%	16%	20%	20%	22%	19%	25%	13%	31%
Cuentas por pagar comerciales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otras cuentas por pagar	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otras provisiones	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Pasivos por impuestos diferidos	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
Pasivos No Corrientes	20%	18%	17%	16%	19%	23%	24%	25%	22%	28%	16%	34%
Pasivo total	41%	41%	43%	43%	46%	50%	49%	48%	53%	53%	41%	65%
Patrimonio												
Capital emitido	12%	11%	16%	15%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	11%
Acciones de inversión	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Acciones propias en cartera	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otras reservas de capital	2%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Resultados acumulados	44%	44%	37%	37%	37%	35%	35%	36%	32%	32%	43%	22%
Patrimonio	59%	59%	57%	57%	54%	50%	51%	52%	47%	47%	59%	35%
Pasivo y Patrimonio total	100%											

Nota: Elaboración propia, 2022.

Estado de situación financiera, análisis horizontal

Cuenta	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Activos											
Efectivo y equivalentes al efectivo	14.0%	-32.4%	36.4%	-49.2%	33.7%	-12.2%	55.3%	-38.7%	4.8%	90.8%	427.7%
Cuentas por cobrar comerciales	-13.6%	-53.4%	19.0%	19.5%	-2.9%	40.6%	-8.7%	23.9%	-11.3%	-9.8%	-4.4%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	62.1%	617.7%	25.0%	12.9%	21.6%	-5.3%	-22.4%	-45.4%	31.1%	-13.7%	18.5%
Otras cuentas por cobrar	-35.2%	-46.4%	-15.8%	77.4%	-41.3%	-26.4%	-9.8%	129.8%	-38.6%	-31.3%	107.8%
Inventarios	4.4%	33.7%	8.3%	25.4%	4.9%	-17.9%	-9.8%	17.0%	-1.5%	-18.1%	36.3%
Otros activos no financieros	-61.5%	0.5%	18.2%	8.0%	161.4%	-69.6%	-38.8%	75.6%	23.3%	45.3%	-49.7%
Activos Corrientes	-6.2%	9.5%	14.1%	17.9%	7.1%	-7.2%	-10.6%	3.6%	-1.5%	-11.2%	56.8%

Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	-7.4%	0.0%	12.8%	53.1%	21.6%	6.8%	0.0%	0.0%	-35.2%	1.9%	0.0%
Cuentas por cobrar comerciales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	-10.4%	193.6%	-100.0%	0.0%	0.0%	-100.0%	0.0%	0.0%	153.6%	49.3%	-70.4%
Otras cuentas por cobrar	-10.2%	-62.5%	-23.9%	-83.3%	-44.8%	228.8%	-57.7%	-88.9%	-56.0%	30497.4%	-10.6%
Propiedades de inversión	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.4%	387.7%	-1.6%	-1.6%	-1.3%	-64.0%
Propiedades, planta y equipo	16.2%	7.4%	6.0%	4.2%	11.3%	3.3%	5.2%	-2.4%	-1.8%	-6.1%	3.9%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	25.2%	-1.4%	40.2%	32.4%	49.3%	11.8%	1.2%	6.8%	25.8%	-16.4%	-9.9%
Activos No Corrientes	11.0%	5.8%	-1.7%	5.5%	15.8%	3.5%	13.5%	0.9%	0.2%	1.9%	-11.7%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Activo total	3.0%	7.4%	5.1%	11.3%	11.5%	-1.6%	2.7%	2.0%	-0.4%	-3.2%	13.0%
Pasivos y Patrimonio											
Otros pasivos financieros	97.0%	3.3%	-22.9%	72.7%	-38.5%	82.7%	-58.6%	207.2%	-55.5%	-32.2%	-100.0%
Cuentas por pagar comerciales	-11.7%	-11.3%	36.0%	11.9%	36.3%	-50.1%	33.1%	32.3%	-27.8%	1.8%	16.4%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	673.8%	791.7%	66.0%	-37.8%	-16.5%	24.5%	-19.4%	4.5%	12.5%	28.3%	520.6%
Otras cuentas por pagar	41.6%	57.2%	-14.5%	-4.1%	28.6%	-100.0%	0.0%	0.0%	10.8%	6.6%	-59.6%
Otras provisiones	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-13.9%	15.3%
Otros pasivos no financieros	-77.1%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Pasivos Corrientes	12.5%	22.1%	10.8%	7.6%	11.7%	-5.7%	-4.6%	32.8%	-20.0%	1.5%	35.0%
Otros pasivos financieros	-6.2%	-3.1%	1.6%	48.4%	37.5%	-0.8%	10.8%	-11.8%	28.7%	-50.9%	177.2%
Cuentas por pagar comerciales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-57.8%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otras cuentas por pagar	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otras provisiones	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-35.0%	83.8%
Pasivos por impuestos diferidos	0.9%	-0.4%	-0.2%	-10.6%	0.5%	12.4%	-3.2%	3.1%	-4.1%	-3.4%	-2.3%
Pasivos No Corrientes	-4.7%	-2.5%	1.2%	34.8%	32.9%	0.3%	8.6%	-10.1%	26.4%	-45.9%	143.2%
Pasivo total	4.1%	11.1%	7.0%	17.7%	20.7%	-2.9%	0.0%	12.7%	-0.6%	-23.7%	75.8%
Patrimonio											
Capital emitido	0.0%	49.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Acciones de inversión	0.0%	49.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Acciones propias en cartera	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otras reservas de capital	0.0%	47.2%	0.0%	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Resultados acumulados	3.1%	-10.0%	5.6%	9.7%	5.5%	-0.4%	5.2%	-9.0%	-0.3%	28.7%	-43.2%
Patrimonio	2.3%	4.8%	3.6%	6.4%	3.7%	-0.3%	3.6%	-6.3%	-0.2%	19.4%	-31.5%
Pasivo y Patrimonio total	3.0%	7.4%	5.1%	11.3%	11.5%	-1.6%	1.8%	2.8%	-0.4%	-3.2%	13.0%

Nota: Elaboración propia, 2022.

Del análisis vertical de la compañía, se pudo identificar al cierre de 2021 como principales partidas al efectivo y equivalente del efectivo con un 14%; otras cuentas por cobrar con un 22%; y propiedad, planta y equipo con un 41% del total de los activos; por otro lado, las cuentas por pagar a entidades relacionadas con un 17% y otros pasivos financieros con un 31% del total de pasivo y patrimonio. Las principales partidas presentaron variaciones de S/ 401,761,000 (4% de 2020) en efectivo y equivalentes de efectivo, de S/ 19,929,000 (+23% de 2020) en otras cuentas por cobrar, - S/ 69,270,000 (-4.34% respecto de 2020) en propiedad planta y equipo, en S/ 517,847,000 (+520.57% respecto de 2020) en cuentas por pagar relacionadas y S/ 625,000,000 (+132.98% respecto del 2020) en otros pasivos financieros.

Anexo 10. Estado de resultados 2010 - 2021

Estado de resultados, análisis vertical

Cuenta	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas netas de bienes y servicios	240,279	230,244	310,510	172,317	14,771	-103,138	75,660	-81,747	193,466	152,673
Costo de ventas de bienes y servicios (excluye depreciación)	-111,319	-127,247	-333,087	-135,889	90,982	174,736	-343,542	45,091	-89,905	-186,901
Utilidad bruta	128,960	102,997	-22,577	36,428	105,753	71,598	-267,882	-36,656	103,561	-34,228
Gastos de ventas y distribución (excluye depreciación)	-46,646	-10,003	-46,817	-26,470	-79,127	-90,961	195,842	17,494	36,757	-34,254
Gastos de administración (excluye depreciación)	-22,995	-27,042	13,044	-148	-1,026	-21,776	32,183	-1,425	-14,250	-10,941
Otros ingresos (gastos) Operativos	11,838	-288	23,446	-17,466	4,026	-5,843	-4,072	8,862	3,456	26,060
EBITDA	71,157	65,664	-32,904	-7,656	29,626	-46,982	-43,929	-11,725	129,524	-53,363
Depreciación y amortización	-11,936	-3,362	-3,443	-2,892	-8,799	-11,781	-5,470	-17,743	-6,952	4,472
Utilidad operativa (EBIT)	59,221	62,302	-36,347	-10,548	20,827	-58,763	-49,399	-29,468	122,572	-48,891
Ingresos financieros	-586	-1,678	-3,616	837	2,257	0	-15	4,839	263	-1,545
Gastos financieros	1,167	-6,628	-4,334	-22,852	-8,939	0	19,588	-1,546	19,077	8,694
Diferencias de cambio neto	6,794	-35,579	24,649	-2087	2,982	0	-1568	-874	1075	14442
Dividendos recibidos	1	0	-2	-1	0	0	0	0	0	0
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	66,597	18,417	-19,650	-34,651	17,127	-58,763	-31,394	-27,049	142,987	-27,300
Ingreso (gasto) por Impuesto	-20,074	-9,074	13,588	3,762	-15,083	0	34,805	12,860	-45,764	9,858
Ganancia (pérdida) neta del ejercicio	46,523	9,343	-6,062	-30,889	2,044	-58,763	3,411	-14,189	97,223	-17,442

Nota: Elaboración propia, 2023.

Estado de resultados, análisis vertical

Cuenta	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas netas de bienes y servicios	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Costo de ventas de bienes y servicios (excluye depreciación)	-73.4%	-72.1%	-75.3%	-75.5%	-72.6%	-69.7%	-78.0%	-78.5%	-76.8%	-76.8%
Utilidad bruta	26.6%	27.9%	24.7%	24.5%	27.4%	30.3%	22.0%	21.5%	23.2%	23.2%
Gastos de ventas y distribución (excluye depreciación)	-8.4%	-8.1%	-8.7%	-9.1%	-11.3%	-14.2%	-8.4%	-8.0%	-6.6%	-6.6%
Gastos de administración (excluye depreciación)	-4.0%	-4.6%	-3.8%	-3.6%	-3.6%	-4.4%	-3.4%	-3.5%	-3.7%	-3.7%
Otros ingresos (gastos) Operativos	0.7%	0.6%	1.3%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%
EBITDA	14.8%	15.9%	13.4%	12.6%	13.3%	12.4%	10.9%	10.8%	13.8%	13.8%
Depreciación y amortización	-2.1%	-2.1%	-2.0%	-2.0%	-2.2%	-2.6%	-2.7%	-3.3%	-3.3%	-3.3%
Utilidad operativa (EBIT)	12.7%	13.8%	11.4%	10.6%	11.1%	9.7%	8.1%	7.5%	10.4%	10.4%
Ingresos financieros	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
Gastos financieros	-0.9%	-1.1%	-1.1%	-1.7%	-1.9%	-2.0%	-1.4%	-1.5%	-0.9%	-0.9%
Diferencias de cambio neto	0.4%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendos recibidos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	12.5%	12.1%	10.4%	8.9%	9.4%	7.9%	6.9%	6.3%	9.9%	9.9%
Ingreso (gasto) por impuesto	-3.9%	-3.9%	-3.1%	-2.9%	-3.3%	-3.4%	-2.3%	-2.0%	-3.1%	-3.1%
Ganancia (pérdida) neta del ejercicio	8.6%	8.3%	7.3%	6.1%	6.1%	4.6%	4.6%	4.3%	6.7%	6.7%

Nota: Elaboración propia, 2023.

Los ingresos por ventas de la empresa en 2021 fueron de S/ 3,771 millones, que se incrementaron en un 4.22% respecto de 2020. Ello se explica en el incremento de las ventas del su producto con mayor participación, la leche evaporada, la cual representa un 58.15% del

total de los ingresos, además del incremento de los otros derivados de la leche como queso y yogures. A pesar de ello, se observa que el EBITDA no creció en la misma proporción, sino más bien se redujo en un 9.66% respecto de 2020; los factores de tal reducción fueron el incremento de los costos de las importaciones por efecto de la pandemia de COVID-19 y el incremento del tipo de cambio, que impactaron directamente en el costo de la leche en polvo.

Anexo 11. CAPEX Histórico

Movimientos de activo fijo	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Saldo inicial	1,602,425	1,737,660	1,869,151	1,964,303	2,125,428	2,246,454	2,398,594	2,450,857	2,501,768	2,523,377
Adiciones	162,658	139,506	159,614	281,765	137,651	336,408	57,728	31,604	15,660	35,119
Retiros	-27,423	-8,015	-78,850	-37,117	-16,545	-3,468	-5,465	-935	-2,014	-7,614
Traspasos	0	0	-227	0	8,020	0	0	20,242	7,963	518
Reorganización societaria escisión	0	0	14,615	-36,664	0	0	0	0	0	0
Reorganización societaria fusión				2,245						
Transferencias de propiedades de inversión						-180,800				147,482
Saldo final	1,737,660	1,869,151	1,964,303	2,174,532	2,254,554	2,398,594	2,450,857	2,501,768	2,523,377	2,698,882
CAPEX	162,658	139,506	159,387	281,765	145,671	336,408	57,728	51,846	23,623	35,637
CAPEX /VENTAS	5.9%	4.7%	4.8%	8.1%	4.4%	10.5%	1.7%	1.6%	0.7%	1.0%

Nota: Elaboración propia con base en los estados financieros auditados 2012-2021 de Leche Gloria (SMV, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022a).

Anexo 12. Análisis histórico de las necesidades operativas de fondos (NOF) versus fondo de maniobra (FM)

NOF y FM histórico 2012-2021(en miles de soles)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inventarios	424,347	567,477	614,559	770,355	808,126	663,725	598,755	700,691	690,527	565,307	770,695
Cuentas por cobrar	393,968	471,005	458,985	530,335	599,454	657,468	551,383	549,835	650,404	668,488	529,286
Tesorería	89,580	60,598	82,662	42,026	56,172	49,342	76,613	46,977	49,226	93,944	495,705
Cuentas por pagar	384,908	500,656	598,816	578,718	739,267	308,089	364,129	755,276	685,849	734,510	1,094,234
Ventas netas	2,566,412	2,806,691	3,036,935	3,347,445	3,519,762	3,534,533	3,431,395	3,507,055	3,425,308	3,618,774	3,771,447
Costo de ventas	1,950,026	2,061,345	2,188,592	2,521,679	2,657,568	2,566,586	2,391,850	2,735,392	2,690,301	2,780,206	2,967,107
Compras	1,967,798	2,204,475	2,235,674	2,677,475	2,695,339	2,422,185	2,326,880	2,837,328	2,680,137	2,654,986	3,172,495
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Periodo Medio de Cobro (PMC)		55	55	53	58	64	63	57	63	66	57
Periodo Medio de Inventario (PMI)		87	97	99	107	103	95	86	93	81	81
Periodo Medio de compras (PMP)		(72)	(89)	(79)	(88)	(78)	(52)	(71)	(97)	(96)	(104)
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Caja mínima		60,598	82,662	42,026	56,172	49,342	76,613	46,977	49,226	93,944	495,705
(+) PMC x Ventas/360		432,487	464,995	494,660	564,895	628,461	604,426	550,609	600,120	659,446	598,887
(+) PMI x Costo de ventas/360		495,912	605,536	708,197	805,978	754,498	651,284	668,327	720,162	650,299	689,916
(-) PMP x Compras/360		(442,782)	(549,736)	(588,767)	(658,993)	(523,678)	(336,109)	(559,703)	(720,563)	(710,180)	(914,372)
NOF		546,215	603,457	656,116	768,052	908,623	996,214	706,210	648,945	693,509	870,136
Variación del NOF			57,242	52,659	111,937	140,571	87,591	(290,004)	(57,266)	44,565	176,627
FM		419,442	499,319	660,605	672,143	611,310	611,310	296,691	478,871	322,612	683,594
% del NOF financiado por el FM		77%	83%	101%	88%	67%	61%	42%	74%	47%	79%

Nota: Elaboración propia con base en los estados financieros auditados 2012-2021 de Leche Gloria (SMV, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022a).

Anexo 13. Análisis del financiamiento

Deuda total corriente y no corriente (en miles de soles)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Corto plazo	130,481	100,614	173,795	106,857	195,278	80,906	248,557	110,604	75,000	-
Largo plazo	311,204	316,102	469,182	645,345	640,067	709,161	625,604	805,000	395,000	1,095,000
Total de deuda	441,685	416,716	642,977	752,202	835,345	790,067	874,161	915,604	470,000	1,095,000

Nota: Elaboración propia, 2023.

Costo promedio de la deuda¹⁰ (en miles de soles)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Deuda financiera	441,685	416,716	642,977	752,202	835,345	835,345	874,161	915,604	470,000	1,095,000
Gastos financieros	-25,648	-32,276	-36,610	-59,462	-68,401	-68,401	-48,813	-50,359	-31,282	-22,588
Costo de la deuda	6%	8%	6%	8%	8%	8%	6%	6%	7%	2%

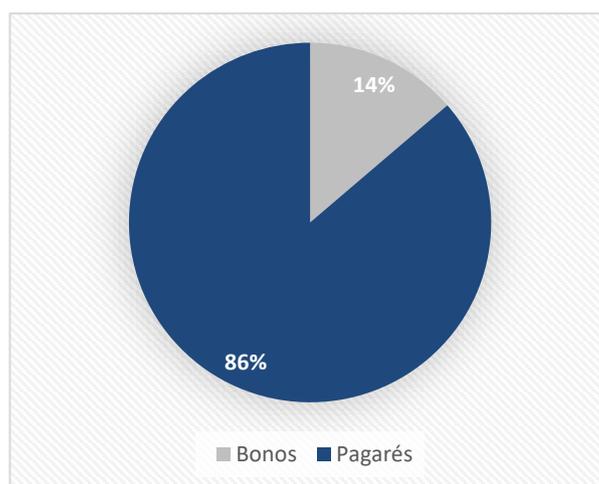
Nota: Elaboración propia, 2023.

Tipos de financiamiento (corriente y no corriente) (miles de soles)

Tipos de financiamiento	Importe
Bonos	150,000
Pagarés	945,000
Total	1,095,000

Nota: Elaboración propia, 2023.

Peso por tipo de financiamiento



Nota: Elaboración propia, 2023.

¹⁰ Costo promedio de la deuda (gastos financieros / deuda financiera)

Detalle por tipo de financiamiento

S/ (000)	Deuda	Vencimiento	Corriente	No corriente	Saldo S/	Peso	Fecha actual	Días hasta vencimiento	Promedio ponderado (días)	
2021	Bono	05/02/2035	0	150,000	150,000	13.7%	31/12/2021	4784	655	
	Bancos	31/01/2023	0	100,000	100,000	9.1%	31/12/2021	396	36	
	Bancos	31/05/2023	0	285,500	285,500	26.1%	31/12/2021	516	135	
	Bancos	31/01/2023	0	75,500	75,500	6.9%	31/12/2021	396	27	
	Bancos	28/02/2023	0	200,000	200,000	18.3%	31/12/2021	424	77	
	Bancos	28/02/2023	0	284,000	284,000	25.9%	31/12/2021	424	110	
		VL deuda		0	1,095,000	1,095,000	100.0%			
									Promedio días	1041
								Promedio en años	2.85	

Nota: *Elaboración propia, 2022.*

Primer programa de emisión de bonos corporativos de Gloria S.A.

Se refiere a la emisión de instrumentos financieros de hasta 250 millones de dólares equivalente en soles en circulación. Su inscripción en la Superintendencia del Mercado de Valores fue en julio de 2014 con una vigencia de hasta seis años.

Programa de emisión de bonos al 31 de diciembre de 2021

Bonos Corporativos	Plazo	Monto colocado	Monto en circulación	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Interés	Estado
Segunda – Serie A	7 años	S/ 150,000,000		26.09.14	26.09.21	6.09%	Cancelada
Tercera – Serie A	5 años	S/ 140,000,000		05.02.15	05.02.20	5.56%	Cancelada
Cuarta – Serie A	20 años	S/ 150,000,000	S/ 150,000,000	05.02.15	05.02.35	7.13%	Vigente
Quinta – Serie A	5 años	S/ 153,020,000		25.06.15	25.06.20	6.66%	Cancelada

Nota: Adaptado de los *Fundamentos de la clasificación de riesgos de Leche Gloria S.A.*

Anexo 14. Supuestos de proyecciones

VARIABLES Y SUPUESTOS

Variable	Supuestos
Periodo de proyección	Se realiza la proyección de las variables a 10 años (2022-2031)
Posicionamiento de la marca	82 % en el mercado nacional.
Crecimiento poblacional	Se asume el crecimiento poblacional de acuerdo a la proyección del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, 2021) a 2025 a razón de 1.1% y a 2030 a razón de 0.8%.
Consumo per cápita de lácteos	En 2021, el consumo anual de leche en el Perú alcanzó los 87 kg por persona. Para efecto de la proyección, se ha utilizado el mismo racional que el crecimiento poblacional y dejado estáticas las distintas variables por las cuales el consumo se puede ver influenciado, tales como la capacidad adquisitiva, la promoción del consumo de la leche de parte del Gobierno, el estilo de vida saludable, entre otras. Cabe indicar que el histórico de evolución del consumo de la leche no tiene un crecimiento aritmético ni geométrico predecible, por lo que se asume el factor poblacional como confiable para la proyección.
Producción nacional	Se considera la cantidad en toneladas producidas de lácteos a nivel nacional y disgregada por líneas de productos según Minagri, a las cuales se le aplica el factor del <i>market share</i> de Leche Gloria.
Precio	Se determina sobre los datos históricos del importe de ventas entre la cantidad vendida y se proyecta aplicando el factor de inflación proyectado según el reporte de inflación del Banco Central de Reserva del Perú a diciembre de 2022 (BCRP, 2021a).
Ventas	La proyección de las ventas se ha realizado con base en la segmentación de las líneas de productos como leche, yogurt y otros lácteos y derivados. Sobre la base de los datos históricos de los últimos 10 años, se proyecta la cantidad producida multiplicada por el precio en kilos proyectado.
Costo de ventas	Se determina ponderando cada uno de los componentes del costo de ventas (saldo inicial, producción del mes, saldo final de productos terminados y en proceso) según el promedio de los últimos 10 años y aplicando dicho factor a los ingresos por ventas proyectado.
Gastos de ventas y distribución	Se ha considerado la proyección de los componentes principales de los gastos de ventas y distribución, tales como comisiones y fletes, gastos de publicidad y promociones, servicios prestados por terceros, regalías, entre otros, de los cuales se ha determinado un factor sobre la base del promedio de los últimos 10 años respecto del promedio de las ventas y aplicado dicho factor a las ventas proyectadas a partir del 2022.
Gastos de administración	La proyección de los gastos de administración se realizó aplicando el factor que genera el promedio de los componentes de los gastos de administración, tales como servicios prestados por terceros, cargas de personal, honorarios, depreciación, cargas diversas de gestión, entre otros, y el promedio de las ventas de los últimos 10 años a partir de 2022.
CAPEX	Se considera el factor del costo de las inversiones sobre las ventas y se observa la particularidad de que el valor de las inversiones se incrementa entre los años 2012 y 2017 de forma consecutiva, y disminuye durante los siguientes años notoriamente. Por ello, se asume el supuesto de que la Empresa realiza inversiones importantes por renovación de maquinaria cada nueve o diez años; en ese sentido, se ha considerado que, desde 2022 hasta 2026, la proyección se calculará sobre la base del promedio de los últimos cinco años y los siguientes, sobre la base del promedio de los años de mayor inversión. Además, se ha identificado algunos proyectos en los cuales se incluye la inversión en ampliaciones de planta de forma directa.
Deuda	La compañía mantiene deudas en bonos emitidos a 15 años y deudas con entidades financieras por pagarés, las cuales tienen vencimiento en 2023. En los próximos 10 años, la compañía asume deudas directamente relacionadas con las inversiones en CAPEX, teniendo en cuenta que mantiene una buena posición de liquidez, lo que permitiría llevar con tranquilidad la operatividad corriente.
Utilidad	La utilidad se obtiene de la proyección de los ingresos, el costo de ventas y los gastos contemplados en el estado de resultados proyectado.
Perpetuidad	La tasa de crecimiento se ha obtenido con base en la tasa de inflación proyectada de 2.1% según el BCRP (2021a) y el consumo per cápita a 10 años por 0.8%.
Inversión NOF	Se determina a partir de los periodos medios de cobranza, el promedio medio de inventarios y el promedio medio de pagos.

Nota: Elaboración propia con base en los estados financieros auditados 2012-2021 de Leche Gloria (SMV, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022a).

Anexo 15. Proyección de ingresos

Proyección de ingresos

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Leche Industrial	648,206	671,292	695,200	719,960	745,602	772,156	799,657	828,137	857,631	888,175
A. Leches industriales	490,968	508,454	526,562	545,316	564,737	584,851	605,680	627,251	649,591	672,726
Evaporada	368,578	381,705	395,299	409,378	423,958	439,057	454,694	470,888	487,659	505,027
Condensada	3,383	3,503	3,628	3,757	3,891	4,029	4,173	4,321	4,475	4,635
Pasteurizada	119,007	123,246	127,635	132,181	136,889	141,764	146,813	152,042	157,457	163,065
B. Derivados lácteos	157,239	162,839	168,638	174,644	180,864	187,306	193,977	200,885	208,040	215,449
Queso madurado	11,964	12,390	12,831	13,288	13,762	14,252	14,759	15,285	15,829	16,393
Queso fresco	4,912	5,087	5,269	5,456	5,651	5,852	6,060	6,276	6,500	6,731
Queso mantecoso	415	430	445	461	478	495	512	530	549	569
Mantequilla	4,854	5,027	5,206	5,391	5,583	5,782	5,988	6,201	6,422	6,651
Cremas	5,444	5,638	5,839	6,047	6,262	6,485	6,716	6,956	7,203	7,460
Yogurts	123,968	128,383	132,955	137,691	142,595	147,673	152,932	158,379	164,020	169,861
Manjar blanco	5,681	5,883	6,092	6,309	6,534	6,767	7,008	7,257	7,516	7,784
Crecimiento combinado	3.6%									

Nota: Elaboración propia, 2022.

Anexo 16. Proyección de las inversiones en activo fijo (CAPEX), inversiones inmobiliarias e intangibles

Movimiento del activo fijo 2012-2021

Movimientos de Activo Fijo	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Saldo inicial	1,602,425	1,737,660	1,869,151	1,964,303	2,125,428	2,246,454	2,398,594	2,450,857	2,501,768	2,523,377
Adiciones	162,658	139,506	159,614	281,765	137,651	336,408	57,728	31,604	15,660	35,119
Retiros	-27,423	-8,015	-78,850	-37,117	-16,545	-3,468	-5,465	-935	-2,014	-7,614
Traspasos	0	0	-227	0	8,020	0	0	20,242	7,963	518
Reorganización societaria escisión	0	0	14,615	-36,664	0	0	0	0	0	0
Reorganización societaria fusión				2,245						
Transferencias de propiedades de inversión						-180,800				147,482
Saldo final	1,737,660	1,869,151	1,964,303	2,174,532	2,254,554	2,398,594	2,450,857	2,501,768	2,523,377	2,698,882
CAPEX	162,658	139,506	159,387	281,765	145,671	336,408	57,728	51,846	23,623	35,637
CAPEX /VENTAS	5.9%	4.7%	4.8%	8.1%	4.4%	10.5%	1.7%	1.6%	0.7%	1.0%

Nota: Elaboración propia, 2022.

De los datos históricos respecto de la inversión en activo fijo (CAPEX) del 2012 al 2021, se aprecia que la inversión entre los años 2012 y 2017 respecto de las ventas varían entre un 4.4%, alcanzando un pico de 10.5% en 2017; durante los siguientes años, de 2018 a 2021, la inversión fue entre 0.7% a 1.7%, motivo por el cual para la proyección de la inversión en los próximos 10 años se parte del supuesto de que la empresa realiza inversiones importantes durante ciertos años consecutivos ya sea por mantenimiento mayor de sus máquinas, reposición de equipos, innovación tecnológica o implementar nuevas plantas o centros de acopio. En ese sentido, bajo el supuesto de que la mayoría de sus reposiciones más importantes se realizan cada 10 años, se ha considerado el promedio del ratio Capex sobre ventas de los último cuatro años para las proyecciones del periodo 2022-2026, y el promedio del ratio del periodo 2012-2017 para la proyección del periodo 2017-2031.

Proyección de activo fijo

Movimientos de Activo Fijo	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Saldo inicial	2,698,882	2,756,795	2,791,154	2,822,004	2,856,790	2,893,352	2,988,373	3,115,602	3,241,265	3,264,539
Adiciones	65,623	42,155	38,728	42,749	44,616	257,679	266,734	285,051	305,039	303,937
Retiros	-7,710	-7,797	-7,877	-7,964	-8,054	-162,658	-139,506	-159,387	-281,765	-145,671
Traspasos	0	0	0	0	0	0				
Reorganización societaria escisión	0									
Reorganización societaria fusión										
Transferencias de propiedades de inversión										
Saldo final	2,756,795	2,791,154	2,822,004	2,856,790	2,893,352	2,988,373	3,115,602	3,241,265	3,264,539	3,422,805
CAPEX	65,623	42,155	38,728	42,749	44,616	257,679	266,734	285,051	305,039	303,937
CAPEX /VENTAS	1.3%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	6.4%	6.5%	6.8%	7.1%	6.9%

Nota: Elaboración propia, 2022.

Como se puede observar, las inversiones proyectadas se muestran a razón de 1.1% para el periodo 2022-2026 y a razón de 6.7% para los años 2027-2031.

Proyección de las propiedades de inversión

Inversiones Inmobiliarias	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Saldo inicial	84,241	84,241	84,241	84,241	84,241	84,241	84,241	84,241	84,241	84,241
Adiciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retiros										
Trasposos	-									
Reorganización societaria										
Reorganización societaria – Fusión, nota 1(c)										
Saldo final (depreciación acumulada)	84,241									
Propiedad de inversión neto	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845

Nota: Elaboración propia, 2022.

Se ha considerado que no se proyecta una variación respecto de las propiedades calificadas como de inversión, en consideración de que el arrendamiento de terrenos y edificaciones no es su principal giro de negocio.

Proyección de los activos intangibles

Intangibles	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Costo										
Saldo inicial	51,489	54,119	57,114	60,276	63,588	66,569	69,528	72,707	75,848	78,560
Adiciones	4,045	4,409	4,577	4,726	4,311	4,429	4,648	4,717	4,041	4,237
Retiros	-1,415	-1,415	-1,415	-1,415	-1,330	-1,469	-1,469	-1,576	-1,329	-1,335
Saldo Final	54,119	57,114	60,276	63,588	66,569	69,528	72,707	75,848	78,560	81,463
Amortización acumulada										
Saldo inicial	34,111	36,505	38,899	41,293	43,866	46,528	49,329	52,207	55,135	58,084
Adiciones	2,394	2,394	2,394	2,574	2,662	2,801	2,878	2,927	2,950	2,784
Retiros										
Saldo Final	36,505	38,899	41,293	43,866	46,528	49,329	52,207	55,135	58,084	60,868
Intangible neto	17,614	18,215	18,984	19,722	20,041	20,199	20,499	20,714	20,476	20,594

Nota: Elaboración propia, 2022.

Los activos intangibles propiedad de la empresa corresponden principalmente a licencias de *software* destinado a mejorar sus operaciones. En el análisis, se observó que las inversiones en intangibles no han presentado un incremento particular; por ello, se ha considerado el promedio de los 10 últimos años a efectos de la proyección.

Anexo 17. Tasas de descuento

1. Costo promedio ponderado de capital (WACC)

Para la determinación del WACC, se consideraron los factores de costo de capital, costo de la deuda, relación de la deuda total con el valor de mercado de las acciones de Leche Gloria S.A., y la tasa del impuesto a la renta aplicable para 2021. Del cálculo, se obtuvo como resultado un WACC de 8.90%, que representa la tasa de descuento que se utilizará para traer a valor presente los flujos futuros a partir del *free cash flow to the firm* (FCCF) para determinar el valor patrimonial y el valor de las acciones de inversión.

Determinación del WACC	
Costo de capital	9.01%
Costo de la deuda	6.63%
VM Deuda / (VM Capital + VM Deuda)	2.51%
VM Capital / (VM Capital + VM Deuda)	97.49%
Tasa imponible	29.50%
WACC para periodo extraordinario	8.90%

Nota: Elaboración propia, 2022.

2. Costo del capital propio K_e

Costo de capital	
Tasa libre de riesgo	2.83%
Beta re apalancado	0.77
Prima por riesgo	4.90%
Riesgo país	1.58%
Costo de capital USD nominales	8.16%
Inflación esperada US\$	2.10%
Costo de capital USD reales	5.94%
Inflación esperada S/	2.90%
Costo de capital S/ nominales	9.01%

Nota: Elaboración propia, con base en "Datos por sector" (Damodaran, 2022).

3. Análisis de la tasa de crecimiento *g*

Determinación de la tasa de perpetuidad	
Inflación esperada	2.10%
Consumo per cápita de leche	2.86%
Tasa de crecimiento <i>g</i>	5.02%

Nota: Elaboración propia, con base en “Datos por sector” (Damodaran, 2022).

En la tabla anterior, se puede observar que se han evaluado las variables más relevantes y que de forma combinada influyen directamente en el incremento de los ingresos, y, por ende, en los costos y los gastos directos. La inflación proyectada a 2024 es de 2.10%, de acuerdo al Banco Central de Reserva del Perú en el Reporte de Inflación de diciembre de 2021 (BCRP 2021a). Por su parte el consumo per cápita de leche en el Perú ha tenido un crecimiento progresivo ; para efecto de la estimación del consumo per cápita proyectado a 2031, se asume el consumo de leche a nivel mundial de 110.7 litros por persona ya que refleja la posibilidad de que el Perú pueda aumentar su consumo en los próximos años.

Anexo 18. Estimación del valor de mercado de la deuda (Kd), en miles de soles

Estimación del valor de mercado de la deuda financiera (S/miles)	
Gastos financieros	22,588
Duración promedio (años)	3.0
Tasa anual	6.63%
VA anualidades	S/59,677
VA deuda	S/903,082
Valor de mercado de la deuda	S/962,758

Nota: Elaboración propia, 2022.

Anexo 19. Estimación del Beta

Beta reapalancado	
Valor de mercado de la deuda (en miles de soles)	962,758
Deuda total (S/ 000)	962,758
Valor de mercado Equity (S/ en miles de soles)	37,340,397
D/E	2.58%
Tasa imponible	29.50%
Beta desapalancado	0.75
Beta reapalancado	0.77

Nota: Elaboración propia, 2022.

La relación del valor de mercado de la deuda y el valor de mercado del capital arroja como resultado 2.58%, cifra a la que se le aplicó la tasa de impuesto a la renta vigente y el factor beta desapalancado obtenido como la mediana de los betas desapalancados de los cuatro últimos años publicados (Damodaran, enero de 2022). Como resultado, se obtuvo un beta reapalancado de 0.77%, que se utilizó como variable del costo de capital.

Anexo 20. Estados financieros proyectados 2022-2031

Estados de situación financiera proyectado 2022-2031

Cuenta	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Activos										
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	434,342	3,260	61,769	376,056	705,616	1,187,842	1,445,452	1,721,969	2,112,495	2,342,136
Cuentas por Cobrar Comerciales	286,849	292,873	299,023	305,302	311,714	318,260	324,943	331,767	338,734	345,848
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	161,322	164,710	168,169	171,700	175,306	178,987	182,746	186,584	190,502	194,503
Otras Cuentas por Cobrar	45,067	46,014	46,980	47,967	48,974	50,002	51,052	52,124	53,219	54,337
Inventarios	692,121	706,925	721,853	737,184	752,762	768,491	785,210	802,087	819,065	835,624
Otros Activos no Financieros	8,966	8,380	8,565	8,764	8,884	8,966	7,993	8,136	8,493	8,638
Activos Corrientes	1,628,667	1,222,161	1,306,359	1,646,973	2,003,257	2,512,548	2,797,396	3,102,667	3,522,508	3,781,084
Inversiones en Subsidiarias, NeFocios Conjuntos y Asc	121,016	128,407	137,121	145,388	144,369	137,990	128,784	118,055	104,943	105,921
Cuentas por Cobrar Comerciales										
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	19,847	20,263	20,689	21,123	21,567	22,020	22,482	22,955	23,437	23,929
Otras Cuentas por Cobrar	2,810	2,869	2,929	2,991	3,054	3,118	3,183	3,250	3,319	3,388
Propiedades de Inversión	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845	69,845
Propiedades, Planta y Equipo	1,423,539	1,344,838	1,259,581	1,175,052	1,089,126	1,059,222	1,056,335	1,047,297	932,199	952,279
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	17,614	18,215	18,984	19,722	20,041	20,199	20,499	20,714	20,476	20,594
Activos No Corrientes	1,654,672	1,584,438	1,509,150	1,434,122	1,348,002	1,312,394	1,301,129	1,282,116	1,154,218	1,175,957
Activo total	3,283,339	2,806,599	2,815,508	3,081,095	3,351,258	3,824,943	4,098,525	4,384,783	4,676,727	4,957,041
Pasivos y Patrimonio										
Otros Pasivos Financieros	1,160,623	132,155	38,728	42,749	44,616	257,679	266,734	285,051	305,039	303,937
Cuentas por Pagar Comerciales	324,127	330,934	337,884	344,979	352,224	359,620	367,172	374,883	382,756	390,794
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	41,432	42,302	43,191	44,098	45,024	45,969	46,934	47,920	48,926	49,954
Otras Cuentas por Pagar	211,272	215,709	220,239	224,864	229,586	234,407	239,330	244,356	249,487	254,727
Otras Provisiones	5,866	5,766	5,918	5,850	5,844	5,871	5,855	5,857	5,861	5,857
Otros Pasivos no Financieros										
Pasivos Corrientes	1,743,320	726,866	645,958	662,539	677,293	903,547	926,026	958,066	992,069	1,005,268
Otros Pasivos Financieros	0	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Cuentas por Pagar Comerciales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras Provisiones	14,083	13,829	15,220	14,377	14,475	14,691	14,514	14,560	14,588	14,554
Pasivos por Impuestos Diferidos	91,602	91,357	91,024	90,697	90,361	90,834	91,310	90,950	90,816	90,428
Pasivos No Corrientes	105,686	255,186	256,244	255,074	254,836	255,525	255,825	255,510	255,404	254,983
Pasivo total	1,849,006	982,052	902,202	917,614	932,129	1,159,071	1,181,850	1,213,576	1,247,473	1,260,250
Patrimonio										
Capital Emitido	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502
Acciones de Inversión	39,073	39,069	39,064	39,059	39,053	39,047	39,044	39,047	39,049	39,052
Acciones Propias en Cartera										
Otras Reservas de Capital	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500
Resultados Acumulados	936,258	1,326,476	1,415,240	1,665,420	1,921,074	2,167,822	2,418,628	2,673,158	2,931,203	3,198,736
Patrimonio	1,434,333	1,824,547	1,913,306	2,163,481	2,419,129	2,665,871	2,916,675	3,171,207	3,429,254	3,696,791
Pasivo y Patrimonio total	3,283,339	2,806,599	2,815,508	3,081,095	3,351,258	3,824,943	4,098,525	4,384,783	4,676,727	4,957,041

Nota: Elaboración propia, 2022.

Estados de resultados proyectado 2022-2031

Cuenta	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ventas netas de bienes y servicios	3,636,222	3,712,583	3,790,547	3,870,148	3,951,421	4,034,401	4,119,124	4,205,625	4,293,943	4,384,116
Costo de ventas de bienes y servicios (excluye depreciación)	-2,831,382	-2,891,941	-2,953,011	-3,015,729	-3,079,457	-3,143,800	-3,212,196	-3,281,238	-3,350,693	-3,418,433
Utilidad bruta	804,840	820,641	837,536	854,419	871,964	890,602	906,927	924,388	943,250	965,684
Gastos de Ventas y Distribución (excluye depreciación)	-328,748	-335,575	-342,548	-349,711	-357,042	-364,525	-372,233	-380,207	-388,373	-396,476
Gastos de Administración (excluye depreciación)	-163,278	-166,943	-170,809	-174,619	-178,603	-182,643	-186,633	-190,653	-194,728	-198,175
Otros Ingresos (Gastos) Operativos	29,012	31,170	33,056	34,165	35,536	35,084	36,283	37,183	38,577	40,497
EBITDA	341,825	349,294	357,236	364,254	371,856	378,518	384,345	390,711	398,726	411,529
Depreciación y Amortización										
Utilidad operativa (EBIT)	341,825	349,294	357,236	364,254	371,856	378,518	384,345	390,711	398,726	411,529
Ingresos Financieros	8,633	8,574	8,614	8,750	9,087	9,842	10,623	11,263	10,113	10,666
Gastos Financieros										
Diferencias de Cambio Neto										
Dividendos recibidos										
Utilidad antes de impuesto a las Ganancias	350,458	357,867	365,850	373,004	380,942	388,360	394,968	401,973	408,839	422,195
Ingreso (Gasto) por Impuesto	-103,385	-105,571	-107,926	-110,036	-112,378	-114,566	-116,515	-118,582	-120,608	-124,548
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	247,073	252,296	257,924	262,968	268,564	273,794	278,452	283,391	288,232	297,648

Nota: Elaboración propia, 2022.

Anexo 21. Método de empresas cotizadas comparables

Empresas comparables que cotizan utilizando el múltiplo EV/EBITDA y P/VENTAS

Grupo Herdez, S.A.B. de C.V.: es una empresa que se dedica a la fabricación, la compra, la distribución y la comercialización de productos alimenticios en México y en diversos países. Principalmente provee.

Múltiplos al cierre de 2021 (en miles de millones de dólares)

Múltiplos al 31/12/2021	Grupo Herdez	Danone SA	Nestlé SA	Leche Gloria SA
Market Cap (intraday) en (B)	14.32	43.1	408.3	0.8
P/E (Price/Earnings)	19.73	18.47	20.73	14.90
Price/Sales (ttm)	0.55	1.46	4.01	0.89
Patrimonio Total	17.4	21.1	62.6	0.3
Price/Book (mrq)	0.82	2.04	6.52	2.67
Precio de la acción	38.21	14.0	141.4	2.0
Flujo de caja libre	1.1	2.9	9.9	0.1
P/CF (price/cash flow)	13.60	14.62	41.12	7.88
Deuda CP	1.0	4.6	11.8	0.0
Deuda LP	9.9	15.1	42.5	0.1
Total deuda	10.9	19.6	54.3	0.1
Efectivo	2.2	7.1	16.3	0.1
EV	23.0	55.6	446.3	0.8
EBITDA	4.9	5.6	21.0	0.1
EV/EBITDA	4.66	9.85	21.25	7.22

Nota: Elaboración propia, 2022.

Obtención del precio de acción según:

Cálculo de comparables	Grupo Herdez	Danone SA	Nestlé SA	Promedio
P/E (Price/Earnings)	19.73	18.47	20.73	19.64
P/CF (Price/Cash Flow)	13.60	14.62	41.12	23.11
P/BV (Price/Book Value)	0.82	2.04	6.52	3.13
P/S (Price Sales)	0.55	1.46	4.01	2.01
EV/EBITDA	4.66	9.85	21.25	11.92
Leche Gloria SA				
Earnings/# acciones	0.13			
Cash Flow/# acciones	0.25			
Book Value/# acciones	0.75			
Sales/# acciones	2.24			
EBITDA/# acciones	0.26			
Precio estimado según:				
	Leche Gloria SA	Valor del patrimonio	P. acción inversión	P. acción común
P/E (Price/Earnings)	2.64	4,445,613,560	9.52	10.65
P/CF (Price/Cash Flow)	5.87	9,893,014,021	21.20	23.70
P/BV (Price/Book Value)	2.35	3,957,219,128	8.48	9.48
P/S (Price/Sales)	4.49	7,565,511,550	16.21	18.12
EV/por acción	3.15			

Nota: Dólares: 1,326 millones / Soles: 5,305 millones¹¹. Elaboración propia, 2022.

Determinación del valor patrimonial según el múltiplo EV/EBITDA.

<u>Valor patrimonial</u>	
EV/EBITDA	5,305
(+) Caja efectivo	496
(-) Total de deuda financiera	1,095
Valor patrimonial	4,706

Acciones	Cantidad
Acciones comunes	382,502
acciones de inversión	39,117
Total de acciones	421,619

Valor por acción común	11.27
Valor por acción de inversión	10.08

De acuerdo con el resultado del ratio EV/EBITDA, se obtiene para la empresa Leche Gloria un valor patrimonial de S/ 5,305 millones y un valor de su acción de inversión de S/ 10.08, un valor menor respecto del promedio de las empresas comparables evaluadas, lo que significa que los resultados de la gestión de la empresa se encuentran por debajo de la gestión de sus pares, es decir que está generando menos valor por unidad de valor de la empresa. Ello podría indicar que su precio de mercado (valor de cotización) está infravalorado y, por tanto, tiene posibilidades de elevarse en el futuro.

Determinación del valor patrimonial según el múltiplo P/VENTAS

Precio estimado según:	Leche Gloria SA	Valor del patrimonio	P. acción inversión	P. acción común
P/S (Price/Sales)	4.49	7,565,511,550	16.21	18.12

Nota: Elaboración propia, 2022.

¹¹ Tipo de cambio SBS al 31.12.2021, 3.998.

Anexo 22. Matriz de riesgos

N°	Temas identificados	Prob. de ocurrencia	Impacto	Valor	Nivel de riesgo	Plan de acción
1	Mayor porcentaje de ventas concentrados en un solo producto	3	5	15	Muy alto	Incentivar el consumo de la leche entera, yogures y otros productos.
2	Cambios en la legislación por las restricciones en adquisición de insumos	3	4	12	Alto	Buscar estrategias que permitan reducir otros costos para no trasladar todo el efecto en el precio ofertado al consumidor.
3	Incremento del costo de los aranceles	3	4	12	Alto	Buscar alternativas nacionales que reduzcan el consumo de productos importados.
4	Incremento de los precios internacionales de la hojalata, la leche en polvo y otros insumos	3	4	12	Alto	Negociar con los proveedores del exterior u optar por coberturar los precios mediante instrumentos financieros derivados.
5	Incremento de las tasas de interés de referencia	3	4	12	Alto	Negociar instrumentos financieros que tengan un costo menor.
6	Incremento en el tipo de cambio	4	4	16	Muy alto	Realizar estrategias de contabilidad de coberturas que permita anticipar y reducir el impacto del costo del cambio de divisas extranjeras.
7	Problemas de la calidad en los productos.	3	5	15	Muy Alto	Supervisar constantemente el control de calidad.
8	Dificultad de transporte de las materias primas	3	4	12	Alto	Evaluar alternativas en caso de eventos fortuitos o de fuerza mayor.
9	Paradas de máquina por problemas técnico	3	5	15	Muy alto	Brindar permanentemente mantenimiento preventivo de las maquinarias y equipos de explotación.
10	Eventos que comprometan el prestigio de la marca	3	5	15	Muy alto	Asumir una comunicación eficaz y masiva con el consumidor en la cual se adopte una postura de empresa responsable y actuar con inmediatez al suceso.

Nota: Elaboración propia, 2022.

Anexo 23. Ratio acción común /acción de inversión

Ratio: Acción común / Acción de inversión¹²

Compañía	Promedio de valor de cotización Acción común	Promedio de valor de cotización Acción de inversión	Relación
Alicorp S. A. A.	8.80	6.62	1.33
Cementos Pacasmayo S. A. A.	6.40	5.19	1.23
Cervecería San Juan S. A.	30.67	29.26	1.05
Corporación Aceros Arequipa S. A.	0.94	0.80	1.17
Promedio	11.70	10.47	1.12

¹² Según cotizaciones de acciones comunes y de inversión en la Bolsa de Valores de Lima (BVL, s. f.).