

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



PLAN DE FINANZAS PARA LA EMPRESA GLORIA S.A.

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN
FINANZAS CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO**

**OTORGADO POR LA
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

PRESENTADA POR

Huamán Espinoza, Carlos

Puente De La Vega Cáceres, Abraham

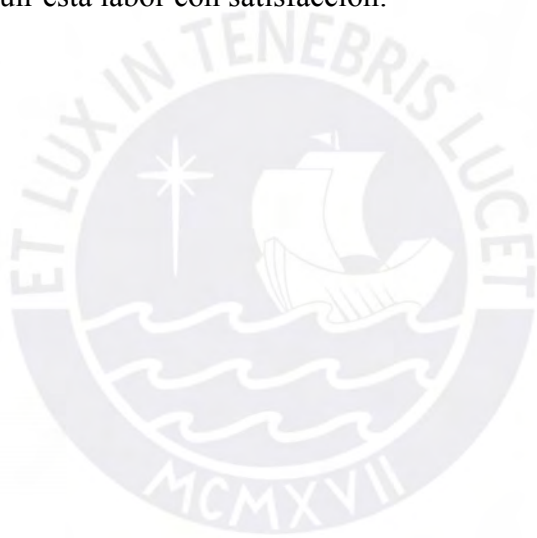
Asesor: Juan O'Brien Cáceres

Santiago de Surco, setiembre 2017

Agradecimientos

Los participantes de esta prestigiosa maestría, autores de la tesis, agradecen en primer lugar a su asesor, profesor Juan O'Brien Cáceres, por su excelente asesoría oportuna y los lineamientos ofrecidos. Sus amplios conocimientos, sus consejos y su experiencia han sido fundamentales para la elaboración de la presente investigación. Sin su sentido de seriedad, responsabilidad y rigor académico, no se podría haber culminado con éxito el último escalón de nuestra meta.

Finalmente, los autores agradecen el invaluable apoyo, el cariño y respaldo de sus familias durante todos estos meses de arduo sacrificio. Sin este apoyo, no hubiera sido posible concluir esta labor con satisfacción.



Dedicatorias

A mi madre, por enseñarme a construir bajo los cimientos sólidos mi vida personal y profesional; a mi esposa, con todo amor, por creer en mí; a mis hijas, por ser mi mayor motivación y fuerza de superación, y a mis hermanos, por su constante apoyo.

Abraham Puente De La Vega Cáceres

A mi padre que está en el cielo; y mi madre, mi hija y mi esposa que siempre estuvieron conmigo. Finalmente puedo decirles: meta cumplida.

Carlos Huamán Espinoza



Resumen Ejecutivo

En el presente trabajo de investigación, se examina la situación financiera de la empresa Gloria S.A.; para lo cual se ha partido de un riguroso análisis de los estados financieros de los últimos cuatro años y se ha realizado una proyección de los mismos al 2021. El análisis se profundiza en las diferentes decisiones gerenciales y financieras que fueron trascendentales desde los inicios de la empresa. Asimismo, se destacan los sucesos que conllevaron a la situación del periodo 2016. Las cifras que fueron materia de estudio muestran que las decisiones tomadas originaron un incremento en el valor de la empresa, además.

También se analiza la política de endeudamiento y apalancamiento a través de la emisión de acciones y bonos corporativos. Finalmente, se sugieren las estrategias que Gloria S.A. debería ejecutar a corto plazo para que el beneficio de los accionistas sea cada vez mayor, y se aplique las correcciones debidas a fin de frenar las disminución de las ventas, debido al impacto generado por la suspensión temporal del registro sanitario del producto Pura Vida Nutrimax.

Palabras clave: información financiera, evolución financiera, fuentes financieras, decisiones financieras, apalancamiento financiero, planificación estratégica, objetivos a corto, mediano y largo plazo

Abstract

In this research the financial situation of Gloria S.A. is examined based on a rigorous analysis of financial statements for the last four years and making a projection of the same at 2021. The analysis delves into the different managerial and financial decisions were momentous since the beginning of Gloria S.A. also the events that led to the current situation emphasizes the period 2016.

The figures were the subject of analysis shows that the decisions were taken originated an increase in the value of the company, as well borrowing policy and examines leverage through the issuance of shares and corporate bonds. Finally the strategies that Gloria S.A. should run in the short term for the profit to shareholders is increasing is suggested and apply the corrections due to reduce sales, due to the impact generated by the temporary suspension of the sanitary registration of the product Pura Vida Nutrimax.

Keywords: financial information, financial developments, financial sources, financial decisions, financial leverage, strategic planning, short-, medium- and long-term

Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	v
Lista de Figuras	ix
Capítulo I: Análisis del Sector	1
1.1. Cuantificación de Mercado. Crecimiento y Tendencias	1
1.1.1. Coyuntura nacional.....	1
1.1.2. Sector lácteo nacional: crecimiento y tendencias.....	3
1.2. Composición y Estructura Financiera del Sector	21
1.2.1. Composición del sector	21
1.2.2. Estructura financiera del sector	22
1.3. Análisis Financiero y Comparable del Mercado	26
1.3.1. Ratios de endeudamiento.....	26
1.3.2. Ratios de liquidez	28
1.3.3. Administración financiera a corto plazo.....	31
1.4. Conclusiones	36
Capítulo II: Análisis de la Empresa	38
2.1. Descripción de la Empresa.....	38
2.1.1. Breve historia.....	39
2.1.2. Estrategia de la empresa	41
2.1.3. Breve descripción de productos y servicios	43
2.1.4. Breve descripción de los planes de la empresa	44
2.1.5. Objetivos estratégicos.....	45
2.2. Análisis de la Estructura de Capital	46
2.2.1. Estructura del capital óptimo y análisis de riesgos.....	46
2.2.2. Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones.....	58
2.2.3. Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo de la misma	61
2.3. Análisis de Capital de Trabajo	64
2.3.1. Óptimos de capital de trabajo	65
2.3.2. Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento a corto plazo	66
2.4. Análisis de Valor.....	67

2.4.1. Valorización de la empresa	68
2.4.2. Análisis de riesgo	76
2.4.3. Conclusiones.....	77
Capítulo III: Plan Financiero	79
3.1. Objetivos y Metas del Plan	79
3.2. Propuestas e Implementación.....	79
3.2.1. Creación de un valor con las decisiones financieras	79
3.2.2. Creación de un valor con las decisiones de financiamiento (metas).....	84
3.2.3. Creación de un valor con las decisiones de inversión	89
Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones.....	98
4.1. Conclusiones	98
4.2. Recomendaciones.....	99
Referencias.....	101
Apéndices.....	104
Apéndice A: Estado de resultados de Gloria S.A. (en miles de S/)	104
Apéndice B: Estado de situación financiera de Gloria S.A. (en miles de S/)	105
Apéndice C: Razones financieras de Gloria S.A.	106
Apéndice D: Estructura de capital óptima para Gloria S.A (en miles de S/)	107
Apéndice E: Flujo de caja libre de Gloria S.A. (en miles de S/)	108

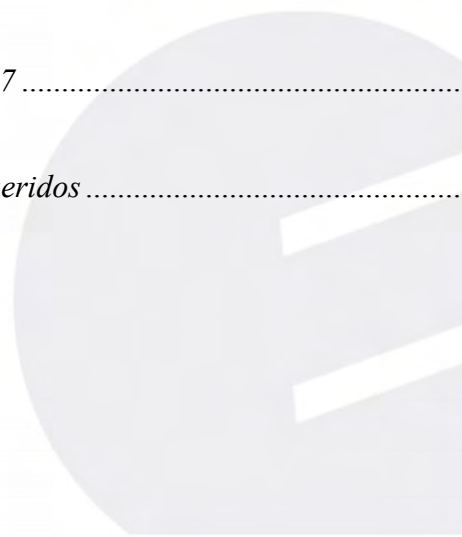
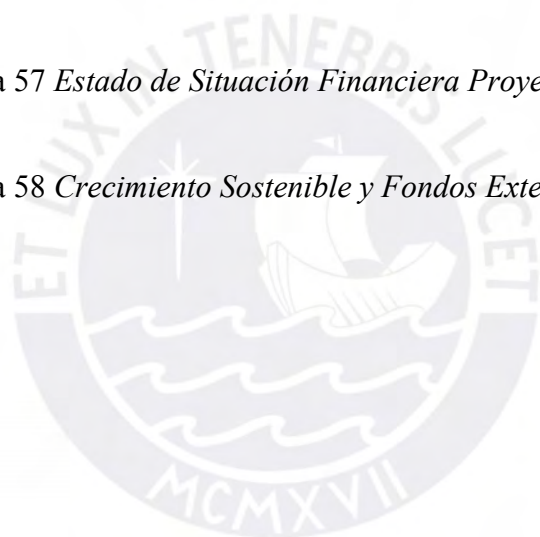
Lista de Tablas

Tabla 1 <i>Producto Bruto Interno por Sectores Productivos (var. %)</i>	1
Tabla 2 <i>Producción de Leche Cruda de Vaca (en Miles de Toneladas)</i>	2
Tabla 3 <i>Participación de la Leche Cruda de Vaca en la Producción Agropecuaria (%)</i>	3
Tabla 4 <i>Participación de la Leche Cruda de Vaca en el Sector Pecuario (%)</i>	3
Tabla 5 <i>Producción Láctea del Sector Industrial en el Perú (en Toneladas)</i>	5
Tabla 6 <i>Exportación Anual de Leche Evaporada a sus Principales Mercados</i>	8
Tabla 7 <i>Empresas que Exportan Leche Evaporada en Perú</i>	8
Tabla 8 <i>Importación Anual de La Leche en Polvo Descremada</i>	10
Tabla 9 <i>Empresas que Importan Leche en Polvo Descremada (Perú)</i>	11
Tabla 10 <i>Insumos en la Producción Industrial de la Leche Evaporada</i>	15
Tabla 11 <i>Rendimiento de Leche Cruda de Vaca por Departamento (2016)</i>	20
Tabla 12 <i>Matriz: Población, Producción, Rendimiento y Precios</i>	21
Tabla 13 <i>Participación (%) de Gloria S.A. en Inversiones con Otras Empresas</i>	40
Tabla 14 <i>Principales Sucesos en la Compañía desde sus Inicios</i>	41
Tabla 15 <i>Relación de Directores de la Plana Gerencial de Gloria S.A.</i>	43
Tabla 16 <i>Detalle de Productos Asociados a su Respectiva Marca</i>	44

Tabla 17 <i>Venta por Línea de Producto (en Miles de S/)</i>	44
Tabla 18 <i>Metodología para Estimar el WACC</i>	51
Tabla 19 <i>Relación Drivers de Estructura de Capital</i>	52
Tabla 20 <i>Calificación Sintética y Coeficiente de Cobertura de Interés.</i>	54
Tabla 21 <i>Magnitud de los Costes Indirectos de Quiebra en la ECO</i>	56
Tabla 22 <i>Comparación de los Índices en el Ratio de Cobertura de Interés</i>	56
Tabla 23 <i>Estructura de Capital Óptimo para la Empresa Gloria S.A.</i>	57
Tabla 24 <i>Participación de Principales Accionistas de Gloria S.A.</i>	59
Tabla 25 <i>Medidas de Valor de Mercado</i>	60
Tabla 26 <i>Efecto del Precio de las Acciones de Recompra</i>	61
Tabla 27 <i>Deuda Financiera Contraída por la Empresa Gloria S.A. (2016)</i>	61
Tabla 28 <i>Primer Programa de Bonos Corporativos 2016 (en Miles de S/)</i>	62
Tabla 29 <i>Segundo Programa de Bonos Corporativos 2016 (en Miles de S/)</i>	62
Tabla 30 <i>Posible Emisión de Deuda y Categorización de Riesgo (en Miles de S/)</i>	63
Tabla 31 <i>Capital de Trabajo de Gloria S.A. (en Miles de S/)</i>	64
Tabla 32 <i>Medidas de Administración para Estimar el Flujo de Caja Descontado</i>	65
Tabla 33 <i>Ratios para Proyectar el Capital de Trabajo</i>	66

Tabla 34 <i>Capital de Trabajo Estimado</i>	67
Tabla 35 <i>Capital de Trabajo de 2017 al 2021 y Variación del Capital de Trabajo</i>	67
Tabla 36 <i>Estimación para las Ventas Proyectadas 2017 (en Miles de S/)</i>	69
Tabla 37 <i>Inputs para la Proyección de Ventas</i>	70
Tabla 38 <i>Inputs para Determinar el Costo de Ventas Proyectadas</i>	71
Tabla 39 <i>Estimación del Costo de Producción (%)</i>	72
Tabla 40 <i>Estimación del Capex Proyectado (2017)</i>	73
Tabla 41 <i>Proyección del Flujo de Caja Libre (en Miles de S/)</i>	74
Tabla 42 <i>Enterprise Value: Resultados para su Análisis</i>	76
Tabla 43 <i>Valor Esperado y Desviación Estándar en los Value Drivers para el Análisis de Riesgo</i>	77
Tabla 44 <i>Análisis de Sensibilidad de PPI</i>	80
Tabla 45 <i>Análisis de Sensibilidad de PPC</i>	82
Tabla 46 <i>Ciclo de Conversión del Efectivo</i>	82
Tabla 47 <i>Análisis de Sensibilidad de PPP</i>	84
Tabla 48 <i>Estructura Financiera de Gloria S.A.</i>	84
Tabla 49 <i>Estructura del Capital Actual de Gloria S.A. (sin Deuda)</i>	85

Tabla 50 <i>Estructura del Capital Propuesto de Gloria S.A. (con Deuda)</i>	86
Tabla 51 <i>Desglose de la Identidad DuPont de Gloria S.A., Laive S.A. y el Sector</i>	88
Tabla 52 <i>Matriz de Comportamiento Lácteo en el Perú</i>	90
Tabla 53 <i>Proyección de la Matriz de Comportamiento Lácteo en el Perú</i>	91
Tabla 54 <i>Inputs para el Método del Porcentaje de Ventas</i>	92
Tabla 55 <i>Estado de Resultado Proyectado 2017</i>	93
Tabla 56 <i>Estado de Situación Financiera Proyectado 2017</i>	94
Tabla 57 <i>Estado de Situación Financiera Proyectado 2017</i>	95
Tabla 58 <i>Crecimiento Sostenible y Fondos Externos Requeridos</i>	97



Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Participación de mercado por sector industrial.....	6
<i>Figura 2.</i> Exportación anual de leche evaporada.....	7
<i>Figura 3.</i> Participación en porcentaje de empresas en la exportación de leche evaporada.....	9
<i>Figura 4.</i> Importación anual de leche en polvo descremada.....	9
<i>Figura 5.</i> Participación en porcentaje de empresas que importan leche en polvo descremada....	12
<i>Figura 6.</i> Perú: Total consumo per cápita de leche Kg/Hab/Año, del 2000 al 2013.....	13
<i>Figura 7.</i> Tendencia de la producción láctea en Perú por sector industrial.....	15
<i>Figura 8.</i> Tendencia en la producción de leche evaporada.....	16
<i>Figura 9.</i> Producción de leche cruda de vaca por regiones (en miles de toneladas).....	17
<i>Figura 10.</i> Población de vacas en ordeño por departamento (2016).....	18
<i>Figura 11.</i> Variación en la producción de leche cruda de vaca.....	19
<i>Figura 12.</i> Sector lácteo: deuda total y el promedio de la deuda.....	23
<i>Figura 13.</i> Sector lácteo: deuda total, pasivo y patrimonio.....	24
<i>Figura 14.</i> Sector lácteo: total pasivos y obligaciones financieras.....	24
<i>Figura 15.</i> Sector lácteo: margen de la deuda a proveedores.....	25
<i>Figura 16.</i> Sector lácteo: márgenes del pasivo y patrimonio del sector.....	25

<i>Figura 17.</i> Sector lácteo: grado de endeudamiento de las empresas del sector.....	26
<i>Figura 18.</i> Sector lácteo: endeudamiento sobre el patrimonio de las empresas del sector.	27
<i>Figura 19.</i> Apalancamiento financiero del sector lácteo.	28
<i>Figura 20.</i> Sector lácteo: capital de trabajo de las empresas del sector.	29
<i>Figura 21.</i> Sector lácteo: capital de trabajo neto de las empresas del sector.....	29
<i>Figura 22.</i> Prueba ácida de las empresas del sector.	30
<i>Figura 23.</i> Sector lácteo: ciclo operativo en las empresas del sector.	31
<i>Figura 24.</i> Sector lácteo: periodo promedio de cobranzas en las empresas del sector.....	32
<i>Figura 25.</i> Sector lácteo: ciclo de conversión de efectivo en las empresas del sector.	33
<i>Figura 26.</i> Sector lácteo: variación de márgenes de los EE.RR.....	34
<i>Figura 27.</i> Sector lácteo: ebitda de las empresas del sector.	35
<i>Figura 28.</i> Análisis DuPont del sector lácteo.	36
<i>Figura 29.</i> Composición de la deuda (S/ MM).....	47
<i>Figura 30.</i> Ratio de deuda/ebitda.....	48
<i>Figura 31.</i> Ratio de cobertura de interés.	49
<i>Figura 32.</i> Apalancamiento financiero de la empresa Gloria S.A.....	50
<i>Figura 33.</i> Plazo promedio de inventario en días de Gloria S.A.....	80

<i>Figura 34.</i> Periodo promedio de cobro de Gloria S.A.....	81
<i>Figura 35.</i> Ciclo de Conversión del Efectivo de Gloria S.A.....	83
<i>Figura 36.</i> Apalancamiento financiero UPS y UAI de Gloria S.A.	87
<i>Figura 37.</i> Rendimiento sobre el capital (ROE) Gloria S.A.....	87



Capítulo I: Análisis del Sector

1.1. Cuantificación de Mercado. Crecimiento y Tendencias

1.1.1. Coyuntura nacional

El crecimiento del producto bruto interno (PBI) peruano durante los años 2011, 2012 y 2013 fue en promedio 6.1 %, concentrado básicamente en algunos sectores, como pesca, minería, hidrocarburo, manufactura y construcción. En el 2014, los sectores que más retrocedieron fueron pesca, minería y manufactura; en cambio, en el 2016, pesca, manufactura y construcción.

El sector agropecuario por su parte obtuvo un crecimiento importante del 5.9 %, en el año 2012. A partir del 2013, dicho sector fue decreciendo hasta el año 2015, donde pudo recuperarse ligeramente en 3.2 %. Para el año 2016, tuvo una variación negativa de 37.5 % con respecto al periodo anterior. Según la Tabla 1, en el año 2016, el crecimiento de este sector global fue tan solo de 3.9 %; esto se debió, entre otros factores, al fenómeno de El Niño.

Tabla 1

Producto Bruto Interno por Sectores Productivos (var. %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PBI Global	6.5	6.0	5.8	2.4	3.3	3.9
Agropecuario	4.1	5.9	1.5	1.9	3.2	2.0
Pesca	52.9	-32.2	24.8	-27.9	15.9	-10.1
Minería	0.6	2.8	4.9	-0.9	9.5	16.3
Manufactura	8.6	1.5	5.0	-3.6	-1.5	-1.5
Electricidad y agua	7.6	5.8	5.5	4.9	5.9	7.3
Construcción	3.6	15.8	9.0	1.9	-5.8	-3.1
Comercio	8.9	7.2	5.9	4.4	3.9	1.8
Servicios	7.0	7.3	6.2	5.0	4.2	3.9

Nota. Adaptado de Cuadros anuales históricos (Banco Central de Reserva del Perú, 22 de abril de 2017). Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anuales-historicos.html>

En la Tabla 2 se puede observar cómo evolucionó la producción del subsector agrícola y pecuario de 2012 a 2016. Es notorio que ambos han crecido constantemente a lo largo de todos

estos años. Dentro del subsector pecuario se destaca la producción de leche cruda de vaca que logró un crecimiento importante, llegando a producir, en el 2016, 1,959 (en miles de toneladas).

Tabla 2

Producción de Leche Cruda de Vaca (en Miles de Toneladas)

Principales productos	2012	2013	2014	2015	2016
Caña de azúcar	10,369	10,992	11,389	10,212	9,792
Espárrago	377	383	377	371	377
Maíz A. duro	1,393	1,365	1,228	1,439	1,230
Arroz cáscara	3,019	3,047	2,896	3,151	3,160
Vacuno	366	379	385	384	378
Huevo	314	350	359	386	410
Leche cruda de vaca	1,791	1,808	1,840	1,903	1,959
Ave	1,477	1,530	1,607	1,736	1,826

Nota. Adaptado de *Boletín estadístico de producción. Agrícola, pecuaria y avícola* (Ministerio de Agricultura y Riego, 2016). Recuperado de http://www.minagri.gob.pe/portal/download/pdf/herramientas/boletines/prod-agricola-pecuaria-avicola/2016/boletin-produccion-comercializacion-avicola-diciembre2016_020317.pdf

En la Tabla 3 se puede apreciar que la participación de los animales vivos y productos que provienen de estos, en el valor de la producción agropecuaria, fue de 38.7 % (año 2016). Los animales que más aportan a este crecimiento fueron las aves de corral, con 19.7 %; seguido del ganado vacuno, con 5.5 %, y, finalmente, la vaca por su producción de leche cruda, con 5 % (producto final del animal).

Es importante recordar que la participación de las aves de corral tuvo un incremento desde el 2012, en forma constante, hasta el 2016. Por otro lado, la producción de leche cruda de vaca llegó a tener una participación del 5.3 % dentro del sector agropecuario en el 2012 y; posteriormente, se fue deteriorando hasta llegar a tener una participación del 5 % para el 2016.

De acuerdo a la Tabla 4, se puede visualizar el *ranking* en porcentaje de la participación que registró cada subproducto dentro del sector pecuario. De esta manera, se evidencia que la participación de la leche cruda de vaca fue del 12.9 % en el año 2016. Asimismo, se observa que la producción de este producto disminuyó entre los años 2012 y 2016, debido a que su rendimiento se vio afectado por factores alimenticios y tecnológicos.

Tabla 3

Participación de la Leche Cruda de Vaca en la Producción Agropecuaria (%)

Producto	2012	2013	2014	2015	2016
Sector agropecuario	100	100	100	100	100
Animales vivos y productos de animales	37.1	37.6	37.5	38.1	38.7
Vacuno	5.6	5.5	5.4	5.5	5.5
Llama	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Alpaca	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Ovino	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
Caprino	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Porcino	2.1	2	2	2	2.1
Aves de corral	17.7	18.3	18.8	19.1	19.7
Leche cruda de vaca	5.3	5.2	5	5	5
Huevo de gallina	3.3	3.5	3.3	3.6	3.6
Lana	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Fibra de llama	0	0	0	0	0
Fibra de alpaca	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

Nota. Tomado de *Anuario estadístico de producción pecuaria y avícola* (Sistema Integrado de Estadística Agraria, 2014). Recuperado de <https://goo.gl/UwGIXD>

Tabla 4

Participación de la Leche Cruda de Vaca en el Sector Pecuario (%)

Producto	2012	2013	2014	2015	2016
Sector pecuario	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Vacuno	15,0	14,6	14,4	14,4	14,1
Llama	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Alpaca	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Ovino	4,2	4,0	3,9	3,7	3,5
Caprino	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Porcino	5,6	5,3	5,2	5,3	5,4
Aves de corral	47,8	48,6	50,2	50,2	50,9
Leche cruda de vaca	14,2	14,0	13,4	13,1	12,9
Huevo de gallina	9,0	9,4	8,8	9,4	9,3
Lana	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Fibra de llama	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fibra de alpaca	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7

Nota. Tomado del *Anuario estadístico de producción pecuaria y avícola* (Sistema Integrado de Estadística Agraria, 2014). Recuperado de <https://goo.gl/UwGIXD>

1.1.2. Sector lácteo nacional: crecimiento y tendencias

El sector lácteo en el Perú es desarrollado principalmente por tres empresas (Gloria, Laive y Nestlé), que abastecen a más del 90 % del mercado; mientras que la diferencia está compuesta por productores artesanales. En cuanto a Gloria S.A., esta es una empresa de capitales peruanos y se dedica a la preparación, manufactura, compra, venta, importación y exportación de

productos y derivados lácteos. Se ha posicionado como la principal empresa comercializadora de leche evaporada en el Perú.

Actualmente, cuenta con seis plantas industriales, lo que le permite atender al mercado nacional y extranjero. Gloria S.A. exporta sus productos a 75 países del mundo en el Caribe, América Latina, el Medio Oriente y el oeste de África. En tanto, Nestlé Perú S.A. es una empresa subsidiaria del grupo suizo Nestlé, que se inició en 1919 mediante la importación de productos. Actualmente, Nestlé Perú cuenta con tres plantas ubicadas en Lima, Chiclayo y Cajamarca. Por su parte, Laive S.A. es una empresa fundada en 1910 y en la actualidad mantiene cuatro plantas a nivel nacional, dos ubicadas en Lima y dos en Arequipa.

Estas tres empresas mantienen una competencia muy fuerte en el mercado, puesto que todas ofrecen una gran variedad de productos innovadores en novedosas presentaciones. Una de las principales fortalezas de la industria láctea en el Perú es la integración vertical, pues todas las mencionadas empresas se encargan del acopio de leche, su procesamiento, envasado y distribución, generándoles la obtención de economías de escala. El producto lácteo con mayor demanda en el Perú es la leche evaporada (80 %), seguido de la leche fresca (19 %) y la leche en polvo (1 %).

Crecimiento del sector lácteo. El mercado de los productos lácteos en el Perú ha sido uno de los más dinámicos en los últimos quince años. El periodo con mayor crecimiento fue entre los años 2001 y 2008, en los que el crecimiento anual promedio fue de 9.5 %, lo que coincide con los mejores años de bonanza del sector lácteo en el Perú. Sin embargo, en el año 2009 no fue así, ya que a finales del 2008 se originó la crisis de las hipotecas *subprime* que afectó todas las economías del mundo. Después de dicha crisis, el sector lácteo volvió a retomar su crecimiento,

no al mismo nivel que antes, pero sí con un aumento moderado que en promedio fue del 7.31 % anual (2011-2016).

Según los datos de la Tabla 5, se observa que el total del sector lácteo creció a una tasa del 7.31 % y se proyecta para los siguientes años a una tasa promedio de 5.21 %. La producción láctea en el Perú se ha concentrado principalmente en cuatro sectores industriales: el correspondiente a la leche evaporada representa el 56 % del total. Este es el principal producto en la industria láctea del Perú, el cual está dirigido al consumo interno y es distribuido a través de diferentes canales, como supermercados, mercados tradicionales, panaderías y bodegas.

En segundo lugar se encuentra el yogur que representa el 23 %; en el tercer lugar se ubica la leche pasteurizada, con una participación del 16 %, y, por último, la producción de quesos tiene una participación del 2 %. Este sector ha tenido elevadas tasas de crecimiento en los últimos cinco años. Con respecto a los tres primeros sectores, su tendencia se ha mantenido desde años anteriores. La producción de leche evaporada incluye la elaboración de leche fresca líquida esterilizada, pasteurizada, homogeneizada o tratada a altas temperaturas, así como las bebidas hechas a base de leche, cremas, leche en polvo o condensada azucarada o sin azúcar, entre otros derivados más.

Tabla 5

Producción Láctea del Sector Industrial en el Perú (en Toneladas)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Leche evaporada	417,627	445,218	469,482	478,281	499,772	520,583
Pasteurizada	126,952	130,741	132,949	132,978	142,416	151,263
Queso tipo suizo	11,116	11,441	12,005	13,578	14,278	14,940
Queso fresco	6,332	5,986	5,915	6,011	6,372	6,961
Queso mantecoso	429	452	513	638	711	713
Mantequilla	2,879	2,940	3,572	3,709	4,536	5,192
Cremas	4,704	5,892	6,321	6,913	6,048	6,738
Yogur	150,840	166,553	177,895	190,695	207,116	225,251
Manjar blanco	5,425	5,611	5,932	6,478	6,203	6,683
Total sector industrial	726,303	774,833	814,583	839,282	888,236	953,185
Total sector industrial (var. %)	3.29 %	6.68 %	5.13 %	3.03 %	5.83 %	7.31 %

Nota. Adaptado de *Estadísticas* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2017). Recuperado de <http://www.asganaderoslima.org/estadisticas>

En la Figura 1 se presenta la composición del sector industrial para el año 2016, en la que se aprecia la importancia que tiene el sector de la leche evaporada, seguido del sector yogur, y, finalmente, la leche pasteurizada. Estos tres productos alcanzan a tener una participación conjunta de casi el 96 % del total del mercado.

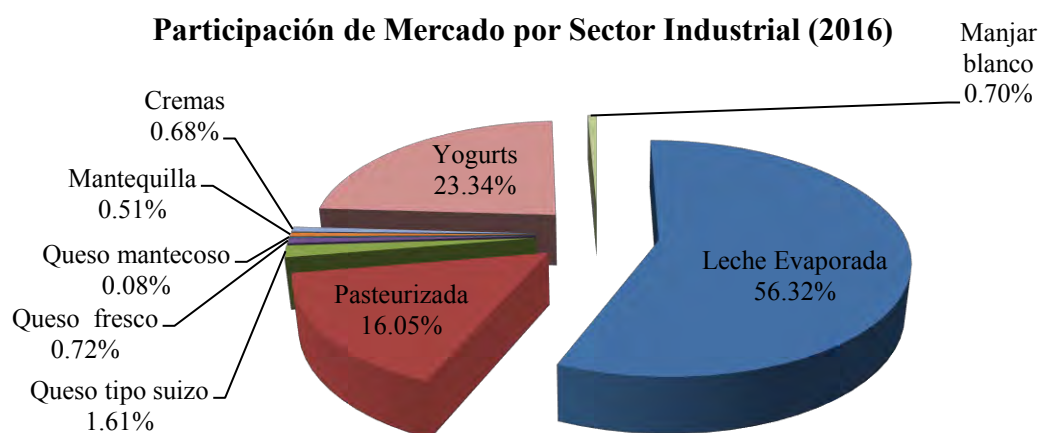


Figura 1. Participación de mercado por sector industrial. Adaptado de *Estadísticas* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2017). Recuperado de <https://goo.gl/tdvmzs>

La leche evaporada es el principal producto elaborado dentro de la industria láctea nacional, que está direccionado a satisfacer la demanda interna para el consumo en hogares. Es distribuido a través de diversos canales, como los supermercados, mercados tradicionales y bodegas. Asimismo, la leche evaporada también está dirigida al sector externo, ya que es un componente importante y dinámico en la canasta exportadora.

En la Figura 2 se observa que la exportación anual de leche evaporada ha crecido constantemente a una tasa promedio anual de 5.6 % en el periodo comprendido entre el año 2010 y 2016. Este incremento se originó principalmente debido a un mayor alcance en los mercados de países caribeños de América Latina y también de África. Este mayor dinamismo en las exportaciones de leche evaporada se ha dado desde el año 2000 hasta el 2016.

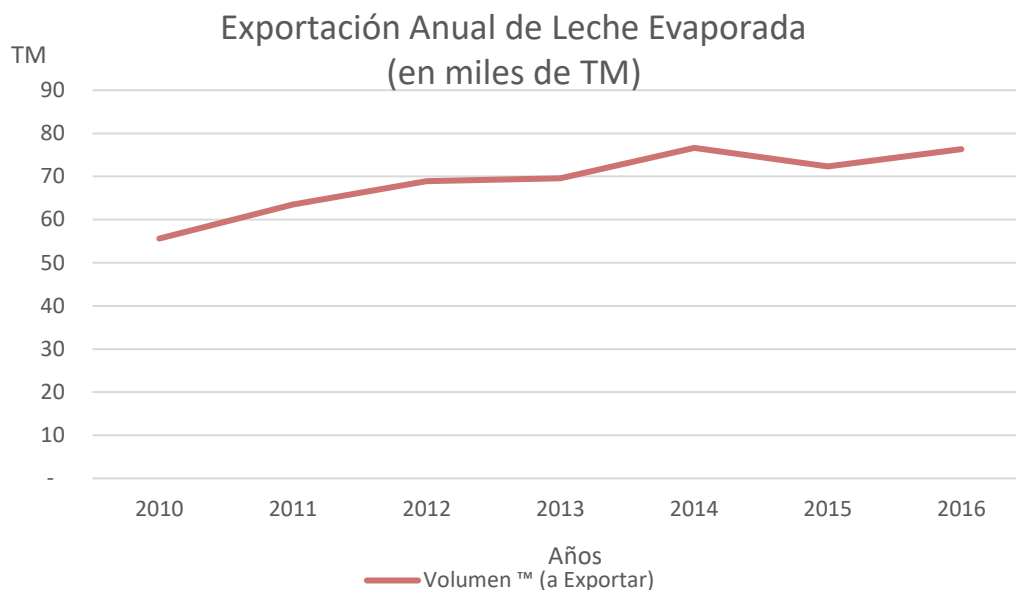


Figura 2. Exportación anual de leche evaporada. Adaptado de *Leche en polvo descremada - participación %* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>

Es importante saber a qué países está direccionada gran parte de la producción de la leche evaporada, ya que esta información sería muy útil para realizar algunas estimaciones en cuanto a las ventas potenciales. Por otro lado, es necesario conocer muy de cerca qué es lo que está sucediendo dentro de la economía de estos países compradores de leche evaporada; estos datos serían muy relevantes para tomar cualquier decisión comercial. En la Tabla 6, se puede observar que el 46.81 % (participación del periodo 2016) del total de leche exportada está destinada a Haití; sin embargo, también se debe tener en cuenta la importancia de países, como Puerto Rico, República Dominicana, Bolivia, Estados Unidos, Bahamas, Chile, Gambia, Liberia y Trinidad y Tobago. Este producto se ha convertido en una fuente importante de proteínas y vitaminas para la población infantil de dichos países.

Tabla 6

Exportación Anual de Leche Evaporada a sus Principales Mercados

	Destino (Tm)						Participación %
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Haití	26,904	30,213	31,175	32,080	33,287	35,744	46.81 %
Puerto Rico	1,563	2,599	4,554	4,812	5,714	6,738	8.83 %
República Dominicana	288	1,916	1,836	2,956	4,548	6,066	7.95 %
Bolivia	-	-	-	3880	3878.837	3,578	4.69 %
Estados Unidos	1,764	1,758	1,344	1,618	2,655	2,826	3.70 %
Bahamas	2,951	3,264	2,701	2,531	3,001	1,440	1.89 %
Chile	1,419	1,596	1,956	1,828	2,335	2,657	3.48 %
Gambia	5,288	3,354	4,547	4,316	1,687	3,802	4.98 %
Liberia	1,205	1,291	1,326	1,067	944		0.00 %
Trinidad y Tobago	3,439	1,933	2,115	3,993	1,366	1,270	1.66 %
Los demás	18,658	20,956	18,050	17,552	1,841,172	1,961,699	19 %
Subtotal	63,479	68,880	69,603	76,635	72,333	76,353	100 %

Nota. Adaptado de *Leche en polvo descremada - participación %* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>

Entre las principales empresas exportadoras de leche evaporada, se destaca Gloria S.A., con un volumen de exportación de 67,935 Tm para el 2016; sin duda es la empresa que mantiene una mayor participación dentro del sector exportador nacional. Mientras que Nestlé S.A. se ha convertido en la segunda empresa que más exporta (ver Tabla 7).

Tabla 7

Empresas que Exportan Leche Evaporada en Perú

	Exportador (Tm)					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gloria	55,146	59,034	62,262	67,606	64,463	67,935
Nestlé Perú	8,202	9,586	7,069	8,695	7,405	7,672
Exp. Caminos Altos del Perú	-	-	39	82	170.735	170.505
Agro Mi Perú Foods	-	11	27	68	108.174	85.749
Export y Import e Inversiones Willam Esag	-	-	-	43	70.016	172.766
Campos Verdes S.R.L.					28	-
Los demás	131	250	205	141	115.107	174.381
Subtotal	63,479	68,880	69,603	76,635	72,333	76,353

Nota. Adaptado de *Leche en polvo descremada - participación %* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>

Participación de Empresas en la Exportación de Leche Evaporada

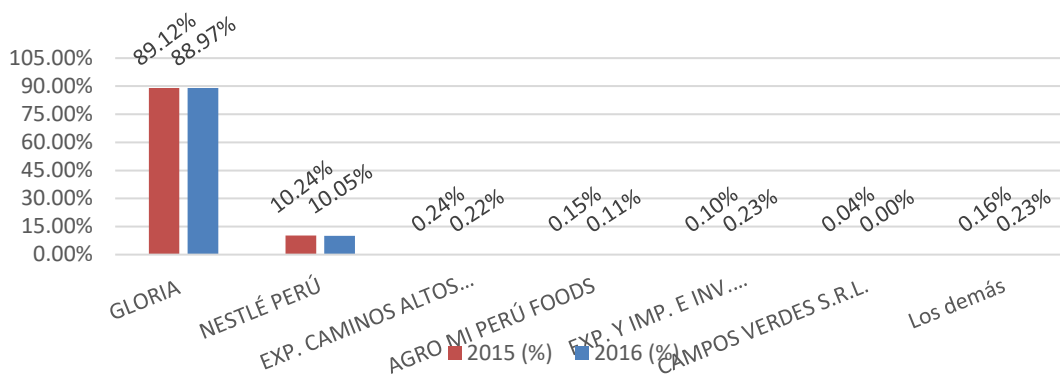


Figura 3. Participación en porcentaje de empresas en la exportación de leche evaporada. Adaptado de *Leche en polvo descremada - participación %* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>

En la Figura 4, se muestra cómo ha evolucionado la importación de leche en polvo descremada durante los siete últimos años, cuya tendencia es muy cíclica. La importación de este tipo de leche, para el año 2016, fue de 21,685 Tm; superior a esta cantidad en el 2015, con 19,576 Tm. Asimismo, en el periodo 2012-2014, los niveles de importación son similares a los del año 2016.

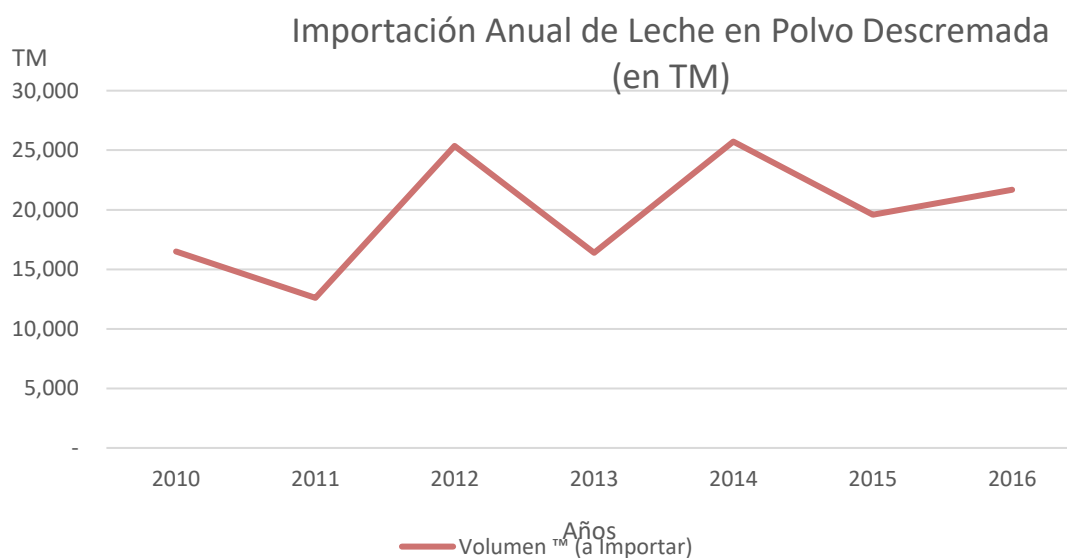


Figura 4. Importación anual de leche en polvo descremada. Adaptado de *Leche en polvo descremada - participación %* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>

A continuación, se observa el *ranking* de los países de los que se importa más leche en polvo descremada. Estados Unidos y Nueva Zelanda son los países que constituyen aproximadamente el 76.24 % del total de importaciones. El primero de estos se convirtió en el principal proveedor, con una participación de 63.21 %, en 2016; seguido de Nueva Zelanda, cuya participación fue de 13.03 % (ver Tabla 8).

Tabla 8

Importación Anual de La Leche en Polvo Descremada

País	Procedencia (Tm)						Participación % 2016
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Estados Unidos	7,221	10,672	8,967	9,058	9,944	13,707	63.21 %
Nueva Zelanda	2,77	7,96	5,692	7,414	5,393	2,826	13.03 %
Francia	114	222	10	795	1700	1242	5.73 %
Argentina	-	-	-	-	780	0	0.00 %
Polonia	645	2,56	480	1,691	449	1,011	4.66 %
Alemania	75	200	-	-	517	675	3.11 %
Uruguay	-	-	-	-	25	0	0.00 %
Bélgica	406	103	-	-	24	0	0.00 %
Irlanda	63	528	270	2,543	223	315	1.45 %
Los demás	1417.15	461.348	84.625	100	829	25	0.12 %
Subtotal	12,603	25,357	16,378	25,724	19,576	21,685	100 %

Nota. Adaptado de *Leche en polvo descremada - participación %* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>

En la Tabla 9 se puede visualizar que la empresa Gloria S.A. es el principal importador de leche en polvo descremada en miles de Tm, así como también se puede apreciar que las cantidades importadas son bastante cíclicas, ya que del 2011 a 2016 fueron en promedio 14,3140 Tm. Esta variación, en cuanto a los volúmenes importados (Tm), obedece a la de los

precios internacionales de las materias primas, como la leche en polvo descremada y la leche en polvo entera.

Tabla 9

Empresas que Importan Leche en Polvo Descremada (Perú)

Empresas	Importador (Tm)					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gloria	8,664	19,900	10,005	19,580	12,610	15,123
Laive	488	1,084	1,191	467	1671	1243
Nestlé	701	1,327	1,654	2,585	2,153	1,519
E&M	50	-	37	547	950	900
Adiplus	-	-	-	248	443	418.425
Cusa	16	278	341	250	489	267
Multex E.I.R.L.	-	-	-	544	445	521
Frutaron Perú S.A.	-	-	-	-	399	712
Quintia S.A.	-	-	113	360	229	854
Las demás empresas	2,700	3,045	3,379	2,186	1,564	1,335
Subtotal	12,603	25,357	16,378	25,724	19,576	21,685

Nota. Adaptado de *Leche en polvo descremada - participación %* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>

En la Figura 5, se observa que, en los años 2015 y 2016, Gloria S.A. alcanzó a importar el 64.4 % y 69.7 % de leche en polvo respectivamente, manteniéndose en el primer lugar. Las empresas Laive y Nestlé son las que le siguen en menor proporción; en su conjunto solo llegan máximo al 10 % del total de importaciones de este insumo.

En muchas oportunidades se trató de frenar el ingreso de estos insumos al mercado local, propiciando la subida de aranceles. Sin embargo, esta no sería la solución adecuada, puesto que el Estado debería fomentar el desarrollo tecnológico y la capacitación técnica de los productores nacionales para la crianza y la alimentación del ganado, e invertir en mejorar la genética de estos animales; de esta manera, se garantizaría una mayor productividad.

Participación de Empresas en la Importación de Leche en Polvo Descremada

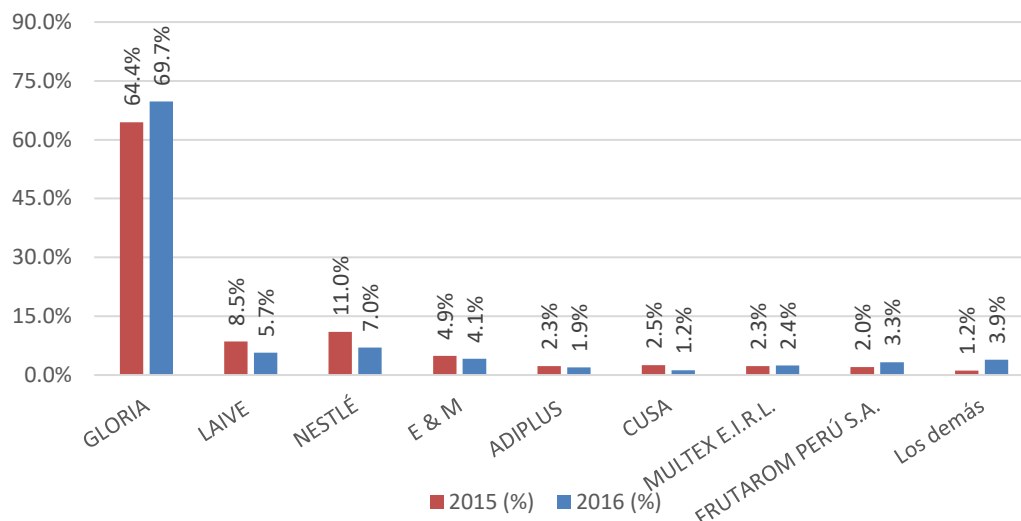


Figura 5. Participación en porcentaje de empresas que importan leche en polvo descremada. Adaptado de *Leche en polvo descremada - participación %* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>

Tendencias del sector. El sector lácteo peruano mantiene buenas perspectivas de crecimiento para los próximos cinco años, ya que se prevé una tasa de crecimiento en promedio del 5.21 % anual (ver Tabla 5). Es importante mencionar que todos los productos lácteos y sus derivados son vendidos tanto en el mercado nacional como en el extranjero, siendo el producto con mayor representación, dentro de las exportaciones, la leche evaporada.

La producción láctea orientada al mercado nacional se proyecta con un mayor consumo de leche per cápita para el año 2021. La Oficina de las Naciones Unidas para la Alimentación (FAO) recomienda que los peruanos deben consumir, en promedio, 120 litros de leche al año, niveles similares sugeridos para otros países vecinos. Por su parte, el gerente de Marketing de Laive, Álvaro Ramos indicó que el consumo per cápita de leche en Perú es bajo, por lo que se ubica entre los 70 y 80 litros por persona y, por ende, debería aumentar (América Retail, 2015).

Se muestra en la Figura 6 el balance del año 2013, en el que el consumo per cápita de lácteos llegó a 80 litros diferenciándose del año 2000, cuando el consumo per cápita alcanzó 46 litros aproximadamente. Estos datos fueron referidos por Rolando Piskulich, presidente de la Asociación de Industriales Lácteos (ADIL), con ocasión del día mundial de la leche (cuya celebración es el primero de junio). Asimismo, advirtió que al Perú aún le falta un largo trecho para alcanzar el consumo ideal recomendado por la FAO, de 130 litros anuales (Perulactea, 2014).

Perú: Total Consumo Per Cápita de Leche Kg/Hab/Año, Años 2000 al 2013

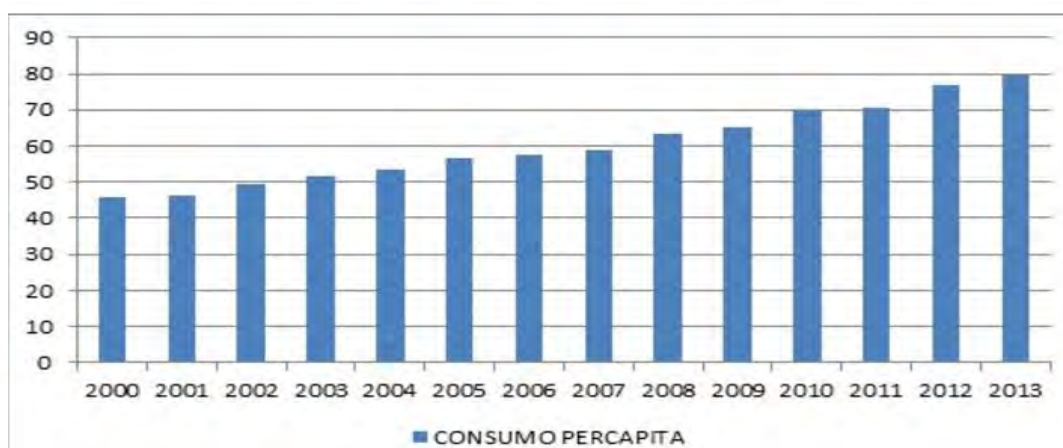


Figura 6. Perú: Total consumo per cápita de leche Kg/Hab/Año, del 2000 al 2013. Tomado de *Peruanos ya consumen 80 litros de leche al año, aunque FAO recomienda 130* (Perulactea, 2014). Recuperado de <https://goo.gl/4xSx6t>

Es importante tener en cuenta que si el Perú quiere llegar al Bicentenario consumiendo los 120 kg al año, necesariamente tendría que duplicar su producción de leche. Para lograrlo, es necesario tomar acciones que ayuden a mejorar la productividad de los ganados, como por ejemplo, implementar mejoras tecnológicas en cuanto a su alimentación, garantizar una buena reproducción del ganado (mejoramiento genético de los animales) y reducir los costos de los alimentos balanceados que se les proporciona para su desarrollo.

En los últimos años, se ha notado una tendencia al alza en la demanda de la leche y sus derivados en el Perú, debido a una mejora en los ingresos per cápita y a un crecimiento

demográfico. Sin embargo, la producción de leche no ha seguido esta misma línea. Ante esta brecha, que es la escasez de la leche fresca, las empresas han recurrido a la importación de un sustituto, como lo es leche en polvo, a fin de cubrir la demanda.

Frente a ello, en un artículo, el ingeniero Piskulich advirtió: “El Perú debe estar preparado para sostener un crecimiento anual de su sector lácteo de 5 %, para lograr pasar a producir en 2021, de 2’400,000 que se produce hoy, a tres millones de toneladas de leche al año” (Perulactea, 2014). El mencionado ingeniero explicó que la demanda de lácteos en el país ha tenido un crecimiento sostenido, y es que ha crecido 102 % desde el año 2000 hasta el 2013 (último balance); es decir, un promedio de 6 % anual.

En la Figura 7 se puede visualizar la tendencia que han tenido estos sectores industriales en los últimos cinco años, siendo el sector de leche evaporada y el de la leche pasteurizada los que más fueron golpeados en el año 2014; no obstante, en el 2015 y 2016 estas se recuperaron sustancialmente. Con respecto a los sectores de yogur y queso tipo suizo, estos se desarrollaron mejor que en el 2016. Cabe destacar que, durante el 2009, la producción de leche evaporada disminuyó en -8.6 %, como consecuencia de la crisis financiera internacional que afectó a todas las economías del mundo e impactó directamente en el consumo interno.

Para producir la leche evaporada en grandes magnitudes, es necesario tener en cuenta la participación que tiene el ingreso de la leche fresca en las plantas y de los insumos, como la grasa anhidra de leche, la leche en polvo descremada y entera. No obstante, en el 2016, el ingreso de leche fresca a las plantas se incrementó en 3.41 %, y de cierta manera esto fue compensado con una disminución de compra de grasa anhidra de leche, de los principales insumos para la elaboración de la leche evaporada.

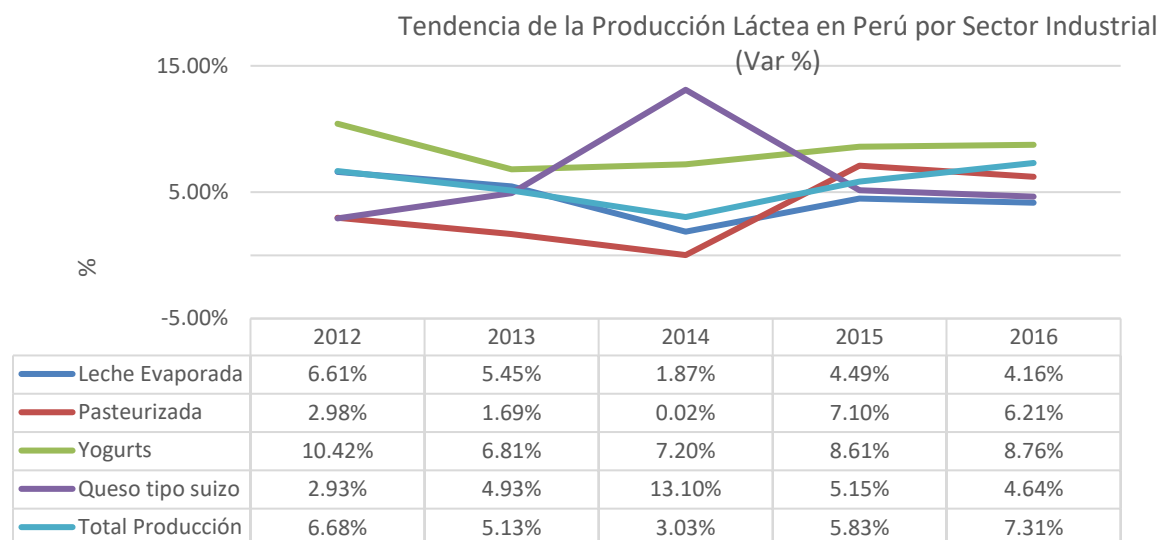


Figura 7. Tendencia de la producción láctea en Perú por sector industrial. Adaptado de *Estadísticas* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2017). Recuperado de <http://www.asganaderoslima.org/estadisticas>

Por otro lado, la leche en polvo entera tuvo un descenso importante en la producción de leche evaporada. En líneas generales, la utilización de la leche en polvo entera se ha disminuido en 22.32 % durante los años 2016 y 2015. Ante la escasez de leche fresca, como principal insumo de la leche Gloria, la empresa estaría optando por buscar un sustituto ideal para este producto (ver Tabla 10).

Tabla 10

Insumos en la Producción Industrial de la Leche Evaporada

Producción de leche evaporada	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingreso de leche fresca a las plantas	926,544	926,599	976,472	1'017,167	1'007,767	1'042,086
(GAL) Grasa anhidra de leche (insumo)	1,978	4,609	4,580	4,749	8,405	4,925
(LPD) Leche en polvo descremada (insumo)	15,292	22,335	18,984	23,204	21,538	18,586
(LEP) Leche en polvo entera (insumo)	9,849	17,369	13,075	16,024	24,623	19,127
Total insumos en polvo	27,120	44,313	36,639	42,691	54,566	42,050

Nota. Adaptado de *Leche en polvo descremada - participación %* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>

En la Figura 8, se puede apreciar el ingreso de leche fresca a plantas y el total de insumos para la producción de leche evaporada.

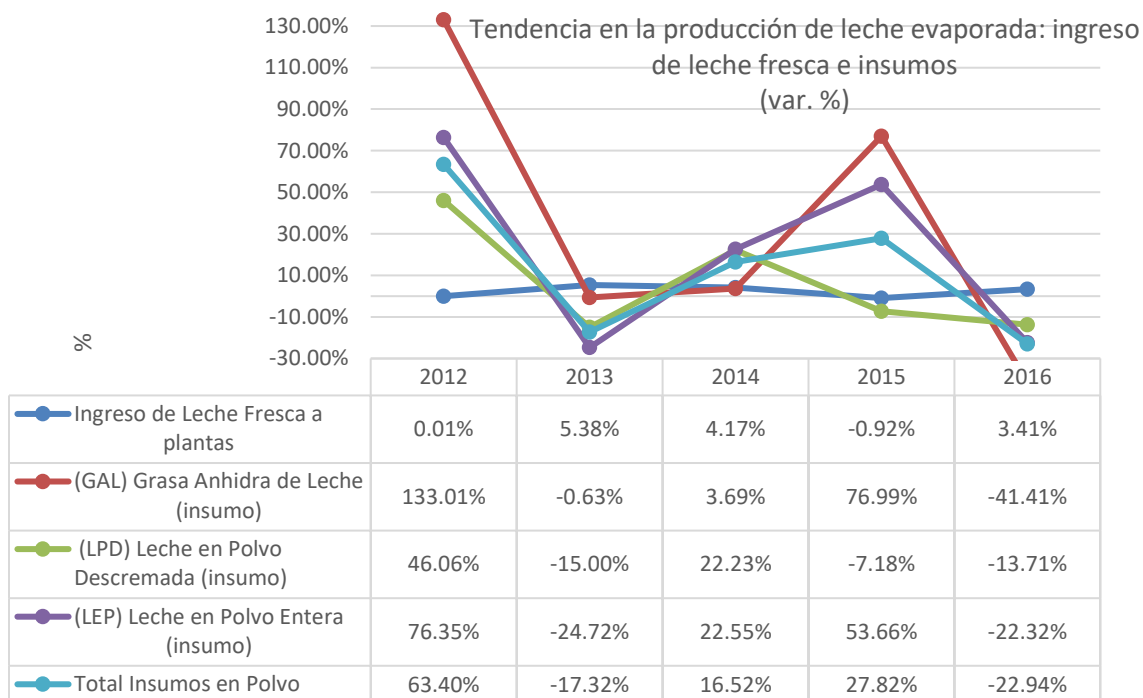


Figura 8. Tendencia en la producción de leche evaporada. Adaptado de *Estadísticas* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2017). Recuperado de <http://www.asganaderoslima.org/estadisticas>

La tendencia en la producción de leche evaporada se relaciona directamente con el ingreso de leche fresca a las plantas industriales; por ejemplo, en la Tabla 10, se observa que el ingreso de leche fresca registró 1'042,086 Tn para el año 2016, que tuvo una variación positiva (3.41 %) con respecto al año anterior (1'007,767 Tn). Su tendencia presenta un comportamiento cíclico por el acopio de leche fresca en las plantas. También se observa en la Figura 8 los insumos que se necesitan para la producción de leche evaporada. El sector lácteo que mayor insumos importó es la grasa anhidra de leche, que tuvo una variación de 63.59 % para el año 2015. Este incremento excesivo se debió a la disminución del volumen de leche fresca en la

planta. Otro insumo de mayor importación fue la leche en polvo entera y la leche en polvo descremada (Figura 4).

En cuanto a la estructura financiera de las empresas del sector, están casi alineadas al promedio del mercado, debido a que todas ellas se encuentran integradas verticalmente. Las empresas son acopiadoras de leche cruda, así como todas se encargan del procesamiento, envasado y distribución de sus productos, lo que les permite obtener una economía de escala. Gloria S.A. tiene una participación del 88 % en el mercado lácteo y cuatro plantas a nivel nacional: dos ubicadas en Lima y dos en Arequipa.

Es importante analizar por regiones y determinar cuáles tienen mayor participación en la producción de leche fresca. En la Figura 9 se observa que las regiones que más participación tienen en la producción de leche fresca son Arequipa, Cajamarca y Lima, representando más del 53 % de la producción total.

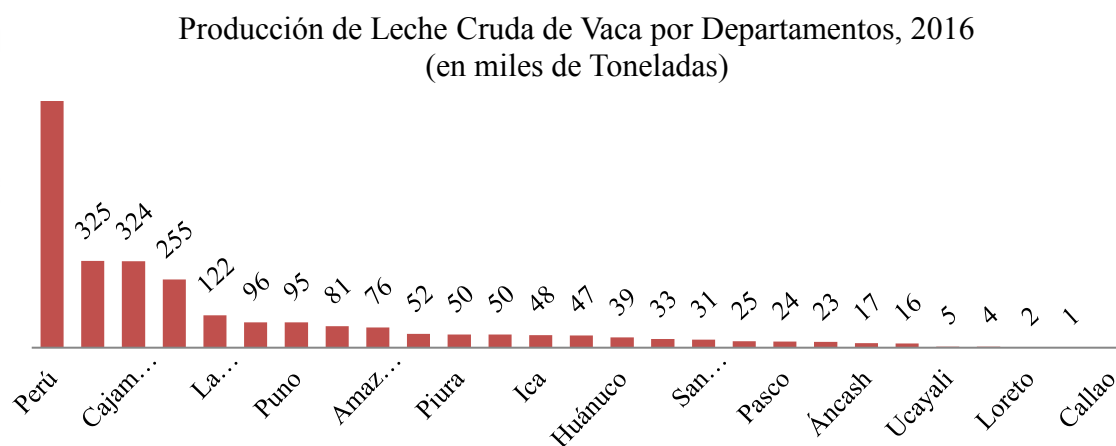


Figura 9. Producción de leche cruda de vaca por regiones (en miles de toneladas). Adaptado de *Anuario estadístico de producción pecuaria y avícola* (Sistema Integrado de Estadística Agraria, 2014). Recuperado de <http://siea.minag.gob.pe/siea/?q=publicaciones/anuarios-estadisticos>

Según el Banco Central de Reserva del Perú (2017), Cajamarca cuenta con una diversidad ecológica que ha permitido que, en toda su extensión, se instalen centros de cría de

ganado lechero de razas Holstein y Brown Swiss en los valles, y cruces de estas (ganado criollo) en las zonas más altas. El departamento se destaca por ser una cuenca lechera importante en el país, siendo la primera en tener la mayor población de vacas en ordeño (146,400 unidades) y la segunda productora de leche fresca del país después de Arequipa (325,300 toneladas), con 323,700 toneladas, lo que representó el 17.6 % del total nacional en el año 2016.

En la Figura 10 se puede apreciar que Cajamarca es el departamento que lideró en cuanto a la mayor población de vacas en ordeño durante el 2016, con 146,000 unidades; en segunda posición se encuentra el departamento de Puno, con 99,000 unidades; luego se ubican los departamentos de Cusco, Lima y Arequipa, con 84,000, 79,000 y 76,000 unidades respectivamente.

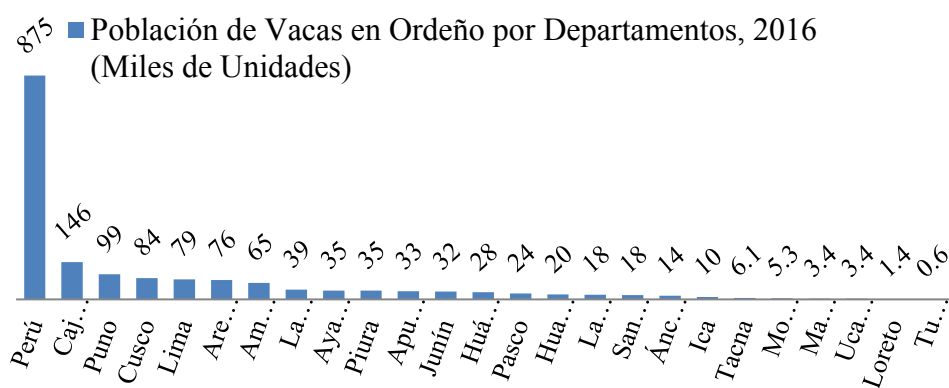


Figura 10. Población de vacas en ordeño por departamento (2016). Adaptado de *Anuario estadístico de producción pecuaria y avícola* (Sistema Integrado de Estadística Agraria, 2014). Recuperado de <http://siea.minag.gob.pe/siea/?q=publicaciones/anuarios-estadisticos>

Arequipa es considerada como la primera cuenca lechera del Perú, por su alta producción; sin embargo, desde hace varios años, el consumo de leche fresca ha ido disminuyendo. Se estima que un de cada diez personas la consumen, a pesar de que en la región se produce diariamente 600,000 litros (Perulactea, 2014).

En cuanto a la variación porcentual en la producción de leche cruda de vaca por departamentos, se observa en la Figura 11 que Moquegua fue la región más golpeada, ya que la variación en la producción de leche durante el 2015 tuvo un incremento de 19 % (respecto al 2014) y para el 2016 esta variación porcentual se contrajo en -7.22 % (respecto al 2015). En el 2016, Cusco también fue uno de los departamentos que tuvo una variación porcentual menor (2.67 %), de igual manera le siguieron Junín y Madre de Dios.

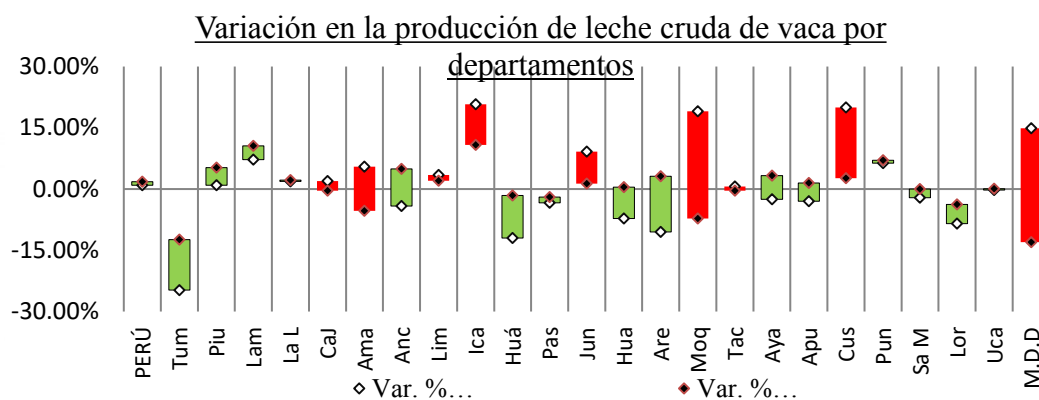


Figura 11. Variación en la producción de leche cruda de vaca. Adaptado de *Anuario estadístico de producción pecuaria y avícola* (Sistema Integrado de Estadística Agraria, 2014). Recuperado de <http://siea.minag.gob.pe/siea/?q=publicaciones/anuarios-estadisticos>

Sin embargo, en la Tabla 11 se puede observar que para el 2016 la región que evidenció un mejor rendimiento en la producción de leche cruda por vaca fue Lima Metropolitana, llegando a producir 26.3 litros por día; seguidos por las regiones de Ica, Arequipa y Tacna, con 13.9; 11.9 y 11.5 litros por día respectivamente. Para este periodo, también hubo regiones que tenían una capacidad de producción muy baja con respecto a otras; entre estas figuran las regiones de Callao, Puno, Pasco, Apurímac Tumbes y Huancavelica.

Finalmente, en la Tabla 12, se ha construido una matriz donde se puede observar la relación que hay entre las vacas de ordeño, la producción de leche cruda, el rendimiento por año y por día, y también la variación en el precio de la leche. Además, en esta tabla se puede visualizar que, desde el 2012, el número de unidades de vacas de ordeño se ha incrementado

consecutivamente; sin embargo, el rendimiento de leche por vaca al día se mantiene casi constante (5.8 litros por día), debido a que la producción de leche cruda no crece al mismo nivel que el número de vacas de ordeño. Esto probablemente se deba a factores, como la alimentación, la raza de los animales, la etapa de la reproducción y la lactancia, los cuales afectan en el rendimiento de la producción de leche.

Tabla 11

Rendimiento de Leche Cruda de Vaca por Departamento (2016)

Posición	Región	(kg/vaca/año)	(kg/vaca/día)
	Perú	2,103	5.8
1	Lima M	9,472	26.3
2	Ica	5,016	13.9
3	Arequipa	4,294	11.9
4	Tacna	4,132	11.5
5	Lima	3,649	10.1
6	La Libertad	3,111	8.6
7	Moquegua	3,067	8.5
8	Lambayeque	2,709	7.5
9	Cajamarca	2,211	6.1
10	San Martín	1,749	4.9
11	Loreto	1,7	4.7
12	Ayacucho	1,49	4.1
13	Junín	1,473	4.1
14	Ucayali	1,464	4.1
15	Piura	1,444	4.0
16	Huánuco	1,366	3.8
17	Madre de Dios	1,238	3.4
18	Áncash	1,204	3.3
19	Amazonas	1,174	3.3
20	Cusco	1,135	3.2
21	Huancavelica	1,116	3.1
22	Tumbes	1,085	3.0
23	Apurímac	991	2.8
24	Pasco	991	2.8
25	Puno	966	2.7
26	Callao	890	2.5

Nota. Adaptado de *Anuario estadístico de producción pecuaria y avícola* (Sistema Integrado de Estadística Agraria, 2014). Recuperado de <http://siea.minag.gob.pe/siea/?q=publicaciones/anuarios-estadisticos>

Por último, el precio de la leche por litro también se ha ido incrementando de manera gradual, pero aún es insuficiente para los ganaderos ya que con mayores márgenes de ganancias podrían invertir en capacitación técnica e innovación tecnológica.

Tabla 12

Matriz: Población, Producción, Rendimiento y Precios

Producto	2012	2013	2014	2015	2016
Leche cruda de vaca					
Vacas en ordeño (miles de unidades)	847	859	877	878	880
Producción leche cruda (miles toneladas)	1,791	1,808	1,840	1,903	1,959
Rendimiento (kg /vaca /año)	2,114	2,104	2,098	2,166	2,226
Rendimiento (kg /vaca/día)	5.8	5.8	5.7	5.9	6.1
Precio (soles por kg)	1.04	1.1	1.15	1.15	1.2

Nota. Adaptado de *Anuario estadístico de producción pecuaria y avícola* (Sistema Integrado de Estadística Agraria, 2014). Recuperado de <http://siea.minag.gob.pe/siea/?q=publicaciones/anuarios-estadisticos>

1.2. Composición y Estructura Financiera del Sector

1.2.1. Composición del sector

La industria peruana de lácteos y sus derivados está conformada principalmente por tres empresas: Gloria S.A., Laive S.A, y Nestlé Perú S.A. En el año 2013, Gloria S.A. mantenía el 79 % de participación del mercado, y la seguían Laive S.A., con 9 %; Nestlé Perú S.A., con 8 %; P&D Andinas S.A., con 3 %, y finalmente otras empresas, con el 1 % (Gloria S.A., 2013).

Como se puede apreciar estas tres empresas abarcan más del 90 % y compiten arduamente en un mercado ya consolidado. Gloria S.A. es el líder indiscutible, es por esto que cada empresa busca desarrollar e innovar nuevos productos para lograr una mayor aceptación por parte de los consumidores.

Según Class & Asociados S.A. (2015), Nestlé Perú S.A. es una subsidiaria del grupo suizo Nestlé, empresa que inició sus operaciones en el país en 1919, mediante la importación de productos. En 1942, abrió su primera planta de producción en Chiclayo; y en 1977, Nestlé adquirió la fábrica peruana de helados, golosinas y panetones D'Onofrio. En la actualidad, Nestlé

Perú cuenta con tres plantas ubicadas en Lima, Chiclayo y Cajamarca para el acopio de leche. En cuanto a Laive S.A., esta empresa se fundó en 1910, con el nombre de Sociedad Ganadera del Centro y cambió su razón social en 1994. Cuenta con cuatro plantas a nivel nacional, dos ubicadas en Arequipa y dos en Lima, siendo su principal centro de acopio en Majes-Arequipa. Estas tres empresas compiten intensamente ofreciendo una gran variedad de productos, con nuevos diseños y presentaciones.

Este sector se caracteriza por su integración vertical, ya que todas las empresas se encargan del acopio de leche, proceso, envasado y distribución, lo cual no solo propicia las economías de escala, sino también crea barreras de entradas a nuevas compañías competidoras. Los productos lácteos con mayor demanda en el Perú son la leche evaporada, que representa casi el 80 % del mercado; la leche fresca, el 19 %, y la leche en polvo, el 1 %. El mercado total de leche industrializada crece constantemente, siendo Gloria S.A. el líder indiscutible en este mercado.

A finales del noventa, el mercado del yogur fue mucho más participativo, es decir, tomó un rápido crecimiento, lo que a su vez implicó una reducción de los precios. Esto permitió que llegara más rápido a los diferentes niveles socioeconómicos, impulsando las mejoras en las variedades de sabores y presentaciones. Finalmente, el mercado que también logró crecer de una manera muy rápida fue el de los refrescos y néctares, al ingresar con una imagen de una bebida más saludable en comparación con las que son carbonatadas. Es en este sector donde las empresas mantienen una agresiva campaña publicitaria.

1.2.2. Estructura financiera del sector

En cuanto a la estructura financiera del sector lácteo y sus derivados, básicamente se enfoca en estas dos empresas: Gloria S.A. y Laive S.A. Para este análisis se ha tomado como

referencia los estados financieros consolidados al 2016. En la Figura 12 se observa que el promedio de la deuda del sector representó aproximadamente el 79 % de la deuda total. Para este cálculo, se utilizó el método del promedio ponderado, considerando que solamente Gloria S.A. mantiene una deuda (pasivo) de S/1'374,121. Este resultado permite tener como referencia hasta qué monto una empresa podría seguir endeudándose con capital propio y de terceros para continuar operando en el mercado. Entonces, su deuda total del sector lácteo es de S/1'735,098.



Figura 12. Sector lácteo: deuda total y el promedio de la deuda. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRk>

En la Figura 13 se puede apreciar que del 100 % de la deuda total del sector (la suma del total pasivo y el patrimonio), el 50.67 % corresponde al aporte de los accionistas (patrimonio), y la diferencia, que sería el 49.33 %, al pasivo corriente y no corriente. Esta información es muy importante, debido a que permite tomar decisiones en cuanto a la estructura de capital, ya que todas las empresas buscan maximizar el valor de la firma teniendo como herramienta la combinación óptima entre recursos propios y de terceros. Finalmente, el conocer de manera

adecuada la estructura de la deuda en una empresa posibilita tomar mejores decisiones de financiamiento.

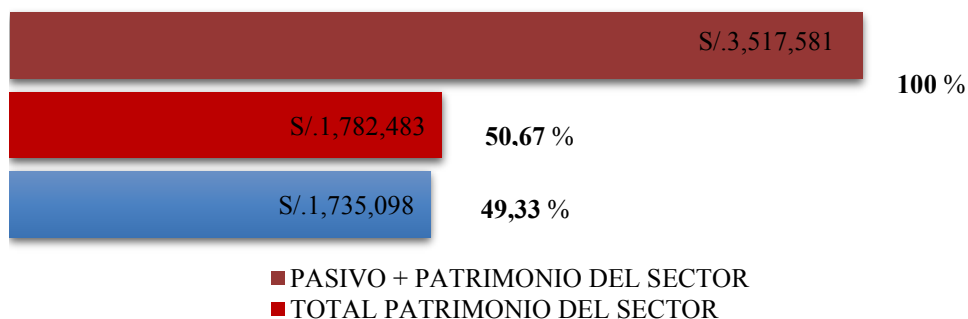


Figura 13. Sector lácteo: deuda total, pasivo y patrimonio. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRt>

En la Figura 14 se observa que el 52 % del pasivo total del sector está siendo financiado con préstamos financieros y emisión de deuda. Este indicador ayuda a determinar el porcentaje de deuda financiera que en promedio deberían tener las empresas del sector para que se puedan tomar mejores decisiones de financiamiento.



Figura 14. Sector lácteo: total pasivos y obligaciones financieras. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRt>

En la Figura 15 se muestra que el margen de la deuda a proveedores del sector es 19 %, más que la utilidad neta. Este indicador permite tener como referencia qué porcentaje de la

utilidad neta está siendo financiado con deuda a proveedores; de esta forma, se podría comparar con otras fuentes de financiamiento para obtener un mejor resultado.

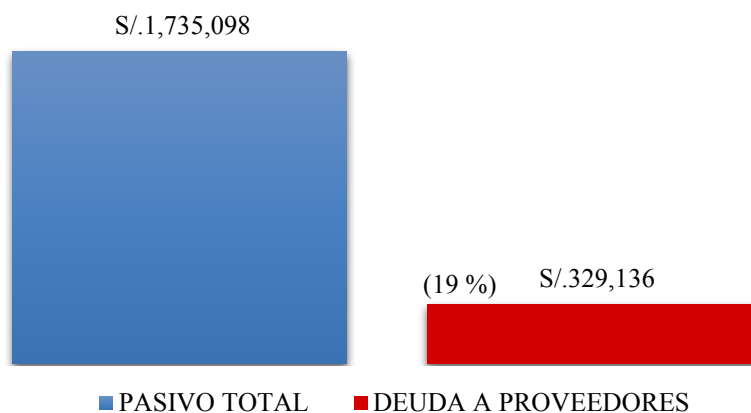


Figura 15. Sector lácteo: margen de la deuda a proveedores. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRt>

Finalmente, en la Figura 16 se observa qué porcentaje de la deuda total (pasivo y patrimonio) está siendo financiado con aportes de los accionistas y de terceros (proveedores y préstamo financiero). Este indicador (porcentaje) es muy importante para las empresas del sector, ya que permite determinar cuál es el nivel de aporte de los accionistas en el sector lácteo.

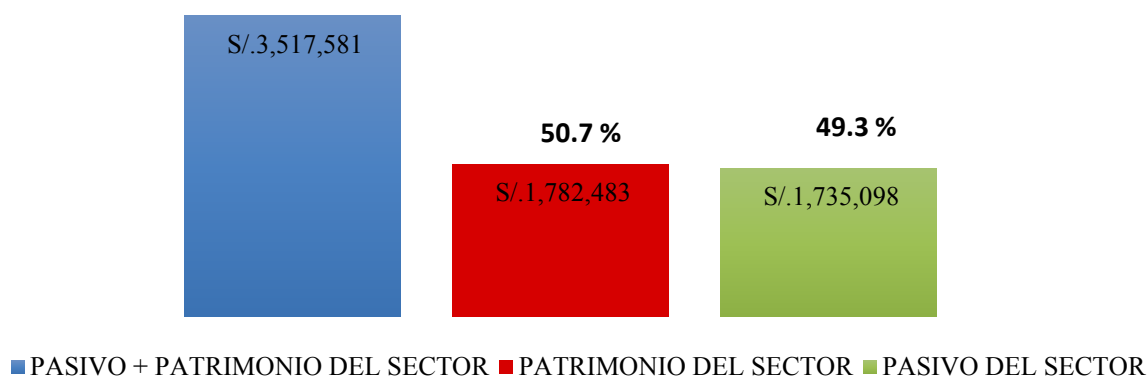


Figura 16. Sector lácteo: márgenes del pasivo y patrimonio del sector. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRt>

1.3. Análisis Financiero y Comparable del Mercado

Con el fin de analizar financieramente a las empresas que componen el sector lácteo, se ha tomado como referencia a las dos principales: Gloria S.A. y Laive S.A. Para este análisis, se han considerado los estados financieros de los últimos cuatro años.

1.3.1. Ratios de endeudamiento

Los ratios de endeudamiento permiten determinar cuál es la composición de las fuentes de financiamiento de cada empresa. En lo siguiente se menciona tales ratios.

Grado de endeudamiento. Este indicador mide la relación entre el pasivo total, que incluye pasivo corriente y no corriente, versus el activo total de la empresa. Además, permite cuantificar en qué proporción se ven comprometidos los activos de la empresa en relación a todas las obligaciones contraídas por la misma. Según la Figura 17 el grado de endeudamiento para la empresa Gloria S.A. es del 49.3 %, y para la empresa Laive S.A., 52 %.

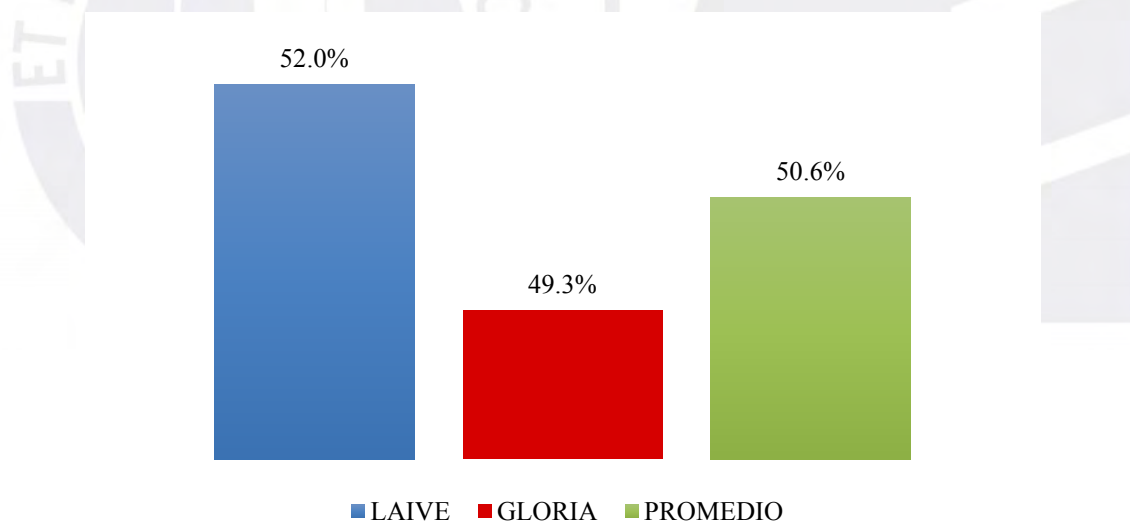


Figura 17. Sector lácteo: grado de endeudamiento de las empresas del sector. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRKt>

Endeudamiento sobre el patrimonio. Dicho indicador, medido entre el pasivo total y el patrimonio, muestra el grado de dependencia de los propietarios de la empresa para con sus acreedores; además, ayuda a determinar hasta qué punto el financiamiento es respaldado con recursos propios de la empresa (patrimonio). Según la Figura 18, para el sector lácteo, el promedio de endeudamiento sobre el patrimonio es de 102.74 %; sin embargo, Gloria S.A. está por debajo del mercado, en 97.17 %, mostrando un buen manejo de sus pasivos.

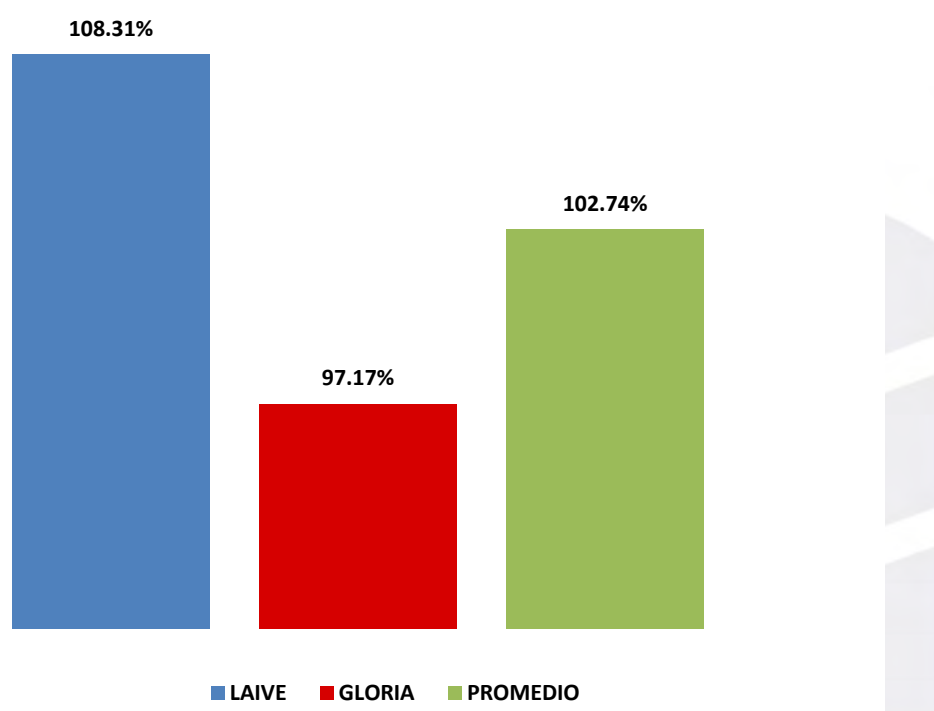


Figura 18. Sector lácteo: endeudamiento sobre el patrimonio de las empresas del sector. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRt>

Apalancamiento financiero. El indicador señala el nivel de deuda financiera en relación con el patrimonio, es decir, permite determinar cuánto del patrimonio está comprometido con los bancos. De esta manera, la empresa podría tomar mejores decisiones de financiamiento. En la Figura 19 se observa que el nivel de palanca financiera del sector está en 10.5 %; sin embargo, Gloria S.A. está por debajo por lo que cumple con el indicador, a diferencia de Laive S.A.

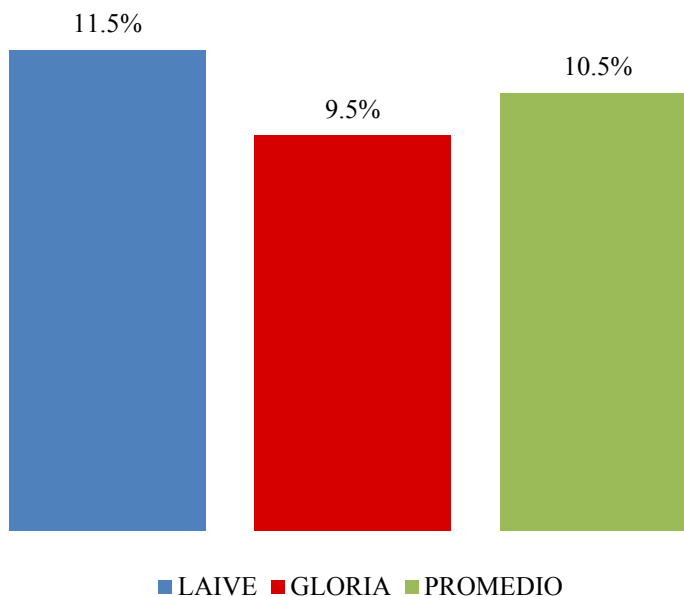


Figura 19. Apalancamiento financiero del sector lácteo. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRKt>

1.3.2. Ratios de liquidez

Estos ratios muestran la capacidad que tienen las empresas para disponer de efectivo en un tiempo determinado, los cuales pueden ser convertidos en liquidez para afrontar obligaciones.

Capital de trabajo. Se define como aquel recurso que se necesita para poder operar el negocio; dicho de otra manera es lo que se conoce como el activo corriente (efectivo, existencias y cuentas por cobrar). En la Figura 20 se aprecia que el capital promedio del sector es S/601,227.25; sin embargo, Gloria S.A. está muy por encima de este. Finalmente, Laive S.A. mantiene niveles de capital de trabajo muy por debajo del promedio, lo que hace pensar que a corto plazo podría tener problemas para asumir sus pasivos.

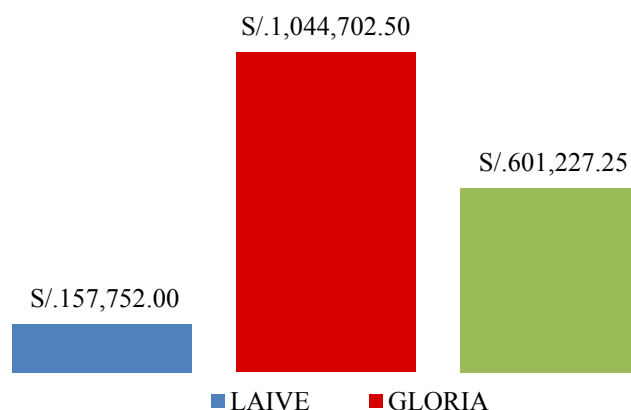


Figura 20. Sector lácteo: capital de trabajo de las empresas del sector. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRk>

Capital de trabajo neto. Definido como la diferencia entre el capital de trabajo de la empresa menos las cuentas por pagar. Este indicador permite determinar si la empresa puede operar sin dificultad a corto plazo, es decir, sin recurrir a fuentes de financiamiento externo (préstamos bancarios). En la Figura 21 se observa que el promedio del capital de trabajo neto del sector es S/382,376; sin embargo, Gloria S.A. casi duplica este promedio pudiendo afrontar cualquier obligación a corto plazo.

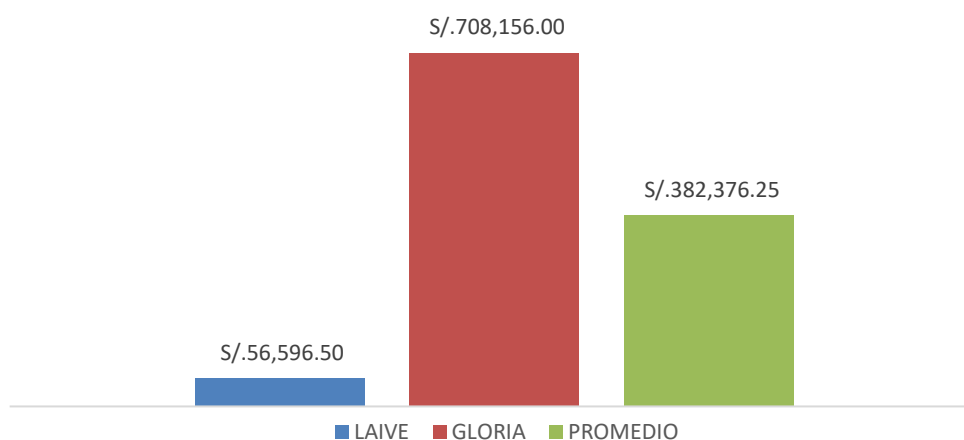


Figura 21. Sector lácteo: capital de trabajo neto de las empresas del sector. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S. A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRk>

Prueba ácida. Este ratio es más conocido como la razón de liquidez inmediata, es decir, cuando los financieros quieren ser más minuciosos en cuanto al cálculo de liquidez en una empresa recurren a este indicador. Para ello, solo basta restarle el nivel de inventarios al activo corriente a fin de ser divididos por el pasivo corriente. En la Figura 22 se observa que la razón de liquidez inmediata del sector es 0.68, esto quiere decir que por cada sol de deuda en las empresas del sector, tienen 0.68 céntimos para cubrirla (sin considerar los inventarios). Si este ratio es mayor que 1, entonces se diría que la empresa tiene la suficiente liquidez para afrontar cualquier obligación a corto plazo.

Para el análisis individual dentro del sector lácteo, Gloria S.A. es la empresa que mejor maneja este indicador, puesto que tiene 0.89 céntimos para afrontar una deuda por cada sol; por el contrario, Laive S.A. está muy por debajo del promedio.

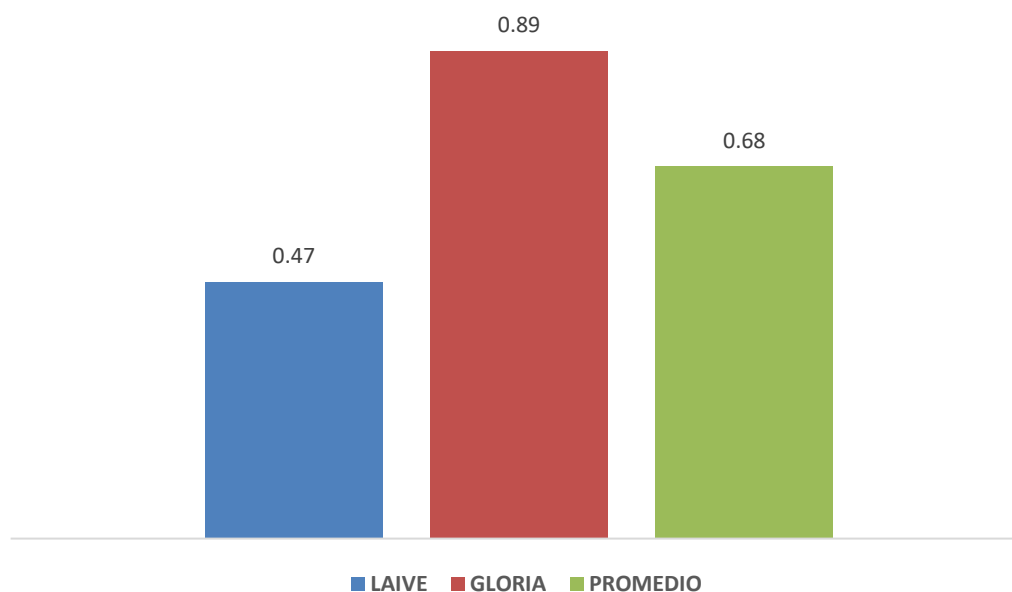


Figura 22. Prueba ácida de las empresas del sector. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRKt>

1.3.3. Administración financiera a corto plazo

Esta consiste en mejorar la administración de los recursos financieros a corto plazo y es importante evaluar su capacidad de la empresa para continuar expandiendo sus operaciones, contando con recursos suficientes para enfrentar sus deudas inmediatas en forma permanente. A continuación, se presenta la administración financiera a corto plazo de la empresa y del sector lácteo:

Esta consiste en mejorar la administración de los recursos financieros a corto plazo.

Ciclo operativo. Se define como el número de días que transcurren desde la etapa de la producción de una mercadería hasta el cobro del dinero por la venta de un producto. En la Figura 23 se muestra que el ciclo operativo del sector está en 125 días; sin embargo, se evidencia que Gloria S.A. es la empresa que tiene mayores días en su ciclo operativo. En líneas generales, ambas empresas mantienen un promedio similar.

Esta información es muy importante para los directivos de una empresa, pues permite tomar decisiones inmediatas para su corrección, ya sea en el periodo promedio de inventarios o de pago.

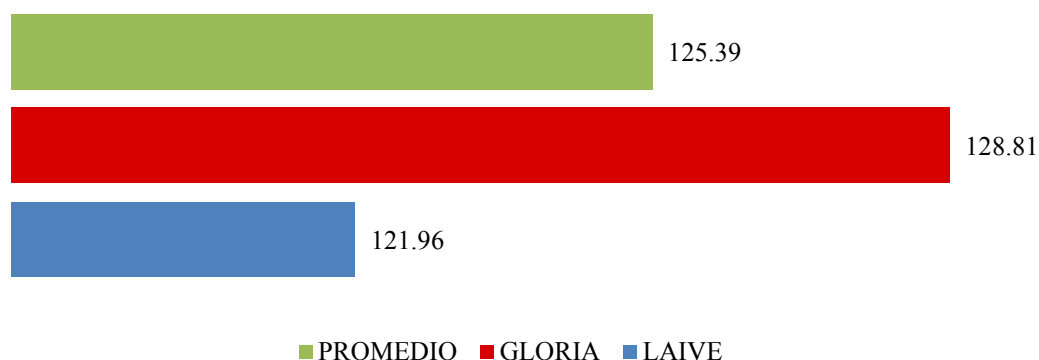


Figura 23. Sector lácteo: ciclo operativo en las empresas del sector. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRt>

Periodo promedio de cobranza. Definido como el tiempo promedio en que una empresa tarda en cobrar a sus clientes por una venta realizada. En la Figura 24 se observa que el promedio de cobranza para el sector lácteo es 31 días; sin embargo, Gloria S.A. mantiene un lapso de 26 días, producto de su buena negociación con sus clientes. Lo contrario se diría para Laive S.A., ya que su gestión de cobranzas es de 37 días, muy por encima del promedio del sector.

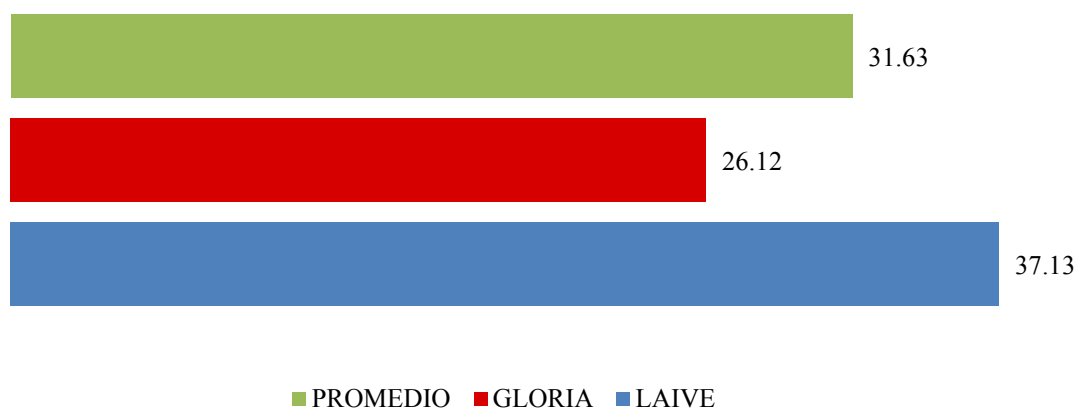


Figura 24. Sector lácteo: periodo promedio de cobranzas en las empresas del sector. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRt>

Ciclo de conversión de efectivo. Definido como el ciclo operativo (periodo promedio de inventarios más periodo promedio de cobro, menos el periodo promedio de pago), este indicador ayuda a determinar los días en que la empresa debe obtener fuentes de financiamiento de capital de trabajo para operar en el mercado sin tener problemas de liquidez. En la Figura 25 se observa que el promedio de ciclo de conversión de efectivo del sector es de 57 días; sin embargo, Gloria S.A. está tardando 83 días para obtener su conversión de efectivo, y esto podría estar originando

un incremento en el promedio de días por cobrar o en una disminución en los días que tarda la empresa en pagar a sus proveedores.

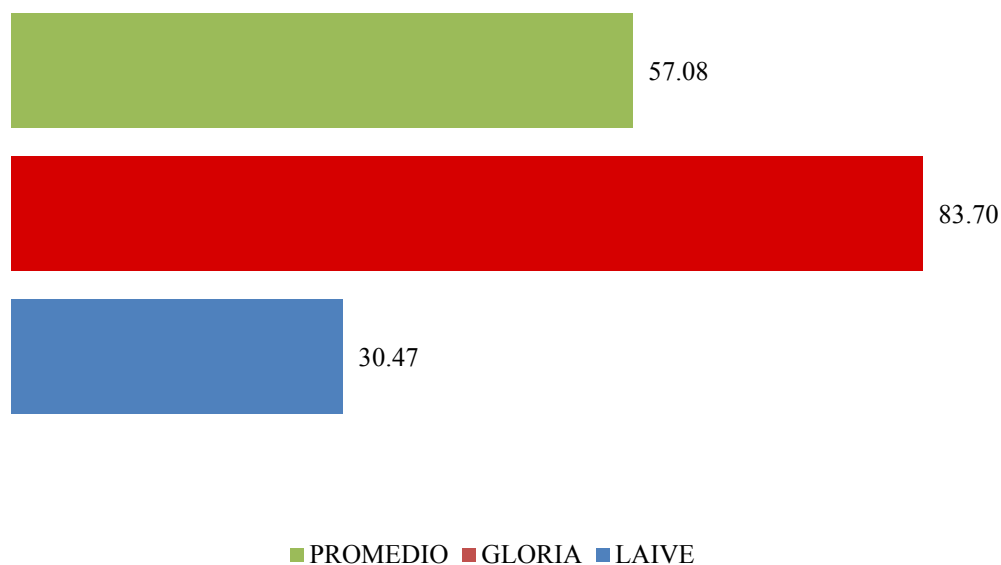


Figura 25. Sector lácteo: ciclo de conversión de efectivo en las empresas del sector. Tomado de Estados de situación financiera. Gloria S.A. (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRt>

Variación de los márgenes de los EE.RR. En la Figura 26, se observa que el promedio del sector en cuanto al margen bruto ha sido del 23.15 %, cifra similar a los márgenes brutos de las empresas Gloria y Laive. El margen operativo promedio del sector es de 7.56 %; sin embargo, Gloria S.A. está por encima de este porcentaje (10.85 %), lo que genera buenas expectativas en sus accionistas. Finalmente, el margen neto promedio del sector es de 3.97 % y Gloria S.A. vuelve a superar este ratio (6.10 %) debido a su buena gestión financiera.

Como se puede observar Gloria S.A. es la empresa que mantiene un mejor margen operativo, debido a un manejo eficiente en sus gastos de ventas (publicidad y *marketing*) y administrativos.

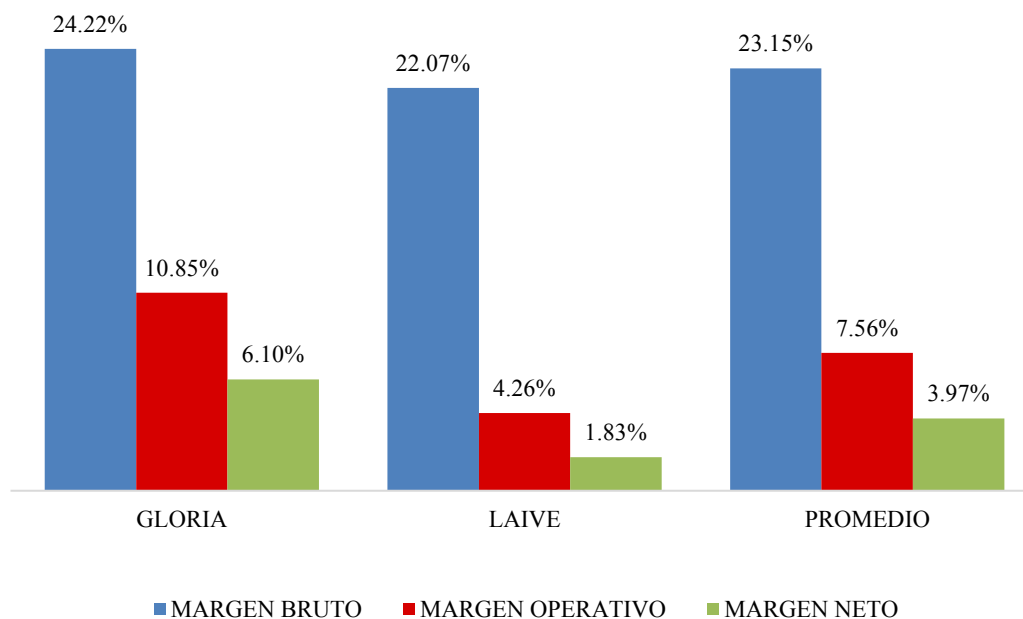


Figura 26. Sector lácteo: variación de márgenes de los EE.RR. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRKt>

Ebitda. En la Figura 27, se muestra el decrecimiento gradual de Gloria S.A. en cuanto a la generación de su ebitda desde el 2013 hasta el 2016. La razón es por un incremento en los costos de ventas, principalmente en los precios de la leche cruda (mercado nacional), y también por el aumento en los precios internacionales de la leche en polvo (importado). Sin embargo, en el año 2016, los directivos pretenden mantener un ebitda similar al año anterior o en el mejor de los casos llegar a los niveles obtenidos durante el 2014. Por otro lado, Laive S.A. también tuvo un descenso en menor escala, en el año 2015, lo que fue ocasionado en gran parte por lo expuesto anteriormente (subida de precios de su principal materia prima).

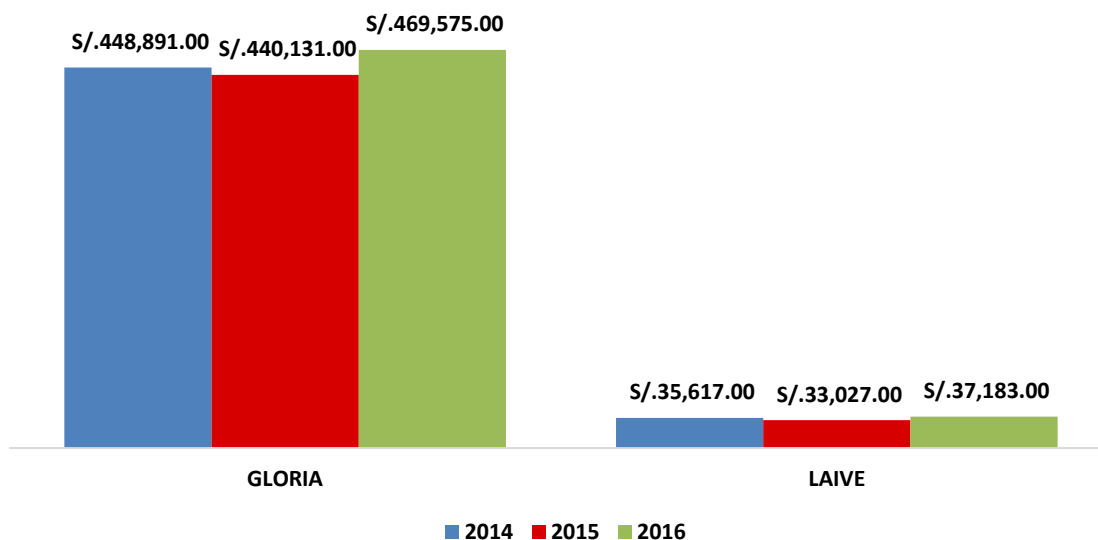


Figura 27. Sector lácteo: ebitda de las empresas del sector. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRRk>

Análisis DuPont. El análisis DuPont es el fruto de la combinación de los principales indicadores financieros. Su finalidad es determinar qué tan eficiente está siendo la empresa a la hora de combinar sus activos, su capital de trabajo y su multiplicador de capital (apalancamiento). Estas tres variables son fundamentales para el desarrollo y crecimiento de una empresa.

En la Figura 28 se detallan los resultados del análisis DuPont y se observa que el ROA (*return on assets*) de Gloria S.A. es 6.8 %, cifra que está por encima del promedio del sector (4.6 %). Esto debido a una adecuada gestión en el manejo del margen de utilidad neta y la rotación de activos totales de la empresa. En el caso de Laive S.A., su ROA está por debajo del promedio del sector; no obstante, es importante resaltar el buen manejo en su rotación de activos.

En relación con el ROE (*return on equity*), Gloria S.A. también mantiene un indicador muy por encima del sector (13.5 %) y esto se debe a la buena gestión en el multiplicador financiero, ya que su endeudamiento estaría generando un mayor valor a los inversionistas. El

resultado no se lograría si no se tomara en cuenta la importancia que tienen las inversiones en los activos de la empresa.

En cuanto al multiplicador financiero, el sector lo ha venido manejando muy bien debido a que todos sus esfuerzos lo han direccionado al incremento de activos, es decir las inversiones en bienes de capital (capex) han tenido un crecimiento continuo a través de los últimos 5 años.

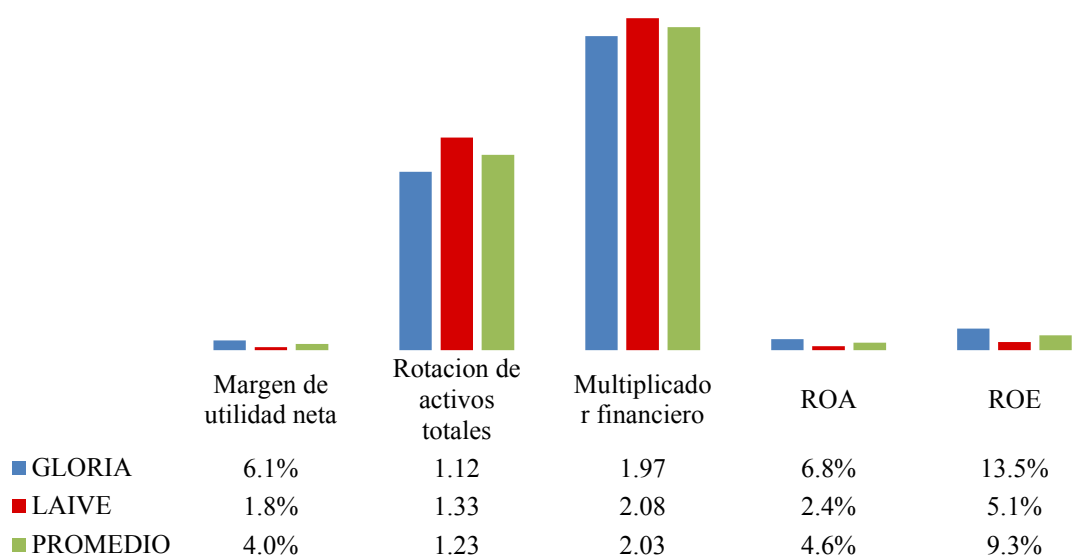


Figura 28. Análisis DuPont del sector lácteo. Tomado de *Estados de situación financiera. Gloria S.A.* (Superintendencia del Mercado de Valores, 2016). Recuperado de <https://goo.gl/QpKRKt>

1.4. Conclusiones

La economía peruana ha tenido un crecimiento constante en los últimos 15 años, llegando a mantener un PBI por encima del 6 % a excepción del año 2009 (crisis *subprime*) en el que se sintieron los efectos de la desaceleración económica mundial. Cabe resaltar que el sector lácteo también ha venido creciendo a una tasa de 5.21% durante los últimos 6 años y esto reflejado en un mayor consumo per cápita de leche y porque las empresas han innovado constantemente nuevos productos en sus diferentes líneas de negocio.

De acuerdo con los estudios, durante los últimos 15 años, el crecimiento del sector lácteo ha sido favorable, y esto se ve reflejado en un mayor consumo per cápita por una mayor capacidad adquisitiva y por el hecho de que las personas desean mantener una vida más saludable.

El sector lácteo está compuesto principalmente por tres empresas, Gloria S.A., Laive S.A. y Nestlé del Perú. La primera es la que lidera el mercado, ya que tiene el 80 % de aceptación, seguida de Laive S.A. y Nestlé. Se estima que, para el Bicentenario del Perú (2021), el consumo per cápita de leche alcanzará los 120 litros anuales y para lograrlo, el sector lácteo debería crecer a una tasa anual del 11 %.

En cuanto a la estructura financiera de las empresas del sector, estas se encuentran casi alineadas al promedio del mercado, por ejemplo tenemos que el grado de endeudamiento se mantiene casi en el 50.6% (promedio del sector), es decir las empresas del sector no son partidarios en tomar pasivos en más de la mitad de sus activos. También se concluye que en cuanto al nivel de endeudamiento patrimonial son muy conservadores, ya que tratan de tomar deudas (pasivos) sin exceder a su patrimonio. Los márgenes del sector tanto margen bruto, margen operativo y margen neto están por debajo de lo que maneja Gloria S.A.

Finalmente se puede concluir que todas las empresas del sector están integradas verticalmente ya que son acopiadoras de leche cruda y se encargan del procesamiento, envasado y distribución de sus productos, permitiéndoles obtener una economía de escala. No obstante, su objetivo principal de la empresa Gloria S.A. es ingresar al mercado chino. Todas las empresas del sector están realizando constantemente inversiones en infraestructura y tecnología; esto les permitirá ser más productivas y eficientes.

Capítulo II: Análisis de la Empresa

En este capítulo, se realiza una descripción de la empresa Gloria S.A., considerando como fuentes de información su memoria anual, la página web institucional y otras fuentes de consulta. La finalidad es valorizar la empresa evaluando los estados financieros de los últimos seis periodos (del 2011 al 2016), y así calcular sus principales indicadores financieros. El objetivo del es describir los inicios de la empresa, así como su presencia en el mercado nacional actuando como la marca líder en el rubro de lácteos; todo esto a fin de determinar los objetivos estratégicos de la empresa a corto y largo plazo.

Para ejecutar la valorización, se realizará una proyección de diez años del flujo de caja libre, el periodo que se estima es del 2017 al 2026. Respecto a la proyección del flujo de caja libre mencionado, se establecerán los supuestos necesarios para la estimación de las ventas, costos de ventas, gastos operativos, inversión en Capex y capital de trabajo, y así finalmente obtener el Valor Actual Neto (VAN) y el valor de la acción.

2.1. Descripción de la Empresa

Gloria S.A. es una de las empresas más reconocidas en el mercado nacional, ya que se ha posicionado de manera muy sólida en el rubro de productos lácteos, y es la preferida en muchos hogares, supermercados, colegios, entre otros lugares. En su memoria anual (Gloria S.A. 2016), se detalla una descripción operativa:

Se dedica a la industria de preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar toda clase de productos y derivados lácteos, productos alimenticios compuestos por frutas, legumbres y hortalizas, aceites y grasas a partir de sustancias animales y vegetales, productos cárnicos, elaboración y conservación de

pescado y de productos de pescado; y toda clase de productos alimenticios y bebidas en general.

2.1.1. Breve historia

General Milk Company Inc. constituyó el 5 de febrero de 1941 la empresa Gloria S.A. en la ciudad de Arequipa, desde ese entonces se gesta la empresa líder en Perú. Class & Asociados (2015), calificadora de riesgo, escribió brevemente su historia:

Esta empresa fue adquirida posteriormente por Carnation Company, iniciándose en ese momento la etapa de diversificación y de comercialización de productos no lácteos, junto con el cambio de razón social a Gloria SA en 1978. En 1986, la empresa peruana José Rodríguez Banda S.A. (Jorbsa), constituida en enero de 1967, adquirió un paquete mayoritario de acciones de Gloria, generándose formalmente el inicio del grupo. Este grupo económico es, desde 1988, propietario de la marca Gloria S.A. dentro del territorio peruano.

En julio de 1999, Gloria S.A. compró 99.98 % del capital social de Carnilac S.A., empresa propietaria de tres plantas productoras de derivados lácteos, ubicadas en Huacho, Trujillo y Cajamarca. Continuando con su proceso de expansión local, en setiembre de 1999, Gloria S.A. adquirió los activos de Friesland Perú S.A., suscribiendo un contrato con la empresa matriz Friesland Brands B.V. (Holanda), para la cesión de uso de la licencia y el pago de regalías de las marcas Bella Holandesa y Yomost.

La expansión de Gloria S.A. no solo ha sido local, en el año 1996 se inició con la incursión en Bolivia, y en el año 2012, en Uruguay. La empresa forma parte de un grupo económico de más de 50 compañías y está dividida en cuatro unidades de negocios: lácteos, cementos, papeles y cartones y agroindustria. En la siguiente Tabla 13, se aprecia que la empresa

Gloria S.A., para el desarrollo de sus operaciones, ha realizado inversiones en acciones en otras empresas peruanas y extranjeras dedicadas a realizar actividades relacionadas con el acopio, producción y distribución de productos lácteos. En la Tabla 14, se resumen los hechos más importantes de esta empresa desde los primeros años de inicio.

Tabla 13

Participación (%) de Gloria S.A. en Inversiones con Otras Empresas

Subsidiarias	2016 (%)	2015 (%)	País	Actividad económica
Agroindustrial del Perú S.A.	99.97	99.97	Perú	Servicio de enfriamiento de leche.
Empr. Oriental de Emprendimiento S.A.	99.89	99.89	Bolivia	Acopio, producción y distribución de leche.
Agropecuaria Chachani S.A.C.	99.97	9.97	Perú	Crianza de ganado vacuno.
logística del Pacífico S.A.C.	98	98	Perú	Prestación de servicios de almacenaje.
Asociadas				
Agrolmos S.A.	17.9	23.34	Perú	Tenencias de tierras agrícolas.
Lechera Andina S.A.	28.36	20.67	Ecuador	Acopio, producción y distribución de leche.

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes, Burga & Asociados, 2017). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

Gloria S.A. ha realizado emblemáticas transacciones, como la adquisición de importantes empresas mediante la figura legal de absorción y escisión que contempla la legislación actual y la compra de derechos de uso de importantes marcas, en especial las de productos lácteos.

Tabla 14

Principales Sucesos en la Compañía desde sus Inicios

Año	Principales sucesos en la compañía
1941	General Milk Company Inc. constituyó Gloria S.A. en Arequipa.
1942	Inicia la fabricación de leche evaporada Gloria. Posteriormente, General Milk Company Inc. fue adquirida por Carnation Company.
1978	Leche Gloria S.A. cambió su razón social a Gloria S.A.
1985	Nestlé de Suiza, se convierte en propietaria por mayoría de Gloria S.A. al adquirir la empresa Carnation Company a nivel internacional.
1986	José Rodríguez Banda S.A. (JORSA), adquiere un paquete mayoritario de acciones de Gloria, siendo este el inicio del Grupo Gloria.
1993	Adquiere Sociedad Agraria Ganadera Luis Martín, incursionando en otros productos lácteos como yogures.
1994	Compra de Industrial Derivados Lácteos S.A., ingresando al mercado de leches listas para tomar UHT, crema de leche, quesos y jugos.
1995	Decide iniciar operaciones en la Bolsa de Valores de Lima.
1999	Compra el 99.98 % del capital social de Carnilac S.A. Asimismo, suscribió un contrato con la empresa matriz Friesland Brands.
2000	Expande su mercado hacia el mundo y actualmente abastece a 40 países de Sudamérica, América Central, el Caribe, Medio Oriente y África.
2003	A través de su matriz Jorbsa, expande sus negocios en el mercado internacional
2005	Se emitió y colocó la tercera y cuarta emisión de bonos corporativos por S/50 millones y S/72 millones, respectivamente.
2006	Se emitió y colocó la quinta emisión de bonos corporativos por S/40 millones.
2007	Se emitió y colocó la sexta, séptima y octava emisión de bonos corporativos por S/70, S/70 y S/100 millones, respectivamente.
2008	Entra en vigencia la escisión de un bloque patrimonial de Gloria S.A. dedicado al negocio cementero.
2009	Emitió y colocó la primera emisión de papeles comerciales por S/25 millones y bonos corporativos por S/50 y S/78 millones, respectivamente.
2010	Realiza un contrato de compra-venta por el que adquiere los signos distintivos de Milkito de Agraria El Escorial.
2011	El directorio acordó la fusión por absorción de Empaq S.A., empresa dedicada a la fabricación de envases de hojalata.
2011	Se realizaron proyectos de inversión en activos fijos principalmente destinada a la ampliación de la línea de derivados lácteos.
2012	Adquiere el 55 % de las acciones de Escolat Uruguay S.A. a través de la empresa Litrex S.A., subsidiaria de Jorbsa.
2014	Gloria emitió bonos corporativos por S/150 millones a una tasa fija de 6.1 %, con un vencimiento de 7 años.
2015	Gloria colocó bonos por hasta S/440 millones. La mayor cantidad de bonos generó mayores gastos financieros por intereses.

Nota. Adaptado de *Reportes financieros Centrum Bur Kenroad Latinoamérica* (Perú) (Centrum, 2013). Recuperado de <https://goo.gl/YpcuIX>

2.1.2. Estrategia de la empresa

Según la página web de Gloria S. A., que incluye la visión, misión y valores, así como los fundamentos de la compañía y sus objetivos a corto y a largo plazo, en los últimos años se ha evidenciado el liderazgo de la empresa, lo que se corresponde con su base organizativa y sus ambiciosas metas:

Visión: Mantener el liderazgo en cada uno de los mercados en que participamos a través de la producción y comercialización de bienes con marcas que garanticen un valor agregado. Los procesos y acciones se desarrollarán en un entorno que motive y desarrolle a sus colaboradores y asegure el máximo retorno de la inversión para sus accionistas.

Misión: Ser una corporación de capitales peruanos con un portafolio diversificado de negocios, con presencia y proyección internacional. Aspiramos satisfacer las necesidades de nuestros clientes y consumidores, con servicios y productos de la más alta calidad y ser siempre su primera opción.

Código de ética y valores: Las empresas del Grupo cimientan su éxito y crecimiento en la siguiente declaración de valores. Todos sus actos se rigen por una conducta honesta, transparente y ética:

Dedicación al trabajo, Fomentan una cultura de trabajo donde el esfuerzo y dedicación de sus colaboradores se orientan a brindar servicios y productos de la más alta calidad.

Cultura del éxito, se trazan objetivos exigentes y trabajan tenazmente hasta alcanzarlos.

Orientación a la persona. Fomentan el trabajo en equipo y valoran el profesionalismo, iniciativa y creatividad de nuestros colaboradores. Responsabilidad social, son partícipes de un sistema social con el cual interactúan. Contribuyen a la permanencia y renovación de los recursos naturales, así como al progreso de las comunidades en las que actúan.

En la Tabla 15 se muestra la estructura organizacional de la empresa Gloria S.A. Dicha administración está conformada por empresarios de una amplia trayectoria en el sector privado y empresarial peruano, relacionado al rubro de los lácteos, y por profesionales colegiados con estudios de posgrado que conforman la relación de directores, de la plana gerencial o principales funcionarios de la empresa.

Tabla 15

Relación de Directores de la Plana Gerencial de Gloria S.A.

Nombre	Cargo
Jorge Columbo Rodríguez Rodríguez	Presidente del Directorio
Vito Modesto Rodríguez Rodríguez	Vicepresidente del Directorio
Claudio José Rodríguez Huaco	Director
Francis A. Pilkington Ríos	Director Corporativo de Finanzas
Néstor Hernán Astete Angulo	Director Corporativo de RR.HH.
Fernando Jorge Devoto Achá	Director Legal Corp. y de Relaciones Institucionales
Robert Damián Priday Woodworth	Gerente General

Nota. Adaptado de *Gloria S.A. Memoria anual 2016* (Gloria S.A., 2016). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%202016.pdf>

2.1.3. Breve descripción de productos y servicios

Los principales productos que Gloria S.A. comercializa son: leche evaporada, fresca y en polvo (marcas Gloria, Pura Vida y Bella Holandesa), yogures, jugos, derivados lácteos, como queso (con la marca Bonlé), crema de leche, base de helados y mantequilla. También importa y exporta café (marca Mónaco), conservas de pescado y panetones, todos estos han tenido una gran acogida por un amplio sector de la población. En la Tabla 16, se aprecia lo mencionado anteriormente. La marca Gloria tiene la mayor participación en cuanto a productos de leche evaporada y leche UHT, los mismos representan un 56.30 % y 9.47 % de los ingresos por venta total del año 2016.

En la Tabla 17 se aprecian las ventas por líneas de productos y su variación porcentual del periodo 2015-2016, incrementándose en 0.42 % de las ventas totales.

Tabla 16

Detalle de Productos Asociados a su Respectiva Marca

Marca	Producto
Gloria	Leche evaporada, leche UHT, leche en polvo, yogur, néctar, refrescos, mantequilla, crema de leche, conservas de pescado, leche condensada, mermelada, panetón, base de helados, agua.
Pura Vida	Leche evaporada, leche UHT, leche en polvo, yogur, néctar
Soy Vida	Leche evaporada, leche UHT, leche en polvo, yogur, néctar
Bella Holandesa	Leche evaporada, leche UHT
Bonlé	Leche evaporada, quesos
Milkito	Yogur
Tampico	Refresco
Mónaco	Café

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

Tabla 17

Venta por Línea de Producto (en Miles de S/)

Producto	2015	Participación	2016	Participación	Var. % 16/15
Leche Evaporada	2'021,544	57.43 %	1'990,111	56.30 %	-1.55 %
Leche Fresca UHT	327,771	9.31 %	334,873	9.47 %	2.17 %
Yogurt	588,696	16.73 %	580,967	16.44 %	-1.31 %
Derivados Lácteos	182,212	5.18 %	235,133	6.65 %	29.04 %
Bebidas No Carbonatadas	130,188	3.70 %	148,726	4.21 %	14.24 %
Envases Metálicos	25,307	0.72 %	29,865	0.84 %	18.01 %
Mercaderías	80,372	2.28 %	109,018	3.08 %	35.64 %
Otros No Giro	163,673	4.65 %	105,840	2.99 %	-35.33 %
Total	3'519,762	100 %	3'534,533	100 %	0.42 %

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Memoria anual 2016* (Gloria S.A., 2016). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%202016.pdf>

2.1.4. Breve descripción de los planes de la empresa

La compañía cuenta con planes de seguir expandiéndose mediante la apertura de unidades de negocio en diferentes países de la región; invertir en tecnología; crear nuevos productos, e innovar en las presentaciones de los ya existentes. Gloria S.A. mantiene la tentativa de ampliar su mercado e incentivar el consumo de lácteos (leche, queso, yogur), considerando

los beneficios de los mismos y aprovechando el crecimiento de la población de los últimos años.

Gloria S.A. establece los siguientes planes que deberán ser concretados a corto plazo:

- Multiplicar el tamaño de la compañía desde el 2016 hasta el 2018 y el crecimiento de facturación de 8 % a 10 % anual.
- Ampliar las plantas de productos lácteos en todo el territorio peruano.
- Potenciar las exportaciones para que sumen el 40 % del total de sus ventas.
- Construir plantas de producción de leche en distintos países de la región.
- Ingresar al mercado de China, sumando un importante destino a sus envíos de leche.

2.1.5. Objetivos estratégicos

Los objetivos estratégicos de Gloria S.A. son los siguientes:

- Incrementar el consumo per cápita de lácteos a nivel nacional, así como aprovechar el crecimiento del consumo de jugos y refrescos.
- Liderar en la producción y venta de leches y yogures con una campaña de *marketing* orientada a niños, adolescentes y jóvenes.
- Seguir fortaleciendo su presencia en el mercado local de lácteos y derivados, y su posición competitiva mediante una estrategia de multimarcas, a la vez que se diversifica la oferta de productos para reducir la dependencia del negocio lácteo.
- Incrementar la producción de leche en las distintas plantas y la capacidad instalada, superando lo realizado en el año 2015, 143.21 millones de litros de leche y 205.74 millones de litros de yogur.
- Gestionar el riesgo de gestión de capital: (a) salvaguardar la capacidad de la compañía para continuar operando de manera que continúe brindando retornos a los accionistas

y beneficios a los otros participantes, y (b) mantener una fuerte base de capital para apoyar el desarrollo de sus actividades.

2.2. Análisis de la Estructura de Capital

La estructura del capital óptimo se basa en establecer cuál es el grado adecuado de apalancamiento financiero de la empresa. Al respecto, Court (2012) mencionó:

La estructura de capital de una empresa es una mezcla de deuda, capital y otros instrumentos de financiamiento y el punto central es cómo determinar una estructura de capital para la empresa, dado que su objetivo es maximizar la riqueza de sus accionistas. En este tipo de decisiones de estructura de capital, la unidad de análisis es la empresa como un todo (Court, 2012, p. 307).

2.2.1. Estructura del capital óptimo y análisis de riesgos

Gloria S.A. tiene como objetivos generar retornos a sus accionistas, beneficiar a otros grupos de interés y mantener una estructura de capital óptima para reducir el costo. Al realizar un análisis de la estructura de capital, es importante plantear la pregunta: ¿cómo debe elegir la empresa su razón de deuda para cumplir su objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas y generar valor para la empresa? En respuesta a la pregunta, se analiza la estructura del capital de la empresa, el costo de la deuda, el costo del capital del accionista y el nivel de apalancamiento. En la Figura 29 se muestra la composición de la deuda total en valor en libras, la cual está conformada por pagarés y bonos emitidos en moneda nacional. Los pagarés que son préstamos bancarios más los bonos emitidos por la empresa no presentan riesgo alguno en referencia al alza del tipo de cambio. Al 31 de diciembre de 2016, los valores razonables se basan en los flujos de caja descontados empleando la tasa de interés de mercado entre 4.18 % y 7.58 % en soles, y para el 31 de diciembre de 2015, entre 5.85 % y 9.05 %. También se puede observar que los bonos

corporativos fueron destinados principalmente para uso en capital de trabajo e inversión en infraestructura y bienes de capital.

Como parte de los programas de emisión de los bonos corporativos, la empresa Gloria S.A. asume diversas obligaciones como emisor, y el cumplimiento de las mismas es supervisado por la gerencia de la empresa; en caso de incumplimiento, se incurrirá en evento de terminación anticipada. Según los estados financieros y su memoria anual 2016, la empresa cumplió con dichas obligaciones al 31 de diciembre de 2016 y de 2015. Del año 2011 al 2013, la empresa contó con pagarés en moneda extranjera que generaron incrementos excesivos en los gastos financieros. Estas deudas adquiridas por la empresa fueron destinadas a proyectos de inversión en activos fijos, como plantas y maquinarias.

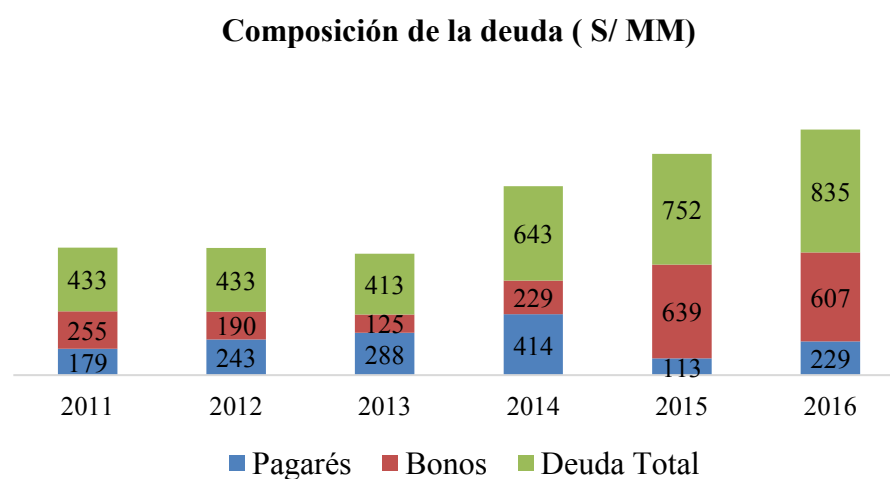


Figura 29. Composición de la deuda (S/ MM). Adaptado de Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2014-2013] junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Es importante considerar la proporción de la deuda en relación al beneficio que genera la empresa Gloria S.A. De acuerdo con lo descrito en la Figura 30, se puede analizar la capacidad que presenta al hacer frente a sus obligaciones en función de la generación de ebitda, cuyo concepto es ampliamente usado y se compara contra la deuda. Además, sirve para determinar el

periodo en que pueda ser cubierta, usando la razón deuda/ebitda: mientras más prolongado o grande es el cociente, el riesgo es mayor y viceversa. Si el valor atractivo del cociente es menor de 5, se debe prever que en este ratio no se consideran intereses e impuestos. Por lo tanto, la razón deuda/ebitda debe ser: cuanto más bajo, mejor. Al respecto, para el año 2016, se incrementó con respecto al año anterior en 3.95 %. Esto puede presentar posiciones desfavorables en su estructura de capital óptima.

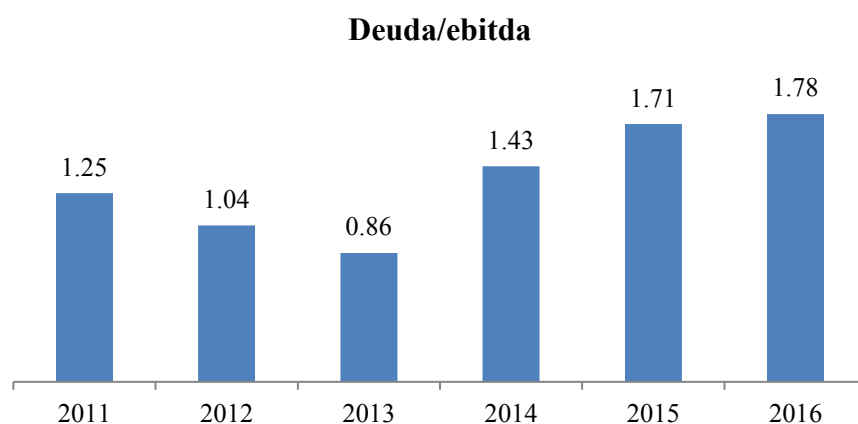


Figura 30. Ratio de deuda/ebitda. Adaptado de Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2014-2013] junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Para seguir analizando la estructura de capital de la empresa, es importante considerar y analizar la evolución de su ratio de cobertura de interés usando ebitda /gastos financieros, la cual sirve para determinar la capacidad de la empresa para pagar los intereses de la deuda pendiente, ya que así se puede medir la capacidad de Gloria S.A para cumplir con los pagos de intereses. Así, en la Figura 32, se muestra que el ratio de cobertura de interés de la empresa Gloria S.A. descendió a partir del año 2013. En el año 2016, su ratio de cobertura de interés fue de 6.87 veces. También se debe tener en cuenta el coeficiente EBIT / gastos financieros. Esta razón indica la capacidad de una empresa para ser rentable, la misma que disminuyó a partir del año 2013, por lo que podría tener dificultades en su calificación sintética para los bonos corporativos.

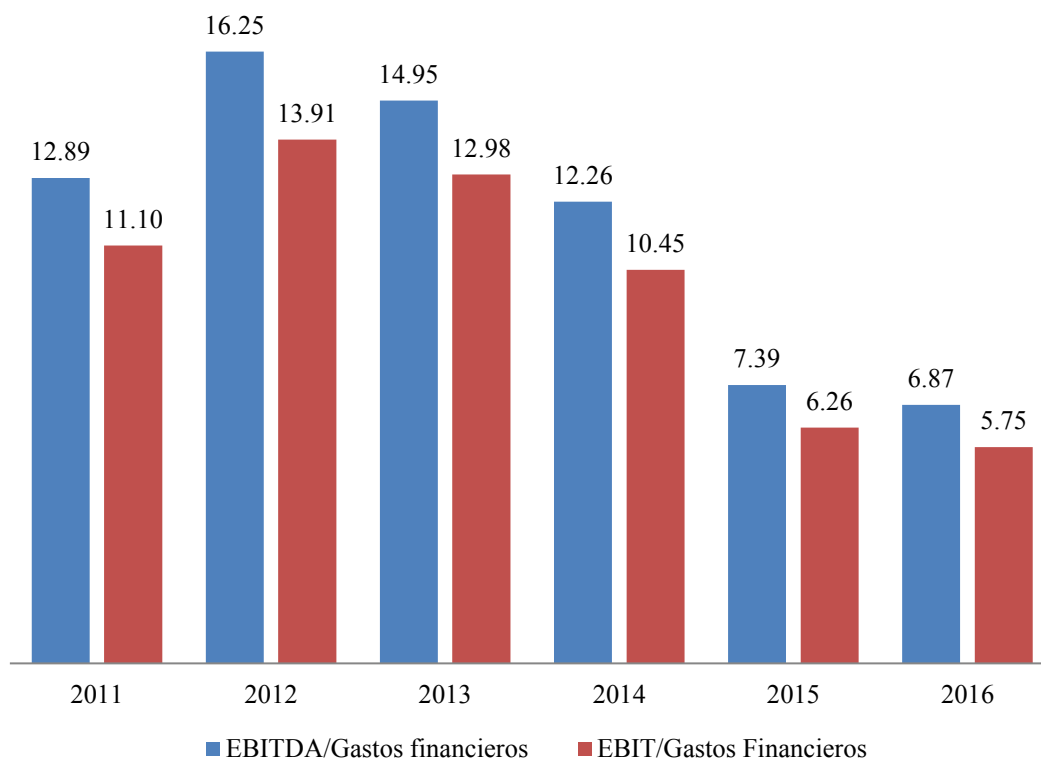


Figura 31. Ratio de cobertura de interés. Adaptado de Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2014-2013] junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

El apalancamiento financiero de la empresa ha sido de tendencia creciente desde los últimos cinco años. Según la Figura 32, se puede observar que la razón deuda sobre patrimonio para el año 2016 fue de 95.86 % a diferencia de 98.48 % correspondiente al año 2015, donde tuvo una disminución de 2.65 %. Gloria S.A. considera, en su estructura de capital, la deuda total, que viene a ser el resultado de la suma del total de pasivos corrientes más las obligaciones financieras a largo plazo y el total del patrimonio.

Según el estado de situación financiera, la empresa ha venido administrando el riesgo de la estructura de capital bajo el ratio de apalancamiento, usando la relación deuda entre patrimonio, la misma que trata de mantener alrededor del 100 %. Su razón deuda total a capital según el valor en libros para los periodos 2015 y 2016 fue de 49.62 % y 48.94 %,

respectivamente. Al descomponer la deuda total que la empresa considera en su estructura de capital, solo se tomaron en cuenta obligaciones financieras (pagarés y bonos) a corto y largo plazo. De acuerdo con su estado de situación financiera del año 2016, la proporción de la razón deuda a capital $[D / (E + D)]$ tendió a ser menor de 34.35 %.

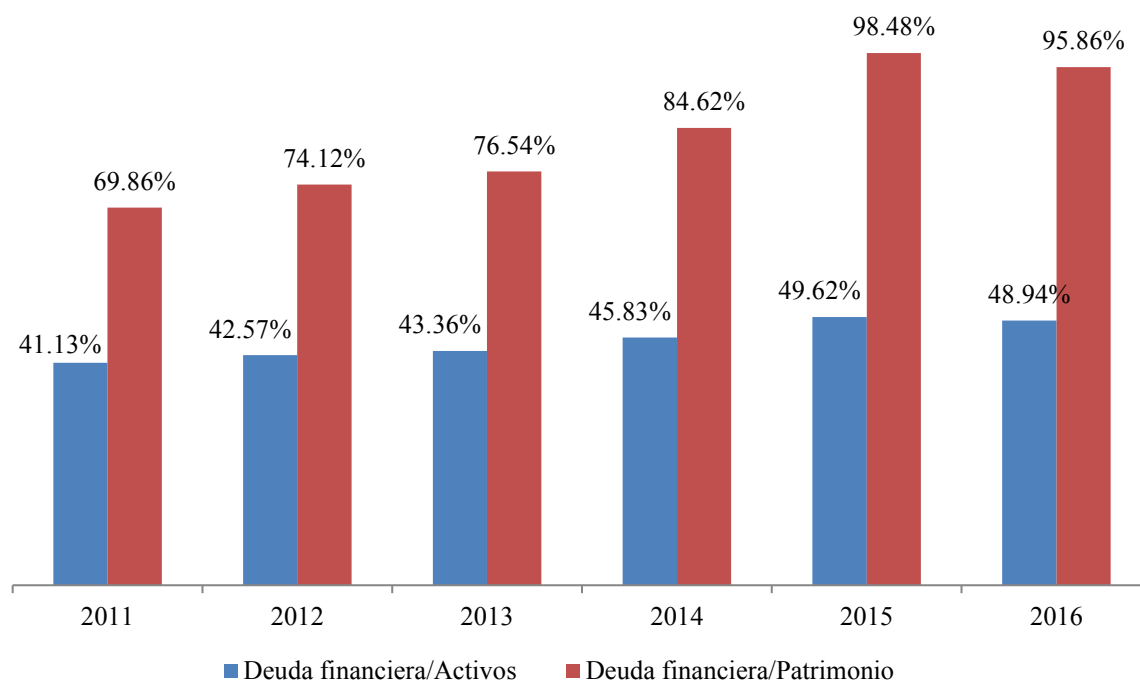


Figura 32. Apalancamiento financiero de la empresa Gloria S.A. Adaptado de Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2014-2013] junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Para poder analizar la estructura de capital de la empresa, es de suma importancia determinar el costo promedio ponderado del capital de la misma y analizar si su rendimiento mínimo satisface a todos sus inversionistas generando valor. Asimismo, para poder calcular el costo de capital de la empresa Gloria S.A., se tiene que considerar la metodología adecuada según la Tabla 18.

Tabla 18

Metodología para Estimar el WACC

Variable	Descripción	Práctica estándar de medición	Medición utilizada en el estudio
Rf	Rendimiento del activo libre de riesgo	Rendimiento al vencimiento actual (Yield to Maturity o YTM) de un bono del Tesoro de Estados Unidos a un plazo consistente con el horizonte de inversión	Promedio de la información diaria de los últimos tres años del YTM de un bono del tesoro norteamericano a un plazo de 30 años
Rm-Rf	Retorno del mercado en exceso al activo libre de riesgo (prima por riesgo de mercado)	Promedio geométrico del retorno de mercado menos el promedio geométrico del retorno del activo libre de riesgo	Promedio geométrico del rendimiento de S&P 500 menos el promedio geométrico del YTM de bonos del Tesoro norteamericano a diez años
Rp	Prima por riesgo país	El EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es el principal indicador de riesgo país y está calculado por JP Morgan Chase.	Se considera riesgo país-EMBI el último reporte (31 de diciembre de 2015). http://www.mef.gob.pe/dnep/reporte/reporte_diario1.php
D	Deuda financiera	Valor de mercado de la deuda a largo plazo	Valor contable de la deuda financiera a largo plazo, conformada por depósitos del público a plazo mayor a un año, adeudados del exterior a plazo mayor a un año y recursos captados por la emisión de obligaciones no subordinadas y subordinadas
E	Patrimonio neto	Valor de mercado del patrimonio	Capitalización bursátil (número de acciones por el precio de la acción)
Beta	Mide la sensibilidad del retorno de la acción ante variaciones en el mercado.	Tomar el beta calculado por un servicio de información (Bloomberg, Economatica). Se utiliza una ventana de información de tres a cinco años con frecuencia semanal.	Si la empresa cotiza en bolsa, se utiliza el beta estimado por Bloomberg.
		Realizar una regresión entre el retorno de la acción y el retorno del mercado. Se utiliza una ventana de información de tres a cinco años, con frecuencia semanal.	En el caso de empresas especializadas, se utiliza el beta del sector o de una empresa comparable.
		En caso de que la empresa no cotice en bolsa, se debe utilizar el beta de una empresa comparable. El beta de la empresa comparable debe ser desapalancado de acuerdo a la estructura de D/E de la empresa comparable, luego se debe apalancar el beta con la estructura D/E de la empresa.	Si la empresa comparte características de más de un sector, se utiliza un promedio ponderado de betas. Se opta por la segunda opción considerando el beta extraído de la página web de Damodaran, consumo masivo de alimentos.

Nota. Adaptado de *Finanzas corporativas* (Ross, Westerfield & Jaffe, 2012a). Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

Se puede determinar el costo de capital accionario mediante el modelo de valuación de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés). Según la Tabla 19, se estima que el rendimiento esperado de la acción sea de 8.89 %, cuyo resultado se debe a cuatro factores, como

son la beta del sector alimentos de 0.89, la tasa libre de riesgo de 2.93 %, prima riesgo de mercado de 4.62 %, y riesgo país de 1.87 %. Asimismo, en la citada tabla, sobre estos datos a considerar, se describió la metodología.

Se tiene que analizar el promedio ponderado del costo de capital según valor en libros de 7.52 % y según valor de mercado de 7.73 %. Para ello, es recomendable considerar el valor bursátil y el valor de mercado de la deuda para determinar la estructura de capital óptima para la empresa.

Tabla 19

Relación Drivers de Estructura de Capital

Modelo de valuación de los activos de capital (CAPM)					
Tasa libre de riesgo (Rf)			2.92 %		
Prima de riesgo del mercado (Rm-Rf)			4.62 %		
Beta del capital contable apalancado			0.89		
Riesgo país			1.87 %		
Costo del capital contable (Ke)			8.89 %		
Costo de la deuda (Kd)			6.38 %		
Impuesto			28 %		
Cálculo del promedio ponderado del costo de capital (WACC)					
Deudas y capitalización	Valor en libros (expresado en S/ miles)	Porcentaje de la capitalización total de mercado	Costo de capital	Costo después de impuestos	Contribución al WACC
Deuda operativa	S/835,345	34.35 %	6.38 %	4.59 %	1.58 %
Patrimonio-acciones comunes	S/1'596,562	65.65 %	8.89 %	8.89 %	5.83 %
Total	S/2'431,907	100.00 %	Valor en libros - WACC		7.41 %
Deudas y capitalización	Valor de mercado (expresado en S/ miles)	Porcentaje de la capitalización total de mercado	Costo de capital	Costo después de impuestos	Contribución al WACC
Valor de mercado de la deuda	S/1'039,312	26.61 %	6.38 %	4.59 %	1.22 %
Valor bursátil	S/2'867,009	73.39 %	8.89 %	8.89 %	6.52 %
Total	S/3'906,321	100.00 %	Valor de mercado - WACC		7.74 %

Al relacionar los *drivers* de la estructura de capital, la empresa tiene que ajustar el costo de la deuda actual a la clasificación sintética para identificar su nivel de endeudamiento con su respectiva clasificación en base a su nueva cobertura. En referencia a ello, en el año 2016, el Comité de Clasificación de Equilibrium dictaminó ratificar la clasificación AAA.pe a los bonos corporativos de la empresa Gloria S.A (Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A., 2016).

Los resultados económicos de la empresa, en el segundo trimestre del año 2017, arrojaron como resultado una disminución de sus ventas en S/49.6 millones, equivalente a 5.65 % en comparación con el segundo trimestre del año anterior, pasando de S/878 millones a S/828.4 millones, debido al impacto generado por la suspensión temporal del registro sanitario del producto Pura Vida Nutrimax en el mes de junio de 2017. Como consecuencia, los inversionistas, ante la expectativa de una supuesta publicidad engañosa en la lata de Pura Vida, especularon sobre el deterioro de la calificación sintética y el aumento del *spread* predeterminado que acompaña esa calificación. Además, la calificación AAA a los bonos corporativos de la empresa puede pasar a una menor, que relaciona el nuevo coeficiente de cobertura de interés de la misma.

Según la Tabla 20, los datos actualizados a partir de enero 2017 se pueden clasificar por su capitalización de mercado para grandes empresas de servicios no financieros con capitalización de mercado > \$5000 millones y, para las empresas de servicios no financieros de menor tamaño, con una capitalización < \$5000 millones. Para otorgarle una nueva calificación sintética a la empresa Gloria S.A., se tiene que considerar su coeficiente de cobertura de interés de 5.75 % en el año 2016, y, por su capitalización de mercado, se considera la calificación sintética para empresas con capitalización de mercado < \$5000 millones.

Tabla 20

Calificación Sintética y Coeficiente de Cobertura de Interés

Para empresas con capitalización de mercado > \$ 5 billones			
<i>If interest coverage ratio is</i>	<i>Column1</i>	<i>Column2</i>	<i>Column3</i>
>	≤ to	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
8.5	100000	Aaa/AAA	0.60 %
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.80 %
5.5	6.499999	A1/A+	1.00 %
4.25	5.499999	A2/A	1.10 %
3	4.249999	A3/A-	1.25 %
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1.60 %
2.25	2.499999	Ba1/BB+	2.50 %
2	2.2499999	Ba2/BB	3.00 %
1.75	1.999999	B1/B+	3.75 %
1.5	1.749999	B2/B	4.50 %
1.25	1.499999	B3/B-	5.50 %
0.8	1.249999	Caa/CCC	6.50 %
0.65	0.799999	Ca2/CC	8.00 %
0.2	0.649999	C2/C	10.50 %
-100000	0.199999	D2/D	14.00 %
Para empresas con capitalización de mercado < \$ 5000 millones			
<i>If interest coverage ratio is</i>	<i>Column1</i>	<i>Column2</i>	<i>Column3</i>
>	≤ to	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
12.5	100000	Aaa/AAA	0.60 %
9.5	12.499999	Aa2/AA	0.80 %
7.5	9.499999	A1/A+	1.00 %
6	7.499999	A2/A	1.10 %
4.5	5.999999	A3/A-	1.25 %
4	4.499999	Baa2/BBB	1.60 %
3.5	3.9999999	Ba1/BB+	2.50 %
3	3.499999	Ba2/BB	3.00 %
2.5	2.999999	B1/B+	3.75 %
2	2.499999	B2/B	4.50 %
1.5	1.999999	B3/B-	5.50 %
1.25	1.499999	Caa/CCC	6.50 %
0.8	1.249999	Ca2/CC	8.00 %
0.5	0.799999	C2/C	10.50 %
-100000	0.499999	D2/D	14.00 %

Nota. Tomado de *Data archives* (Damodaran, 2017). Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Según la nota periodística *Pura Vida: ¿Cuánto suman los ingresos de Gloria, que es investigada por Indecopi y Digesa?* (Gestión, 2017), los inversionistas se repreguntan sobre si pueden generar costos de quiebra directos. En respuesta a dicha pregunta, sí se puede generar siempre y cuando la empresa Gloria S.A. entre a insolvencia financiera. Y si las instituciones, como Digesa, iniciaran una investigación exhaustiva sobre temas de registro sanitario de los productos con la marca Pura Vida u otros productos que elabora la empresa Gloria S.A., y si

Indecopi investigara los temas de rotulado y publicidad en protección del consumidor, la empresa tendría que asumir costos elevados por asesores legales, asesores financieros y gastos legales en general.

En procesos de investigación para la empresa Gloria S.A., se tienen que considerar los costos de quiebra indirectos en la estructura de capital óptima y su magnitud de los costos de quiebra. Algunas compañías están más expuestas a los costos de quiebra indirectos que otros. Es por justa razón que se tiene que identificar la magnitud del costo.

Así, el costo alto corresponde a las empresas donde sus clientes dejan de comprar el producto si la empresa se encuentra en problemas y escándalos mediáticos, por temor a que la calidad del producto pueda sufrir o cuyos costos de materia prima puedan dispararse si se percibe que la empresa está en problemas. Por otro lado, el costo medio se suscita si la empresa tiene un producto que cae o genera desconfianza en el medio, produciendo algunas pérdidas de los clientes, pero no sustanciales. Este es el caso de la empresa Gloria S.A., que retiró del mercado el producto de Pura Vida por temas de registro sanitario. Finalmente, el costo bajo para empresas donde los clientes están preocupados por la calidad crediticia y problemas financieros.

Según la Tabla 21, se identifica la nueva calificación sintética en base a la nueva cobertura de interés y los costos indirectos de quiebra de acuerdo con su magnitud, con la finalidad de hallar en porcentajes la caída en los ingresos de explotación (que genera pérdida en el ebitda). Este análisis permite a la empresa a minimizar los riesgos en referencia a los costos indirectos de quiebra y una de las estrategias en minimizar estos riesgos, es mantener su nivel de EBITDA bajo resultados netos favorables, donde la empresa sustenta su capacidad operativa en eficiencia y en economías de escala.

Tabla 21

Magnitud de los Costes Indirectos de Quiebra en la ECO

<i>Rating is</i>	Costo bajo	Costo medio	Costo alto
Aaa/AAA	0.00 %	0.00 %	0.00 %
Aa2/AA	0.00 %	0.00 %	0.00 %
A1/A+	0.00 %	0.00 %	0.00 %
A2/A	0.00 %	0.00 %	-2.00 %
A3/A-	0.00 %	-2.00 %	-5.00 %
Baa2/BBB	-5.00 %	-10.00 %	-15.00 %
Ba1/BB+	-10.00 %	-20.00 %	-25.00 %
Ba2/BB	-10.00 %	-20.00 %	-25.00 %
B1/B+	-10.00 %	-20.00 %	-25.00 %
B2/B	-10.00 %	-20.00 %	-25.00 %
B3/B-	-15.00 %	-25.00 %	-30.00 %
C2/C	-25.00 %	-40.00 %	-50.00 %
Ca2/CC	-25.00 %	-40.00 %	-50.00 %
Caa/CCC	-25.00 %	-40.00 %	-50.00 %
D2/D	30.00 %	-50.00 %	-100.00 %

Nota. Tomado de *Data archives* (Damodaran, 2017). Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Al considerar el coeficiente de cobertura de interés de 5.75 % en el año 2016, se pudo hallar la nueva calificación sintética en la Tabla 20, donde su *rating* fue de A3/A- con un nuevo *spread* estimado de 1.25 %. La clasificación actual de la empresa Gloria es de AAA para los bonos corporativos y se estima que, al término del año 2017, su clasificación pase a A3/A- por un descenso en su coeficiente de cobertura de interés. Según la Tabla 22, se detalla la comparación de los índices en el ratio de cobertura de interés de la deuda actual y se resalta la caída en los ingresos de explotación del 2.00 % basado en la valoración actual (ver Tabla 21).

Tabla 22

Comparación de los Índices en el Ratio de Cobertura de Interés

Índices en el ratio de cobertura de interés	
Ratio de cobertura de interés	5.75
Clasificación en base a la nueva cobertura	A3/A-
Nuevo <i>spread</i> estimado	1.25 %
Tasa de interés basada en la cobertura	4.18 %
Clasificación actual de la empresa	AAA
Tasa de interés actual de la deuda	6.37 %
Caída en los ingresos de explotación basada en la valoración actual	-2.00 %

La clasificación en base a la nueva cobertura refleja la capacidad más alta de cumplir con sus obligaciones pactadas. La empresa Gloria S.A., al generar valor, considera a qué nivel se puede endeudar con un costo promedio ponderado de capital menor. Según la Tabla 23, la estructura óptima para la empresa es calcular el menor costo promedio ponderado de capital (7.62 %) para generar valor (*enterprise value* S/3,564.596).

Tabla 23

Estructura de Capital Óptimo para la Empresa Gloria S.A.

D / (D + E)	Costo de la deuda (desp. imp.)	Beta apalancado	Costo de capital	WACC	Enterprise value
20.00 %	2.85 %	0.83	9.36 %	8.06 %	S/3'240,042
30.00 %	3.10 %	0.92	9.77 %	7.77 %	S/3'445,465
40.00 %	3.57 %	1.04	10.32 %	7.62 %	S/3'564,596
50.00 %	6.99 %	1.20	11.08 %	9.03 %	S/2'697,776
60.00 %	10.95 %	1.46	12.23 %	11.46 %	S/1'905,011
70.00 %	10.95 %	1.88	14.13 %	11.90 %	S/1'807,522
80.00 %	15.38 %	2.94	18.98 %	16.10 %	S/1'219,397

La estructura de capital óptima de Gloria S.A. se enfrenta a los siguientes riesgos:

- Riesgo operacional: la importante concentración de sus ventas en un solo producto (leche evaporada, 57.43 % de sus ventas a diciembre del 2015), que la expone a las variaciones en la demanda que este producto pudiera presentar. El riesgo operaciones al que se ve expuesta Gloria S.A. es la posibilidad de quedar desabastecida de su principal materia prima (leche fresca) como resultados de conflictos con los productores de leche o debido al bloqueo de carreteras.
- Riesgo de precios: la situación de competencia existente en el mercado local en términos de productos, precio y variedad de presentaciones. Esto se aplica a todos los mercados en los que compiten los productos que Gloria S.A. comercializa.

- Riesgo de mercado: la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía local que pudieran afectar a los bienes de consumo masivo.
- Riesgo de tipo de cambio: debido a que sus ventas se realizan en soles y la mayor parte de sus pasivos (bonos) son emitidos en dólares americanos.
- Riesgo de liquidez: la compañía cuenta con obligaciones por las emisiones de bonos en los últimos años, lo cual es susceptible a la probabilidad de no contar con la liquidez necesaria para asumir los pagos de los cupones y los intereses de ser el caso.
- Riesgo regulatorio: las tasas impositivas y regulaciones del Estado son otros de los factores que afectan el comportamiento del sector. Las importaciones de productos lácteos de países de la región andina tienen un arancel de 0 %, así como las exportaciones peruanas a esos países.
- Riesgo de gestión de capital: la empresa gestiona activamente una base de capital con el fin de cubrir los riesgos inherentes a sus actividades: salvaguardar la capacidad de la compañía para continuar operando de manera que continúe brindando retornos a los accionistas y beneficios a los otros participantes; además de mantener una fuerte base de capital para apoyar el desarrollo de sus actividades.

2.2.2. Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones

El capital social de Gloria S.A. está representado por 382'502,106 acciones comunes a un valor nominal de S/1.00 cada una. Las acciones en la actualidad se encuentran en su totalidad emitida y pagada. En la Tabla 24, se muestra la estructura accionarial de la empresa, y, como se puede observar, el principal accionista es Gloria Foods Jorb S.A. con 75.54 %, seguida de Racionalización Empresarial S.A. con una participación de 8.84 %.

Tabla 24

Participación de Principales Accionistas de Gloria S.A.

Accionista	Número de acciones	Participación (%)	País
Gloria Foods Jorb S.A.	288'948,549	75.54 %	Perú
Racionalización Empresarial S.A.	33'812,045	8.84 %	Perú
Personas naturales	16'628,942	4.35 %	Perú
Otros	43'112,570	11.27 %	Perú
Total acciones comunes	382'502,106	100 %	

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

Las acciones de inversión de Gloria S.A., al 31 diciembre de 2016, estuvieron representadas por 39'117,107 acciones con un valor nominal de S/1.00 cada una, las mismas que se encontraron íntegramente emitidas y pagadas. El valor de mercado de aquellas acciones ascendió en S/5.90 al cierre del periodo 2016 y presentaron una frecuencia de negociación del 100 %.

En los últimos años, Gloria S.A. ha realizado el pago de dividendos a sus accionistas. Con fecha de 29 de febrero de 2016, la Junta General de Accionistas aprobó la distribución de dividendos correspondientes a los resultados al cierre del ejercicio de 2015 por S/220,500, lo que equivalió a S/0.5230 por acción común y de inversión.

En la Tabla 25, se detallan las medidas de valor de mercado para considerar las posibles emisiones de acciones o recompra de acciones. Como se puede observar, en el 2016, la rentabilidad por acción de la empresa Gloria S.A fue de 7.54 %.

Tabla 25

Medidas de Valor de Mercado

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Utilidad neta (miles S/)	195,099	241,622	250,965	244,903	214,014	216,058
Número de acciones	282,007	421,619	421,619	421,619	421,619	421,619
Utilidad por acción (S/)	0.692	0.573	0.595	0.581	0.508	0.512
Cotización de la acción (S/)	10.00	10.00	11.20	9.98	5.90	6.80
Rentabilidad por acción	6.92 %	5.73 %	5.31 %	5.82 %	8.60 %	7.54 %

Nota. Adaptado de *Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

En la Tabla 26, se analiza el efecto al precio de las acciones de recompra, donde se considera que cuando la empresa opta por la deuda óptima de S/1'562,529, según el resultado de la estructura óptima de capital menos el valor de mercado de la deuda de S/1'039,312, se da como resultado a la nueva deuda emitida de S/523,216 millones. De esta cantidad dividida ante las expectativas del precio de recompra a S/7.49, se obtiene 69,855. Y las acciones en circulación después de la recompra son de 351,764 acciones en circulación. Con estos resultados del nuevo valor de la empresa (EV), de acuerdo con su estructura de capital óptima más el efectivo según del Estado de Situación Financiera del periodo 2016, menos la deuda óptima, se obtiene el nuevo valor de la empresa después de la recompra, que asciende a S/2'259,476 y su valor por acción para el resto de las acciones es de S/6.42.

Tabla 26

Deuda óptima y el efecto del Precio de las Acciones de Recompra

Precio actual de la acción	S/6.80
Número de acciones en circulación antes de la recompra	421,619
Expectativas del precio de recompra	S/7.49
Deuda actual	S/1'039,312
Deuda óptima	S/1'562,529
Nuevas deudas emitidas	S/523,216
Número de acciones recompradas	69,855
Acciones en circulación después de la recompra	351,764
Valor de la empresa según la ECO	S/3'564,596
(+) Efectivo	S/49,342
(-) Deuda	S/1'562,529
Valor de la empresa después de la recompra	S/2'259,476
Número de acciones después de la recompra	351,764
Valor por acción para el resto de las acciones	S/6.42

2.2.3. Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo de la misma

Gloria S.A. se ha financiado a través de pagarés, en su mayoría, con bancos locales y la emisión de bonos corporativos. En la Tabla 27, se observa la deuda de esta empresa con bancos locales, así como la tasa de interés vigente y la fecha de vencimiento.

Tabla 27

Deuda Financiera Contraída por la Empresa Gloria S.A. (2016)

Banco	2016	2015	2016	2015
	Número de pagarés		Expresado en S/	
Scotiabank Perú S.A.A.	2	2	75,158	45,749
Banco de Crédito del Perú S.A.	2	1	145,667	51,333
BBVA Continental S.A.	1	1	8,000	16,000
			228,825	113,082

Nota. Adaptado de *Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

Debido a la buena calificación que mantiene Gloria S.A., la emisión de bonos corporativos ha tenido acogida por diversos inversionistas. Los instrumentos clasificados son el

Primer Programa de Bonos Corporativos, que corresponde a la emisión de instrumentos financieros por un monto de hasta USD 250 millones con una vigencia de seis años contados a partir de su respectiva inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV (julio 2014), y el Segundo Programa de Bonos Corporativos y Papeles Comerciales, que se refiere a la emisión por un monto de USD 200 millones, tomando en cuenta que, en octubre de 2009, se renovó el plazo de vencimiento del programa de dos años adicionales.

En las Tablas 28 y 29, se presenta la composición de los programas de emisión de los bonos corporativos, los cuales fueron íntegramente emitidos en moneda nacional y se encuentran inscritos en la Superintendencia de Mercado de Valores.

Tabla 28

Primer Programa de Bonos Corporativos 2016 (en Miles de S/)

Bonos corporativos	Plazo	Monto colocado	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Interés	2016	2015
Segunda - Serie A	7 años	150,000	26-9-14	26-2-2021	6.09 %	150,000	150,000
Tercera - Serie A	5 años	140,000	5-2-15	5-2-2020	5.56 %	140,000	140,000
Cuarta - Serie A	20 años	150,000	5-2-15	5-2-2035	7.12 %	150,000	150,000
Quinta - Serie A	5 años	153,020	25-6-15	25-6-2020	6.65 %	153,020	153,020
						593,020	593,020

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

Tabla 29

Segundo Programa de Bonos Corporativos 2016 (en Miles de S/)

Bonos corporativos	Plazo	Monto colocado	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Interés	2016	2015
Sétima - Serie A	10 años	70,000	18-4-7	20-4-2017	5.88 %	3,500	10,500
Octava - Serie A	10 años	100,000	26-10-7	16-10-2017	6.78 %	10,000	20,000
Décima - Serie A	7 años	78,000	29-9-9	29-9-2016	6.56 %	--	15,600
						13,500	46,100

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

En saldo de total por la deuda del primer y segundo programa de bonos corporativos, en el periodo 2016, ascendió a S/606'520,000; mientras que el ratio de cobertura de interés de la

empresa, durante el mismo año, fue de 5.75 veces. Ante una posible emisión de deuda y categorización de riesgo (ver Tabla 30), Gloria S.A. evaluaría su ratio de cobertura de interés; es decir, si la empresa hiciera uso de la deuda óptima según su estructura de capital óptimo de S/1'562,529, su ratio de cobertura de interés sería 5.52 veces con una categoría de riesgo de A3A.

Asimismo, el riesgo, ante una posible emisión de deuda, se ajustaría al costo de la deuda actual de la empresa a la calificación sintética y la nueva tasa de interés basada en la cobertura sería de 4.18 %. Este resultado es la suma del promedio (2.93 %) de la información diaria de los últimos tres años del Rendimiento al Vencimiento Actual (YTM) de un Bono del Tesoro Americano a un plazo de 30, más el nuevo *spread* estimado de 1.25 %. También, por la nueva calificación sintética en base a la nueva cobertura de interés y por una publicidad engañosa en el producto de Pura Vida, la empresa estaría expuesta a los costos de quiebra indirectos, y, según su magnitud por estos costos (ver Tabla 21), sería una pérdida del 2.00 %, que afectaría a los ingresos de explotación (ebitda) basados en la valoración actual.

Tabla 30

Posible Emisión de Deuda y Categorización de Riesgo (en Miles de S/)

D / (D + E)	Deuda (S/)	EBIT	Intereses	Ratio de cobertura de interés	Bond rating
20.00 %	S/781,264	S/372,168	S/26,934	13.82	Aaa/AAA
30.00 %	S/1'171,896	S/372,168	S/43,974	8.46	A1/A+
40.00 %	S/1'562,529	S/372,168	S/67,481	5.52	A3/A-
50.00 %	S/1'953,161	S/372,168	S/165,178	2.25	B2/B
60.00 %	S/2'343,793	S/372,168	S/310,520	1.2	Ca2/CC
70.00 %	S/2'734,425	S/372,168	S/362,273	1.03	Ca2/CC
80.00 %	S/3'125,057	S/372,168	S/522,929	0.71	C2/C

2.3. Análisis de Capital de Trabajo

El análisis de capital de trabajo es de suma importancia para la administración financiera de Gloria S.A. En la actualidad, mantiene una holgada salud financiera a corto plazo, lo cual se analiza en la Tabla 31, donde se observa la evolución del capital de trabajo de la empresa durante los últimos cinco años. De acuerdo con estas cifras, la compañía ha manejado con éxito este indicador, obteniendo un crecimiento constante durante los años 2011, 2012, 2013, 2014, a excepción del 2015, donde hubo una ligera contracción debido a un incremento en las cuentas por pagar, y 2016, en la que tuvo un incremento de 25.52 % con respecto al año anterior. Este resultado favorable se debió a que se incrementaron las cuentas por cobrar y una disminución en las cuentas por pagar.

Tabla 31

Capital de Trabajo de Gloria S.A. (en Miles de S/)

Concepto	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Efectivo y equivalente de efectivo	89,580	60,598	82,662	42,026	56,172	49,342
Cuentas por cobrar	142,703	154,054	183,381	219,110	212,838	299,202
Inventario	424,347	567,477	614,559	770,355	808,126	663,725
Cuentas por pagar	206,194	216,628	294,628	335,277	449,116	223,977
Capital de trabajo de Gloria S.A.	450,436	565,501	585,974	696,214	628,020	788,292

Nota. Adaptado de *Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011] junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes, Burga & Asociados).

En la Tabla 32, se observan los ratios, cuya medición es el periodo promedio de cobros, de pagos y de inventario. Al año 2016, el periodo promedio para las cuentas por cobrar fue de 21.48 días, para la rotación de inventario fue 93.03 días y para las cuentas por pagar fue de 42.73 días. Analizar estos *inputs* de valor permite consignar el periodo promedio en la valorización de la empresa mediante el método de flujo descontado.

Tabla 32

Medidas de Administración para Estimar el Flujo de Caja Descontado

Concepto	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rotación de cuentas por cobrar	17.98	18.92	18.00	16.63	16.30	13.81
Periodo promedio de cobro (PPC)	20.02	19.03	20.00	21.64	22.09	26.08
Promedio-PPC						21.48
Rotación de Inventario	4.69	4.26	3.79	3.72	3.44	3.58
Periodo de rotación de inventarios (PPI)	76.73	84.55	94.89	96.66	104.69	100.68
Promedio- PPI						93.03
Caja y bancos / ventas	3.49 %	2.16 %	2.72%	1.26 %	1.60 %	1.40 %
Promedio % efectivo						2.10 %
Rotación de cuentas por pagar	9.66	9.99	8.77	8.19	6.92	7.82
Periodo promedio de pago (PPP)	37.29	36.04	41.04	43.96	52.02	46.04
Promedio-PPP						42.73

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2015 y 2014; 2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011] junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes, Burga & Asociados).

2.3.1. Óptimos de capital de trabajo

Ross et al. (2012a) en su libro *Finanzas corporativas* expresaron lo siguiente:

El capital de trabajo neto es igual a activo circulante menos pasivo circulante. El capital de trabajo neto es positivo cuando el activo circulante es mayor al pasivo circulante. Esto significa que el efectivo que esté disponible a lo largo de los doce meses siguientes será mayor que el efectivo que debe pagarse. (Ross et al., 2012a, p. 28).

Tal como afirman los citados autores, la mayoría de especialistas sostiene que lo saludable para que una empresa pueda operar es mantener liquidez corriente y así mitigar toda probabilidad de quiebra o de insolvencia. Para ello, también los activos circulantes (caja, cuentas por cobrar y existencias) tienen que ser mayor a los pasivos corrientes (cuentas por pagar a

proveedores o nominas por pagar y tributos). Vale decir que la empresa puede vivir con resultados negativos, pero quebraría si no cuenta con liquidez.

En la Tabla 33, se muestran los ratios que se han empleado para proyectar el capital de trabajo: los ratios con efectivo/ventas, periodo promedio de cobro, periodo promedio de pago y periodo promedio de inventarios.

Tabla 33

Ratios para Proyectar el Capital de Trabajo

Ratios de rotación de activos	
Efectivo/ventas netas	2.10 %
Periodo promedio de cobro (PPC), días	21.48
Periodo promedio de pago (PPP), días	42.73
Periodo promedio de inventarios (PPI), días	93.03
Base año de cálculo, días	360

2.3.2. Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento a corto plazo

Para Gloria S.A. es necesaria una línea de crédito eficiente para afrontar todas sus obligaciones a corto plazo. Entre sus objetivos se destaca el salvaguardar la capacidad de la compañía para continuar operando y generando buenos retornos a los accionistas y beneficios a otros participantes (ejecutivos, empleados, proveedores, estado, entre otros). También busca mantener una fuerte base de capital para apoyar el desarrollo de sus actividades.

En la Tabla 34, se muestran los resultados obtenidos como producto de la aplicación de los ratios para proyectar el capital de trabajo, vale decir que es producto de la suma del efectivo, cuentas por cobrar e inventarios, restando las cuentas por pagar.

Tabla 34

Capital de Trabajo Estimado

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021
Efectivo y equivalente de efectivo (miles de S/)	74,657	76,804	79,105	81,578	84,241
Cuentas por cobrar (miles de S/)	211,770	217,859	224,386	231,400	238,953
Inventario (miles de S/)	650,472	669,240	689,413	711,147	734,616
Cuentas por pagar (miles de S/)	298,784	307,404	316,671	326,654	337,434
Capital de trabajo (miles de S/)	638,115	656,498	676,234	697,470	720,376

En la Tabla 35, se muestra el capital de trabajo estimado para los periodos 2016 al 2020, considerando también la variación año a año, lo cual se emplea para el flujo de caja libre.

Además, se observa que, a un corto plazo entre los periodos 2016 y 2020, para que Gloria S.A. pueda operar, se necesita en promedio S/26 millones cada año.

Tabla 35

Capital de Trabajo de 2017 al 2021 y Variación del Capital de Trabajo

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021
Capital de trabajo (miles de S/)	636,343	654,644	674,295	695,446	718,265
Variación de capital de trabajo (miles de S/)		18,301	19,651	21,151	22,818

2.4. Análisis de Valor

Cuando se habla de generar valor en una empresa, se hace referencia a la implicancia de que el retorno recibido supere el retorno exigido. En otras palabras, una empresa produce valor cuando su rentabilidad obtenida es mayor a lo que esperaba. Por otro lado, es necesario aclarar que una empresa que genera utilidades no necesariamente está construyendo valor.

2.4.1. Valorización de la empresa

Para poder proyectar la valorización de la empresa, se ha requerido el estado de situación financiera y estado de resultados de Gloria S.A. entre los años 2011 y 2016. Actualmente, existen diferentes formas para hallar el valor de una empresa; sin embargo, para el análisis se está utilizando el método de flujo de caja descontado.

A continuación, se detallan los principales *inputs* de valor que han ayudado a proyectar las ventas para los próximos 10 años.

1. Identificación de las principales divisiones del negocio (leche evaporada, leche UHT, yogur, queso fresco y queso maduro)
2. Capacidad instalada de la producción de Gloria S.A.
3. Capacidad utilizada de la producción
4. *Market share* del mercado nacional

En la Tabla 36, se detallan todos los *inputs* que están siendo utilizados para proyectar las ventas para los próximos años.

En la Tabla 36, se detalla el cálculo de la proyección en ventas en soles por cada una de las divisiones del negocio. Para determinar las ventas totales proyectadas para el año 2017, se tiene que hacer el siguiente cálculo:

1. Por ejemplo, el resultado de las ventas proyectadas del producto de leche evaporada es de S/2'028,112. Este resultado se determina al multiplicar la capacidad instalada de leche evaporada, el promedio de la capacidad utilizada, el índice de precios al por mayor y también la tasa de crecimiento del *market share* de la misma.

2. Los subsiguientes años se han proyectado multiplicando las ventas del 2017 versus el *market share* del mercado nacional hallado en el 2016 para cada una de las divisiones.
3. Finalmente, dentro de la primera línea que son las ventas, se encuentran otros tipos de ingresos (ingresos por ventas de servicios). Esta línea será calculada en base a su variación histórica entre los años 2015 y 2016 por no existir mayor información publicada.

Tabla 36

Estimación para las Ventas Proyectadas 2017 (en Miles de S/)

Concepto	Leche evaporada	Leche UHT	Yogur	Queso fresco y maduro	Jugos y refrescos	Otros y derivados lácteos	Venta de bienes	Venta de servicios	Ingreso total
<i>Market share</i>	1.84 %	0.59 %	0.57 %	1.91 %	4.36 %	11.47 %		15.21 %	
Ventas 2015	2'021,544	327,771	588,696	75,634	136,900	314,581	3'465,126	54,636	3'519,762
Ventas 2016	1'990,111	334,873	580,968	80,921	142,870	350,669	3'480,412	54,121	3'534,533
Ventas proyectadas para el mercado nacional 2017	1'707,917								
Ventas totales proyectadas 2017	2'028,112	307,753	568,033	66,507	145,985	370,783	3'487,173	62,650	3'549,824

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

Tabla 37

Inputs para la Proyección de Ventas

Refer.:	Presentación de productos	Leche evaporada	Leche UHT	Yogur	Queso fresco	Queso maduro
	Unidad de medida	Cajas × 48 u/año	L/año	L/año	kg/año	kg/año
Gloria S.A.	Capacidad instalada	27'960,000	236'412,000	301'089,217	4'020,000	3'624,000
	Producción 2014	22'885,260	132'367,079	200'314,656	1'252,632	3'000,310
	Producción 2015	20'890,000	143'210,000	205'740,000	1'310,000	3'620,000
	Producción 2016	21'864,720	158'310,000	211'870,000	2'940,000	3'530,000
Gloria S.A.	Capacidad utilizada (2014)	81.85 %	55.99 %	66.53 %	31.16 %	82.79 %
	Capacidad utilizada (2015)	74.71 %	60.58 %	68.33 %	32.59 %	99.89 %
	Capacidad utilizada (2016)	78.20 %	66.96 %	70.37 %	73.13 %	97.41 %
	Promedio capacidad utilizada	78.25 %	61.18 %	68.41 %	45.63 %	93.36 %
	Var. %	4.7 %	10.5 %	3.0 %	124.4 %	-2.5 %
Tabla 5	Producción por sector industrial (Tn)	520,583	151,263	225,251	6,961	14,940
Tabla 7	Export. Prom. - Gloria S.A. (Tn)	67,935				
	Equivalencia en unidad de medida de los productos lácteos	Cajas × 48 u/año	L/año	L/año	kg/año	kg/año
	Participación de mercado (2016)	26'452,376	146'857,265	218'690,318	6'961,405	14'940,457
	<i>Market share</i> mercado nacional	84.80 %	76.80 %	81.90 %		35.60 %
	<i>Market share</i> mercado internacional	1.84 %	0.59 %	0.57 %		1.91 %
Tabla 7	<i>Market share</i> mercado internacional	8.58 %				

Gloria S.A. Presentación producto	Lata, caja y bolsa	Caja, bolsa	Galón, botella	Bolsa
Equivalencia en unidad de medida de los productos lácteos	Cajas × 48 u/año	L/año	L/año	kg/año
Mercado nacional	22'431,615	112'786,380	179'107,370	7'797,063
Exportación promedio equivalencia	18'412,753			
	3'451,967			

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2015 y 2014; 2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011] junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes, Burga & Asociados).

En la Tabla 38, se observa la proyección de los costos de ventas para los siguientes años.

Esta se ha calculado de la siguiente manera:

1. Al igual que en el caso anterior, se necesita identificar primero las principales divisiones de la empresa (leche evaporada, leche UHT, yogur, queso fresco y queso maduro).
2. Hallar la participación por cada segmento de cada división (por ejemplo, ventas de leche evaporada 2016 entre total de ventas 2016).

3. Con el procedimiento anterior, se hallan los costos de venta por cada línea de producto.
4. Al tener los costos de ventas y las ventas de bienes y servicios se puede determinar el porcentaje de participación que se posee en cada línea de producto. Este resultado se multiplicaría por las ventas de bienes de cada línea para que finalmente dé como resultado el costo de venta por cada división.

Por último, se tienen los costos de ventas de servicios, lo cual no es muy significativo y es por esto que esta variable se ha proyectado en función a su histórico, debido a que no tiene mayor relevancia.

Tabla 38

Inputs para Determinar el Costo de Ventas Proyectadas

Concepto	Leche evaporada	Leche fresca	Yogur	Queso
Capacidad instalada	26'452,376 Cajas × 48 u/año	146'857,265 L/año	218'690,318 L/año	6'961,405 kg/año
Porcentaje de utilización	84.80 %	76.80 %	68.41 %	35.60 %
Consumo de materia prima	428'596,291 Litros de leche fresca	112'786,380 Litros de leche fresca	149'605,866 Litros de leche fresca	2'478,260 Litros de leche fresca
Costo de producción unitario	S/2.18	S/2.12	S/2.74	S/12.51
Costo de materia prima total (en miles de S/)	936,218	238,577	410,234	30,996
Costo de producción	63.24 %	87.44 %	86.81 %	54.50 %

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

En la Tabla 39, se muestra la estimación del costo de producción por cada línea de producto. Sobre el producto leche evaporada se observa que el costo de producción es de 61.36 % y el del yogur representa 83.28 %.

Tabla 39

Estimación del Costo de Producción (%)

Concepto	Costos proyectados 2017						
	Leche evaporada	Leche fresca	Yogur	Queso	Jugos y refrescos	Otros derivados	Venta de servicios
Costo de ventas de productos (en miles de S/)	1'258,624	292,828	504,353	44,105	107,618	264,143	40,292
Costo de producción %	63.24 %	87.44 %	86.81 %	54.50 %	75.33 %	75.33 %	74.45 %

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

El Capex, también denominado inversiones en bienes de capital o gastos en capital, muestra las adquisiciones o mejoras en activos ligados a la actividad principal de la empresa, así como en qué fase se encuentra la misma (crecimiento, madurez y declive). Esta tiene un crecimiento lento o nulo si el Capex es similar a la depreciación/amortizaciones y si es muy inferior al flujo de caja (*cash from operating activities*).

La empresa no crece sino que mantiene su estructura actual y solo aplica un mantenimiento. Asimismo, tiene un crecimiento rápido si el Capex es más alto que la depreciación/amortización y superior al flujo de caja; por lo tanto, está en un proceso de crecimiento enorme. Según la Tabla 40, el Capex de la empresa Gloria S.A. es mayor a la depreciación/amortización y superior al flujo de caja, por lo que dicha empresa se encuentra en una fase de crecimiento. Al respecto, en el capítulo I se ha podido observar que la tasa de crecimiento promedio del sector lácteo es de 6.15% y el crecimiento de Gloria ha sido de 6.0%

durante los últimos 5 años, manteniendo una tendencia creciente que ha sido muy favorable para todas las empresas del sector lácteo.

Tabla 40

Estimación del Capex Proyectado (2017)

Concepto	2014	2015	2016	2017-F
Ventas	3'347,445	3'519,762	3'534,533	3'549,824
Total de activos fijos	1'964,303	2'125,428	2'254,554	2'330,553
Depreciación	66,175	67,374	76,580	76,345
Valor en libros neto	1'287,240	1'432,572	1'488,492	1'561,352
Capex	159,614	281,763	137,651	205,125
Depreciación acumulada	677,063	692,856	766,062	769,201

Nota. Adaptado de Gloria S.A. *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 junto con el dictamen de los auditores independientes* (Paredes et al., 2017). Recuperado de <http://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>

La empresa, como ente generador de flujos de fondo, se basa en pronósticos detallados por parte de los especialistas y en la proyección del flujo de caja libre. Mediante este método, se determina el valor de Gloria S.A.

La empresa., al aplicar un número de metodologías para estimar su valor, permite identificar ventajas y desventajas para cada metodología. El caso más simple y generalmente rápido de calcular, mediante el método de los múltiplos de valoración de empresas, tiene la desventaja de ser fácilmente influenciado por las condiciones actuales del mercado y determina el valor relativo de la empresa y no toma en cuenta explícitamente varios indicadores de rentabilidad.

Según la Tabla 41, se realiza la proyección del flujo de caja libre para diez años y se aplica una tasa de descuento del 7.73 % de acuerdo con el riesgo para cada periodo. Como resultado, el valor de la empresa es de S/3'014,684 y su valor de la acción equivale a S/5.169.

Tabla 41

Proyección del Flujo de Caja Libre (en Miles de S/)

Concepto	2017-F	2018-F	2019-F	2020-F	2021-F	2022-F	2023-F	2024-F	2025-F	2026-F
Ingresos totales	3'549,824	3,651,891	3,761,305	3,878,870	4,005,491	4,142,182	4,290,085	4,450,481	4,624,810	4,814,692
Costos totales	2'517,043	2'589,667	2'667,728	2'751,829	2'842,646	2'940,940	3'047,566	3'163,483	3'289,772	3'427,645
Margen bruto	1'032,781	1'062,224	1'093,576	1'127,041	1'162,845	1'201,242	1'242,519	1'286,998	1'335,038	1'387,047
Gasto de ventas y distribución	266,237	273,892	282,098	290,915	300,412	310,664	321,756	333,786	346,861	361,102
Gasto de administración	147,775	152,024	156,579	161,473	166,744	172,434	178,591	185,268	192,525	200,430
Ebitda	618,769	636,308	654,900	674,653	695,689	718,144	742,172	767,944	795,652	825,515
Pérdida en el Ebitda	12,375	12,726	13,098	13,493	13,914	14,363	14,843	15,359	15,913	16,510
Depreciación & amortización	76,345	83,713	91,293	99,100	107,151	115,465	124,063	132,967	142,205	151,804
Ebit	530,048	539,868	550,509	562,060	574,624	588,316	603,266	619,617	637,534	657,201
Impuestos	148,414	151,163	154,142	157,377	160,895	164,729	168,914	173,493	178,510	184,016
Depreciación y amortización	76,345	83,713	91,293	99,100	107,151	115,465	124,063	132,967	142,205	151,804
NOPAT	457,980	472,419	487,659	503,783	520,881	539,053	558,414	579,092	601,230	624,989
Capex	205,125	211,023	217,345	224,139	231,455	239,354	247,900	257,169	267,242	278,215
Inversión capital de trabajo	638,115	18,383	19,735	21,237	22,906	24,763	26,832	29,138	31,712	34,585
Valor de rescate										
Perpetuidad										3'746,453
FCL	-385,260	243,013	250,579	258,408	266,519	274,936	283,682	292,785	302,276	4'058,642
FCL descontado	357,603	209,375	200,395	191,820	183,639	175,839	168,408	161,334	154,607	1'926,872
Recupero Descontado	357,603	175,885	443,408	442,400	442,047	442,358	443,343	445,016	447,391	2'229,147
CCPP		7.73 %								
VAN		3'014,684								
Value enterprise		3'014,684								
Debt		835,202								
Valor patrimonio (market cap)		2'262,482								
Número de acciones (en millones)		421,619								
Valor de la acción (S/)		5.169								

El método de descuento de flujos de caja libre identifica el valor absoluto de la empresa y el riesgo asociado a dicho flujo. A diferencia del método de los múltiplos, no se necesita comparar con empresas similares. Este método es más complicado por considerar muchos factores de forma explícita. Al determinar el valor intrínseco de la empresa según el método de descuento de flujo de efectivo, determinamos que el valor de la acción está en S/ 5.169 y su precio actual de la acción en el mercado bursátil oscila entre S/ 6.80. Ahora, consideramos el flujo de caja del accionista para poder estimar el valor de la acción que es de S/ 4.44. Por tanto, el valor de la acción hallado es menor al precio de mercado, cabe resaltar que para una mejor valorización de la empresa y del flujo del accionista se considera una merma del 2% en el EBITDA en referencia a la desconfianza del producto de Pura Vida, denominándolo como un costo de quiebra indirecto medio. La empresa Gloria S.A. debe tomar acciones inmediatas para poder incrementar la utilidad por acción, es así, que se debe tomar en cuenta la tasa de crecimiento de dividendo. Según el modelo Gordon-Shapiro, también es conocido como modelos de dividendos crecientes a tasa constantes, este modelo nos permite estimar un crecimiento constante en dividendos para los próximos años. Su tasa de crecimiento del dividendo actual es de 1.49% y se espera una rentabilidad exigida de 13.51%.

Como se puede observar en la Tabla 42, se realiza un resumen del valor de la empresa y el valor de la acción bajo el método del descuento de flujos. Según los datos de valor en libros, se estima que el valor de la empresa es de S/2'481,249 (en miles); resultado que se obtiene de la suma del valor contable del patrimonio y del valor contable de la deuda. Esta decisión puede distorsionar el valor real de la empresa, por lo tanto, es recomendable que se desarrolle el modelo de descuento de flujo de caja libre según el valor de mercado, ya que determina una mejor

aproximación del valor creado, como se determinó en la Tabla 41, en la que el *value enterprise* es de S/3'014,684 (en miles).

Tabla 42

Enterprise Value: Resultados para su Análisis

	Resultados para el análisis			
	FCFF	Actual	Óptimo	Variación
D/(D+E) Ratio	34.35 %	26.61 %	40.00 %	13.09 %
Beta del capital contable apalancado	0.89	0.89	1.04	0.15
Costo de capital	8.89 %	8.89 %	10.32 %	0.68 %
Calificación de la deuda		A2/A	A3/A-	
Costo de la deuda después de impuestos	4.59 %	3.01 %	3.57 %	0.36 %
Promedio ponderado del costo de capital (WACC)	7.41 %	7.33 %	7.62 %	-0.29 %
Implied Growth Rate		1.49 %		
Enterprise value	S/2'481,249	S/3'856,979	S/3'564,596	S/217,539
<i>Value/share (perpetual rowth)</i>	S/5.89	S/6.80	S/6.42	S/0.52

Gloria S.A. también puede estimar el máximo *enterprise value* y llegar al mínimo costo de los recursos financieros que utiliza. Aplicando el método de la estructura de capital óptima se calcula que el valor de la empresa de S/3'564,596; resultado que se obtiene según los datos de valor del mercado, como son el valor bursátil más el valor de mercado de la deuda.

2.4.2. Análisis de riesgo

Luego de la confección de una valorización es relevante presentar un escenario probabilístico de todos los supuestos empleados para los flujos proyectados, considerando que no todos los inductores empleados (*value drivers*) se ejecutarían al 100 %. En el escenario probabilístico, los *value drivers* se comportan bajo una distribución normal mediante un ratio esperado y una desviación estándar de acuerdo a sus históricos registrados.

En la Tabla 43, se muestra el valor esperado y la desviación estándar para cada *value driver*. Para ello, se tomaron quinientos resultados distintos basados en una muestra aleatoria del

movimiento de los *value drivers*. Considerando la media y la desviación estándar de los resultados, se identificó que existe una baja probabilidad que la empresa sea menor al valor de mercado.

Tabla 43

Valor Esperado y Desviación Estándar en los Value Drivers para el Análisis de Riesgo

<i>Value drivers</i>	Crecimiento ventas		Costo de ventas	
	Variación interanual		Costo de venta/ventas	
Descripción del ratio	Esperado	Desviación estándar	Esperado	Desviación estándar
Línea de producto				
Leche evaporada	1.8 %	2.1 %	57.8 %	1.9 %
Leche UHT	0.6 %	2.1 %	86.8 %	2.8 %
Yogur	0.6 %	1.6 %	92.5 %	3.0 %
Quesos	1.9 %	10.6 %	59.3 %	1.9 %
Jugos y refrescos	17.3 %	1.5 %	73.9 %	2.4 %
Otros y derivados lácteos	8.8 %	2.0 %	73.9 %	2.4 %
Value drivers	Descripción del ratio	Esperado	Desviación estándar	
Gastos de ventas	Gastos de venta/ventas	8.39 %	0.6 %	
Gastos administrativos	Gastos admin./ventas	4.16 %	0.4 %	

2.4.3. Conclusiones

La empresa Gloria S.A. es el líder indiscutible dentro del sector, por lo tanto su objetivo es mantener ese liderazgo y para ello necesita implementar planes de acción tanto en el corto y largo plazo, dentro de estos planes se encuentra que para el 2017 y 2018 su facturación debe crecer entre 8 y 10%, así como construir nuevas plantas de producción en los departamentos con mayor acopio de leche cruda, otra de las prioridades de la empresa es ampliar las plantas de producción vigentes ya que de crecer los niveles de consumo per cápita se necesitaría más producción. Finalmente Gloria tiene como objetivo incrementar el volumen de sus exportaciones y una de las formas sería ingresando al mercado chino.

Durante el 2015 y 2016 Gloria S.A. ha modificado la composición de su financiamiento ya que la emisión de bonos pasó a ser el tipo de deuda que tiene mayor peso, esto debido a que los directivos de la empresa fijaron como estrategia financiera buscar el financiamiento del capital de trabajo con el corto plazo y los planes de inversión con endeudamiento a largo plazo. Otro de los objetivos financieros fue la búsqueda de financiamientos con el menor costo.

En relación a sus ratios de cobertura (ebitda/gastos financieros), estos han ido decreciendo de manera gradual durante los últimos 5 años llegando a tener un ratio mínimo de 6.87 en el 2016. Este indicador se ha debilitado constantemente debido a 2 razones, siendo una de ellas el incremento en gastos financieros durante los 2 últimos años debido a mayores inversiones en capex y la otra razón es por un incremento en sus gastos operativos y costos de producción.

Finalmente se ha llegado a encontrar un valor actual para la empresa a 10 años, cuyo valor es de S/3'014,684 con un precio de la acción de S/ 5.366, cabe precisar que el CCPP de 7.74% fue calculado con la capitalización de la empresa a valor de mercado (precio de la acción durante el 2016 es de S/ 6.8).

Dentro de la estructura óptima de capital llegamos a determinar que la empresa podría tener un mayor valor siempre y cuando su endeudamiento no supere los S/1'562,529, es decir la razón deuda capital debe ser como máximo el 40%, esta estimación nos indica que se debería trabajar con un CCPP óptimo de 7.62%.

Capítulo III: Plan Financiero

El plan financiero, como instrumento de la planificación financiera, permite analizar y distinguir los niveles de actuación de la empresa, el ciclo largo y el ciclo corto. En el ciclo largo, se concretan las estrategias de capital (presupuesto de inversión y financiación) y la estrategia financiera (políticas de financiamiento).

3.1. Objetivos y Metas del Plan

Gloria S.A., al implementar el plan financiero, hará realidad su estrategia y, la ejecución de la misma, convertirá en el objetivo general de la empresa crear valor para los accionistas o incrementar el valor de la empresa.

3.2. Propuestas e Implementación

Implementar las estrategias y las metas para poder generar valor con las decisiones financieras, de financiamiento y de inversión. Para generar valor es recomendable que se desarrolle el modelo de descuento de flujo de caja libre según el valor de mercado, ya que de determinar una mejor aproximación del valor creado, como se determinó en la Tabla 41 y Tabla 42.

3.2.1. Creación de un valor con las decisiones financieras

Mejoramiento de las inversiones a corto plazo (metas).

- Analizar el plazo promedio de inventarios en días. Según la Figura 33, se observa que Gloria S.A. tuvo una mayor rotación de inventarios en los años 2011 y 2012, pero, a partir del año 2013 hasta el 2016, tuvo una disminución en la rotación de inventarios, lo que sustenta que hubo una deficiencia en llevar los inventarios de la producción a la venta debido al incremento en el precio de las materias primas.

Plazo promedio de inventarios en días

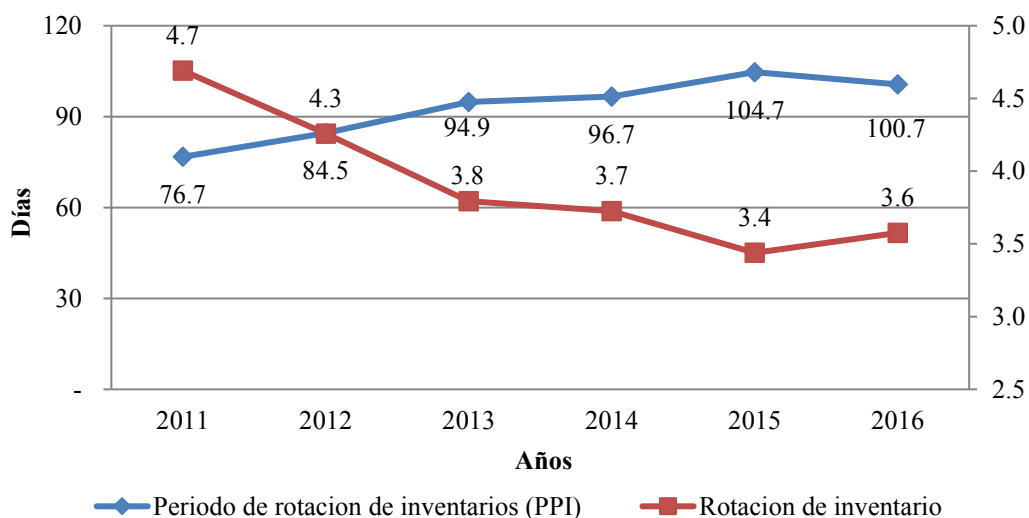


Figura 33. Plazo promedio de inventario en días de Gloria S.A. Adaptado de *Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2015 y 2014; 2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011]* junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Según la Tabla 44, se recomienda que Gloria S.A. aplique el método de inventarios just in time o justo a tiempo para administrar el inventario con eficiencia e incrementar el valor para la empresa. Al disminuir el periodo de rotación de inventarios (en días), se incrementa la rotación de inventarios como una estrategia expansiva de la empresa para implementar nuevas plantas y, mejorando el sistema de distribución de los productos, se incrementa el valor actual neto del flujo de caja libre.

Tabla 44

Análisis de Sensibilidad de PPI

PPI	76.73	84.55	91.50	94.89	96.66	104.69	100.68
VAN = 3'014,684	3'181,852	3'101,699	3'030,374	2'995,694	2'977,501	2'895,123	2'936,268

- Analizar el Periodo Promedio de Cobro (PPC): se observa en la Figura 34 que Gloria S.A., en los años 2011, 2012 y 2013, mejoró en los días de cobro a solo un día, y, por el contrario, en los años 2014, 2015 y 2016, se incrementó en dos días; es decir, no hubo una mejora en la rotación y días de conversión del inventario, tampoco la hubo en el cobro de la producción vendida.

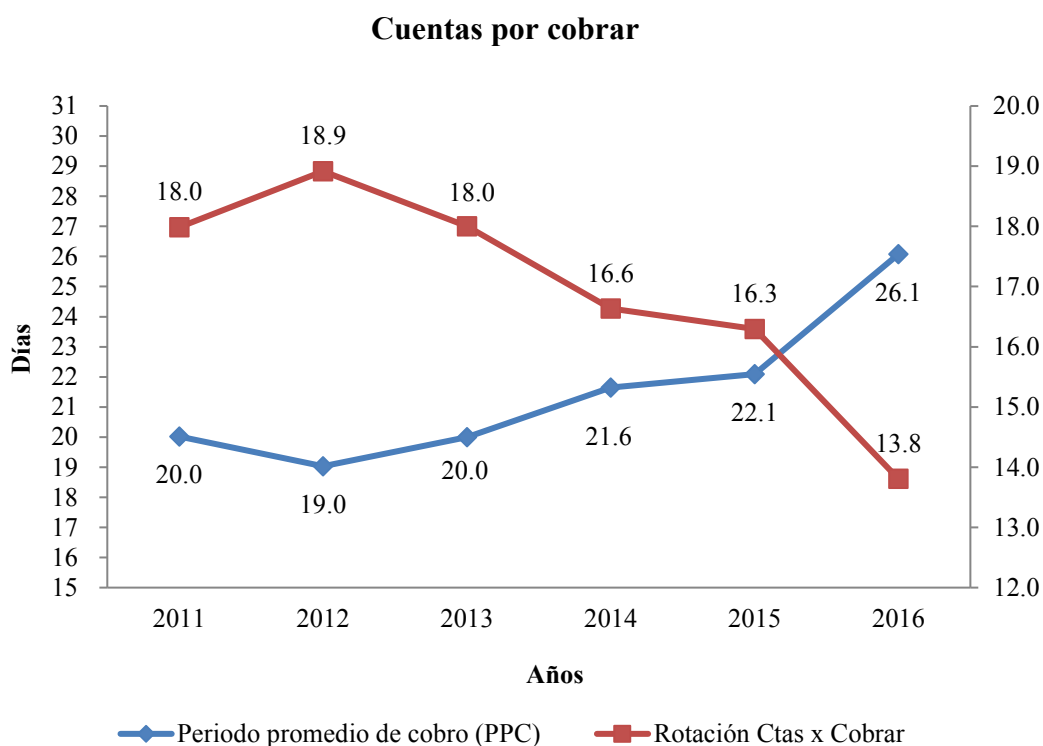


Figura 34. Periodo promedio de cobro de Gloria S.A. Adaptado de Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2015 y 2014; 2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011] junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Según la Tabla 45, se recomienda mejorar los resultados con una alta rotación con menos días de inventario y menos días de cobro, por lo tanto, la empresa Gloria S.A. debe mejorar sus políticas de rotación de activos. Con la mejora del poder adquisitivo por el crecimiento económico, se incrementa el valor actual neto del flujo de caja libre.

Tabla 45

Análisis de Sensibilidad de PPC

PPC	20.02	19.03	20.00	20.56	21.64	22.09	26.08
VAN = 3,014,684	3'035,634	3'049,789	3'035,887	3'027,896	3'012,293	3'005,876	2'948,574

Mejoramiento del ciclo de conversión del efectivo de Gloria S.A. (metas)

- Analizar el ciclo de conversión del efectivo: en la Tabla 46, se observa que el ciclo de conversión del efectivo para la empresa Gloria S.A. es de 80.72 días para el año 2016; periodo desde que la empresa adquirió los recursos para la producción hasta que cobraron los clientes. El ciclo disminuye si la empresa cuenta con un periodo de financiamiento por parte de los proveedores. Así, el ciclo de conversión bruto sería de 126.76 días y se le restaría los 46.04 días, obteniendo como resultado el ciclo neto que es de 80.72 días.

Tabla 46

Ciclo de Conversión del Efectivo

Gloria S.A.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Periodo de rotación de inventarios (PPI)	76.73	84.55	94.89	96.66	104.69	100.68
Periodo promedio de cobro (PPC)	20.02	19.03	20.00	21.64	22.09	26.08
Periodo promedio de pago (PPP)	37.29	36.04	41.04	43.96	52.02	46.04
Ciclo de conversión del efectivo	59.47	67.54	73.85	74.34	74.76	80.72

Se observa en la Figura 35 que el ciclo de conversión del efectivo de Gloria S.A. incrementó sus días desde el año 2011 hasta el 2016. Entonces, cuando aumenta el ciclo de conversión, no se incrementan los flujos de efectivo y no se genera el valor de la empresa. Por ello, es de suma importancia que la empresa Gloria S.A. tome acciones inmediatas sobre una administración eficiente de los activos corrientes.

Ciclo de conversión del efectivo de Gloria S.A.

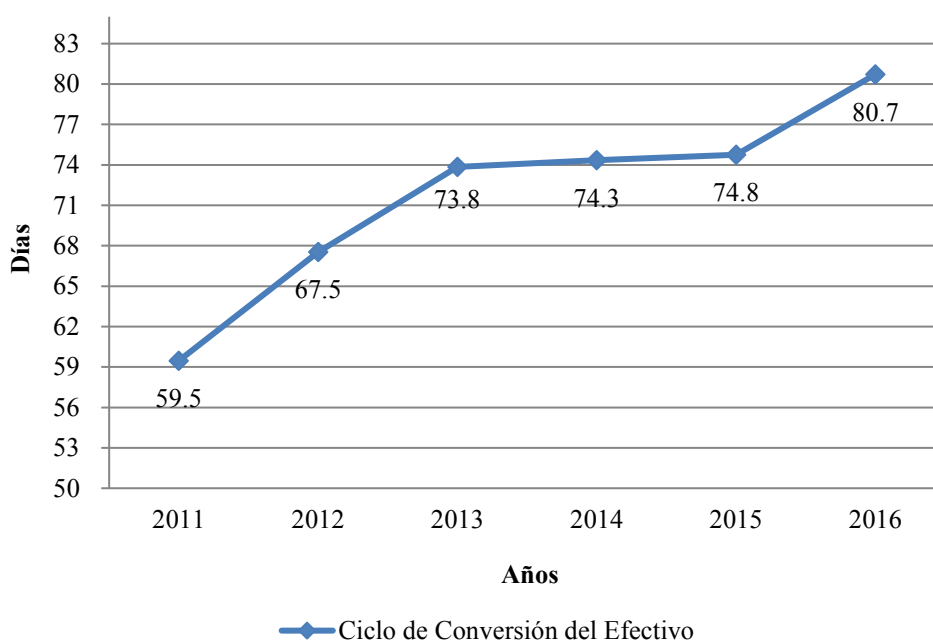


Figura 35. Ciclo de Conversión del Efectivo de Gloria S.A. Adaptado de Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2015 y 2014; 2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011] junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Para una reducción del ciclo de conversión del efectivo, se deben considerar las siguientes razones: disminuir el periodo de rotación de inventario, disminuir el periodo promedio de cobro y, por último, siempre y cuando no se incremente los costos o reduzca las ventas, incrementar el periodo promedio de pago según la Tabla 47 para que se aumente el valor actual neto del flujo de caja libre.

Tabla 47

Análisis de Sensibilidad de PPP

PPP	37.29	36.04	41.04	42.07	43.96	52.02	46.04
VAN = 3,014,684	2'958,812	2'946,079	2'997,316	3'007,896	3'027,303	3'109,968	3'048,594

3.2.2. Creación de un valor con las decisiones de financiamiento (metas)

Es necesario mejorar el apalancamiento financiero para incrementar la utilidad por acción y el valor de la empresa.

- Analizar una posible emisión de deuda propuesta a la estructura de capital óptima. En el Capítulo II, se demostró la estructura de capital óptima que produce el valor más alto de la empresa. A continuación, se ilustra el efecto de la estructura de capital sobre los rendimientos de los accionistas. Es importante realizar un análisis con mucho cuidado, por ejemplo, supóngase que la empresa Gloria S.A. no tuviera deuda en su estructura de capital óptima y considerara la emisión de deuda para recomprar una parte de sus acciones. Según la Tabla 48, se presenta su estructura de capital actual y la estructura de capital propuesta.

Tabla 48

Estructura Financiera de Gloria S.A.

	Actual	Propuesta
Activos	S/2'867,009	S/2'867,009
Deuda	-	S/1'419,025
Capital (valor de mercado y valor en libros)	S/2'867,009	S/1'447,984
Coefficiente de endeudamiento	-	0.98
Tasa de interés	6.38 %	6.38 %
Valor de mercado por acción	S/6.80	S/6.80
Acciones en circulación	421,619	212,939

Nota. Adaptado de *Finanzas corporativas* (Ross et al., 2012a). Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

Al 31 de diciembre de 2016, existieron 421,619 millones de acciones totalmente financiadas con acciones, lo cual implicó un precio de mercado de S/6.80 soles por acción. Por lo tanto, los activos de la empresa, según el valor de mercado, fueron de S/2'867,009. Cabe recordar que el valor de la empresa de acuerdo con el método de descuento de flujo de caja libre fue de S/3'014,958.

Se consideran las políticas de financiamiento de la empresa Gloria S.A. donde viene administrando el riesgo de la estructura de capital bajo el ratio de apalancamiento, usando la relación deuda entre patrimonio, la misma que trata de mantener alrededor del 100 %. Por lo tanto, considerando sus políticas de financiamiento, la emisión de la deuda propuesta es de S/1'419,025, que se aproxima a la deuda óptima de la estructura de capital. Como resultado, su capital accionario sería de S/1'447,984. Se considera en su estructura de capital propuesta la deuda con una tasa de interés de 6.38 % según la estimación del costo de la deuda y del vencimiento medio ponderado de la deuda.

Las Tablas 49 y 50 muestran que el efecto del apalancamiento financiero depende de las utilidades de Gloria S.A. antes de intereses.

Tabla 49

Estructura del Capital Actual de Gloria S.A. (sin Deuda)

		Estructura de capital actual sin deuda S/		
		Recesión	Esperado	Expansión
Utilidades	(EBIT)	S/297,540	S/392,995	S/542,481
Intereses		-	-	-
Utilidad operativa		S/297,540	S/392,995	S/542,481
Impuestos 30 %		S/89,262	S/117,899	S/162,744
Utilidad neta		S/208,278	S/275,097	S/379,737
Rendimiento sobre los activos (ROA)		7.26 %	9.60 %	13.25 %
Rendimientos sobre el capital (ROE)		7.26 %	9.60 %	13.25 %
Utilidades/capital				
Utilidades por acción (UPA)		S/0.49	S/0.65	S/0.90

Nota. Adaptado de *Finanzas corporativas* Ross et al., 2012a). Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

En la Tabla 50, se muestra el efecto de las condiciones económicas ante una posible crisis económica sobre la utilidad por acción (UPA).

Tabla 50

Estructura del Capital Propuesto de Gloria S.A. (con Deuda)

	Recesión	Esperado	Expansión
Utilidades (EBIT)	S/297,540	S/392,995	S/542,481
Intereses	90,534	90,534	90,534
Utilidad operativa	S/207,006	S/302,461	S/451,947
Impuestos 30%	S/62,102	S/90,738	S/135,584
Utilidad neta	S/144,904	S/211,723	S/316,363
Rendimiento sobre los activos (ROA)	5.05 %	7.38 %	11.03 %
Rendimientos sobre el capital (ROE)	10.01 %	14.62 %	21.85 %
Utilidades/capital			
Utilidades por acción (UPA)	S/0.68	S/0.99	S/1.49

Nota. Adaptado de *Finanzas corporativas* (Ross et al., 2012a). Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

Apalancamiento financiero UPS y EBIT de Gloria S.A. Como se puede observar, las utilidades por acción según la estructura de capital propuesto con deuda son mayores que las de la estructura de capital actual sin deuda. En la Figura 36, la línea punteada representa la emisión de la deuda propuesta y es más alta que la pendiente de la estructura de capital actual sin deuda. Esto ocurre porque Gloria S.A., cuando se apalanca, tiene menos acciones en circulación, y, cuando se incrementan las utilidades antes de intereses (UAI) y las utilidades netas, su efecto conduce a un mayor incremento en las utilidades por acción (UPA); es decir, el incremento de las utilidades se distribuyen entre un menor número de acciones.

Apalancamiento financiero UPA y UAI de Gloria S.A.

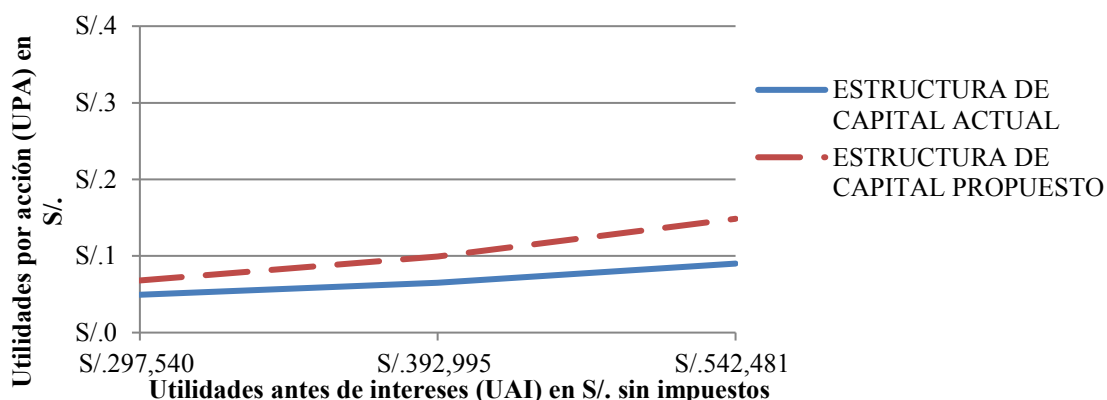


Figura 36. Apalancamiento financiero UPS y UAI de Gloria S.A. Adaptado de *Finanzas corporativas* (Ross et al., 2012a). Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

Estrategias para incrementar el ROE. El rendimiento sobre el capital de Gloria S.A. en el año 2016 tuvo un descenso del 13.51 % en comparación al año 2015, como se observa en la Figura 37. Gloria S.A. en el 2012 alcanzó su mayor rentabilidad sobre su capital y desde el año 2013 al 2016 presenta una tendencia a la baja que puede ser por aspectos ajenos a la empresa, como por ejemplo, la inflación, que afecta directamente a los gastos de operación y disminuye la posibilidad del efectivo, lo que ocasiona el incremento a los requerimientos de recursos para su inversión y aumenta el valor de los intervalos y cuentas por cobrar.

Rendimiento sobre el capital (ROE) - Gloria

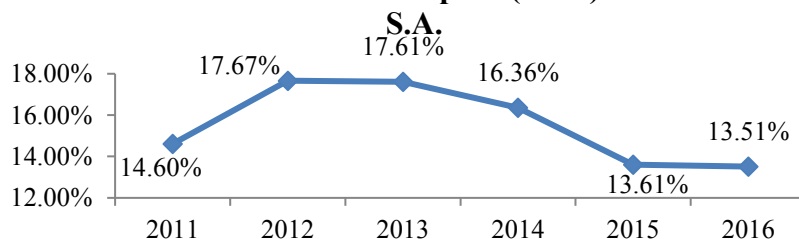


Figura 37. Rendimiento sobre el capital (ROE) Gloria S.A. Adaptado de *Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2016 y de 2015 [2015 y 2014; 2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011]* junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Los directores financieros de Gloria S.A. para poder incrementar los valores del ROE deben analizar y calcular bajo el método DuPont según la Tabla 51. Por lo tanto, para incrementar el ROE, se recomienda aumentar la rotación de los activos, incrementar el margen de utilidad y aumentar el efecto multiplicador.

Tabla 51

Desglose de la Identidad DuPont de Gloria S.A., Laive S.A. y el Sector

Gloria S.A.							
Periodo	ROE	=	Margen de utilidad	×	Rotación de los activos totales	×	Multiplicador del capital
2011	14.60 %	=	7.60 %	×	1.13	×	1.70
2012	17.26 %	=	8.61 %	×	1.15	×	1.74
2013	17.30 %	=	8.26 %	×	1.19	×	1.77
2014	15.86 %	=	7.32 %	×	1.17	×	1.85
2015	13.37 %	=	6.08 %	×	1.11	×	1.98
2016	13.53 %	=	6.11 %	×	1.13	×	1.96
Laive S.A.							
Periodo	ROE	=	Margen de utilidad	×	Rotación de los activos totales	×	Multiplicador del capital
2012	9.08 %	=	3.05 %	×	1.53	×	1.95
2013	8.07 %	=	2.51 %	×	1.64	×	1.96
2014	8.89 %	=	2.88 %	×	1.58	×	1.96
2015	4.99 %	=	1.83 %	x	1.32	x	2.07
2016	5.21 %	=	1.84 %	×	1.35	×	2.10
Sector lácteo							
Periodo	ROE	=	Margen de utilidad	×	Rotación de los activos totales	×	Multiplicador del capital
2012	15.91 %	=	8.11 %	×	1.14	×	1.72
2013	17.29 %	=	8.44 %	×	1.17	×	1.75
2014	16.60 %	=	7.79 %	×	1.18	×	1.81
2015	14.64 %	=	6.70 %	x	1.14	x	1.92
2016	13.46 %	=	6.10 %	×	1.12	×	1.97

Nota. Adaptado de *Finanzas corporativas* (Ross et al., 2012a). Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

3.2.3. Creación de un valor con las decisiones de inversión

Analizar el crecimiento sostenible y los fondos externos requeridos. Crear valor en función a las decisiones de inversión es el *driver* de valor más importante. Esta decisión se caracteriza por ser irreversible, a diferencia de las decisiones de financiamiento que pueden revertirse constantemente cambiando deuda por acción o viceversa.

Inversionistas extranjeros se vienen enfocando en el sector lácteos por sus perspectivas de crecimiento para los próximos cinco años, ya que se estima su crecimiento en promedio del 4.79 % al 5.21 % anual según la Tabla 5, correspondiente del periodo 2011 al 2016. La creación de valor con la decisión de inversión es invertir el capital con un rendimiento superior al costo de este; por lo tanto, Gloria S.A. debe enfocarse en el abastecimiento interno considerando que el mercado nacional se ve impulsado hacia un mayor consumo de leche per cápita para el año 2021.

La Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) recomienda que los peruanos deben consumir en promedio 120 litros de leche al año, niveles similares a otros países vecinos. Para poder identificar el mercado potencial del sector lácteo, se debe analizar la Tabla 52, en la que se observa que el consumo per cápita de leche tiene una tendencia creciente moderada, y si Perú quiere llegar al Bicentenario consumiendo los 120 litros de leche por persona al año, necesariamente el sector lácteo tendría que duplicar su producción de leche y crecer a un ritmo del 11.5 % anual. Y con el objetivo de crear valor con las decisiones de inversión, la producción nacional deberá de producir 3.99 millones de toneladas al 2021 (ver Tabla 53) cuando su producción nacional al 2016 es de 1.95 millones de toneladas.

Tabla 52

Matriz de Comportamiento Lácteo en el Perú

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Referencia: Población nacional	29'461,933	29'797,694	30'135,875	30'475,144	30'814,175	31'151,643
Tabla 12 Vacas en ordeño	789,704	805,070	847,265	859,468	877,098	878,449
Tabla 12 Producción de leche cruda (Tm)	1'678,372	1'755,529	1'790,670	1'807,806	1'840,226	1'893,271
Tabla 12 Productividad de vacas en ordeño (kg)	2,125	2,181	2,113	2,103	2'098.09	2'155.24
Tabla 10 Ingreso de leche a plantas	955,820	926,544	926,599	976,472	1'017,167	1'007,767
Terneraje	151,053	157,998	161,160	162,703	165,620	170,394
Leche no industrial	571,498	670,987	702,910	668,632	657,439	715,110
Importaciones (Tm fluida)	405,818	378,936	656,469	465,647	618,619	572,226
Exportaciones (Tm fluida)	144,543	150,441	161,348	163,460	158,952	144,665
Consumo per cápita	60.71	61.28	70.50	63.90	69.26	69.03
Demanda interna total	1'788,593	1'826,026	2'124,631	1'947,290	2'134,273	2'150,438
Abastecimiento interno	85 %	87 %	77 %	84 %	78 %	80 %
Abastecimiento externo	15 %	13 %	23 %	16 %	22 %	20 %
Insumos importados (Tm fluida)	353,571	322,042	598,484	405,821	563,133	513,163
Porcentaje industrial	27 %	26 %	39 %	29 %	36 %	34 %

Nota. Adaptado de *Estadísticas* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2017). Recuperado de <http://www.asganaderoslima.org/estadisticas>

El consumo per cápita de leche para el año 2016 es de 70 y 80 (kg/hab/año), lo que en comparación con otros países vecinos es bajo y este debe aumentar. Considerando la tasa de crecimiento agresivo del 11.5 % (ver Tabla 53) en la producción de leche o productividad de vaca en ordeño, se proyecta que el rendimiento para el año 2017 sea de 2,608 (kg/vaca/año) y, para el año 2021, se estaría alcanzando el rendimiento de 4,032 (kg/vaca/año). Para obtener los resultados de la tasa de crecimiento agresivo del rendimiento de (kg/vaca/año) del 11.5 %, es necesario tomar acciones de inmediato que ayuden a mejorar la productividad de los ganados, como por ejemplo, implementando mejoras tecnológicas en su alimentación, garantizando el buen manejo reproductivo del ganado (mejoramiento genético) y la reducción de costos en cuanto a los alimentos balanceados que se les proporciona para su desarrollo.

También, en la Tabla 53, se observan los resultados esperados para el Bicentenario (consumir 120 litros de leche por persona al año). Para obtener los resultados del consumo per

cápita, se consideraron varios factores, como por ejemplo, la tasa de crecimiento geométrico medio anual de la población nacional, que fue de 1.3 % según el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) para el año 2016, y la tasa de crecimiento promedio de vacas en ordeño, que fue de 2.01%.

Tabla 53

Proyección de la Matriz de Comportamiento Lácteo en el Perú

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Población nacional	31'556,614	31'966,850	32'382,419	32'803,391	33'229,835	33'661,823
Vacas en ordeño	895,090	913,450	932,188	951,310	970,824	990,738
Producción nacional (t)	2'093,941	2'382,637	2'711,135	3'084,924	3'510,248	3'994,213
Productividad de vacas de ordeño (kg)	2,339	2,608	2,908	3,243	3,616	4,032
Ingreso de leche a plantas	1'157,405	1'316,979	1'498,553	1'705,162	1'940,255	2'207,762
* Terneraje	180,526	196,774	214,483	233,787	254,827	277,762
Leche no industrial	756,010	868,884	998,099	1'145,976	1'315,166	1'508,689
Importaciones (t fluida)	606,247	594,122	582,239	570,595	559,183	547,999
Exportaciones (t fluida)	160,542	162,147	163,769	165,406	167,060	168,731
Consumo per cápita	75	82	90	99	110	122
Demanda interna total	2'359,120	2'617,838	2'915,123	3'256,326	3'647,543	4'095,719
Abastecimiento interno	81 %	83 %	86 %	88 %	89 %	91 %
Abastecimiento externo	19 %	17 %	14 %	12 %	11 %	9 %

Nota. Adaptado de *Estadísticas* (Asociación de Ganaderos de Lima, 2017). Recuperado de <http://www.asganaderoslima.org/estadisticas>

Teniendo en cuenta los antecedentes de las tablas 52 y 53, donde data el consumo per cápita y el crecimiento de la industria láctea, Gloria S.A. debe expandir su mercado potencial en el abastecimiento interno. Esto muestra la interacción entre el crecimiento de las ventas y la política financiera. Es decir, a medida que aumentan las ventas totales, también se incrementan los activos totales, por lo que, el área de finanzas de esta empresa debe pronosticar el crecimiento de las ventas considerando que tiene que crear valor en las decisiones de inversión y en activos fijos para dar soporte a los niveles de ventas más altos. Cuando dichos activos fijos se incrementan en función a la tasa de crecimiento de las ventas, también se incrementan los pasivos y el capital, pero no a la misma proporción de la tasa de crecimiento de las ventas. Es

importante resaltar la manera en que cambian los pasivos, y el capital de los accionistas depende de sus políticas de financiamiento y de sus políticas de dividendos.

Ross et al. (2012a), en su libro *Finanzas corporativas*, afirmaron: “La administración establece el monto de endeudamiento a largo plazo, y este no necesariamente se relaciona en forma directa con el nivel de ventas” (Ross et al., 2012a, p. 63). El modelo del plan financiero a aplicar a la empresa se basa en el método del porcentaje de ventas; la idea básica es separar las cuentas del estado de resultados y del balance general en dos grupos, los que varían en forma directa con las ventas y los que no lo hacen.

Primero, para poder desarrollar el método del porcentaje de las ventas es importante identificar los *inputs*, en la Tabla 54, se estima el promedio de la tasa de crecimiento de las ventas proyectadas del flujo de caja libre (ver Tabla 37). Las ventas para el año 2016 fueron de S/3'534,533, y las ventas proyectadas para el 2017, de S/3'703,837. Esta variación se estima del 4.79 % y se considera como la tasa de crecimiento de las ventas para el presente método. La razón de pago de dividendos del 72.61 % y la adición de las utilidades retenidas del 27.39 % se determinaron en base al estado de resultados del año 2016.

Tabla 54

Inputs para el Método del Porcentaje de Ventas

Inputs para el modelo del plan financiero	
Crecimiento de las ventas (Según FCL)	4.79 %
Costo de las ventas	74.45 %
Tasa de impuesto	28 %
Razón de pago de dividendos (b)	72.61 %
Adición de las utilidades retenidas	27.39 %

Segundo, se tiene que separar las cuentas del estado de resultados y del balance general en dos grupos, los que varían en forma directa con las ventas y los que no lo hacen. En la Tabla

54, se proyecta un incremento del 4.79 % de las ventas para el año siguiente. Se estima el costo de ventas de 74.45 % según el costo de ventas totales entre los ingresos totales del año 2016 y los gastos de operación y otros ingresos (gastos) se incrementan en función a la tasa de crecimiento de las ventas. Con este supuesto, el margen de utilidad proyectado es de S/250,116 millones.

Es necesario proyectar el pago de dividendos y las utilidades retenidas en base a la utilidad neta proyectada y a los datos de la Tabla 55. La razón de retención es igual a 1 menos la razón de pago de dividendos, ya que todo lo que no se paga se retiene y la razón de retención proyectada es de S/68,518 millones.

Tabla 55

Estado de Resultado Proyectado 2017

Gloria S.A.		
Estado de resultado proyectado 2017 en S/ (000)		
	2015	Proyectado - 2017
Total ingresos	3'534,533	3'703,837
Total costo de ventas	- 2'631,358	-2'757,400
<i>Utilidad bruta</i>	903,175	946,437
Gastos de operación:	-510,180	-534,618
<i>Utilidad operativa</i>	392,995	411,819
Otros ingresos (gastos):	-61,491	-64,436
<i>Utilidad antes de impuesto a las ganancias</i>	331,3504	347,383
Gasto por impuesto a las ganancias	-115,446	-97,267
Utilidad neta y resultado integral del ejercicio	216,058	250,116
Distribución de dividendos	156,870	181,598
Adición de las utilidades retenidas	59,188	68,518

Nota. Adaptado de *Financiamiento externo y crecimiento* (Ross, Westerfield & Jaffe, 2012b).

Tercero, para proyectar el estado de situación financiera, solo algunos rubros varían directamente con las ventas. Estos rubros o partidas son los activos corrientes y no corrientes. Como se observa en la Tabla 56, cada una de las partidas se expresa como un porcentaje de ventas del año 2016. Por ejemplo, en el lado de los activos corrientes, las existencias son iguales a 18.78 % de las ventas del año 2016, y en el lado de los activos no corrientes, la partida total

activos no corrientes es del 48.75 % de las ventas del año 2016. La razón de intensidad de capital o razón de activos totales entre ventas totales es de 88.48 %, también conocido como razón de rotación de activos totales. La proyección de las partidas se realiza de las ventas proyectadas por el porcentaje de las ventas.

Tabla 56

Estado de Situación Financiera Proyectado 2017

Gloria S.A. Estado de situación financiera proyectado 2017 (en miles de S/)			
	2016	Porcentaje de las ventas	Año próximo 2017
Activo			
Activos corrientes			
Efectivo y equivalente de efectivo	49,342	1.40 %	51,705
Cuentas por cobrar comerciales (terceros)	299,202	8.47 %	313,534
Cuentas por cobrar comerciales (relacionadas)	196,361	5.56 %	205,767
Otras cuentas por cobrar a entidades relacionadas	161,905	4.58 %	169,660
Otras cuentas por cobrar	26,994	0.76 %	28,287
Existencias	663,725	18.78 %	695,517
Gastos pagados por anticipado	6,278	0.18 %	6,579
Total activos corrientes	1'403,807	39.72 %	1'471,049
Activo no corriente			
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	-	0.00 %	-
Otras cuentas por cobrar	1,244	0.04 %	1,304
Inversiones en subsidiarias	174,842	4.95 %	183,217
Propiedades de inversión	41,688	1.18 %	43,685
Propiedades, planta y equipo, neto	1'488,492	42.11 %	1'436,226
Activos intangibles, neto	16,968	0.48 %	17,781
Total activos no corrientes	1'723,234	48.75 %	1'680,909
Total activos	3'127,041	88.47 %	3'151,958

Nota. Adaptado de *Financiamiento externo y crecimiento* (Ross et al., 2012b).

En el lado derecho del estado de situación financiera según la Tabla 57, la partida correspondiente a cuentas por pagar terceros varía con las ventas. Cuando las cuentas o partidas no varían de forma directa con las ventas, se denota “no aplicable” (N/A). Con respecto a la partida de resultados acumulados proyectados, es la suma del periodo 2016 más las utilidades retenidas proyectadas de la Tabla 55.

Tabla 57

Estado de Situación Financiera Proyectado 2017

Gloria S.A. Estado de situación financiera proyectado 2017 (en miles de S/)			
	2016	Porcentaje de las ventas	Año próximo 2017
Pasivo y patrimonio			
Pasivos corrientes			
Obligaciones financieras	195,278	N/A	195,278
Cuentas por pagar comerciales (terceros)	223,977	6.34 %	234,705
Cuentas por pagar comerciales (relacionadas)	76,656	N/A	76,656
Otras cuentas por pagar a entidades relacionadas	5,176	N/A	5,176
Pasivos por impuestos a las ganancias	-	N/A	-
Otras cuentas por pagar	291,410	N/A	291,410
Total pasivos corrientes	792,497	N/A	803,225
PASIVOS NO CORRIENTES			
Obligaciones financieras	640,067	N/A	640,067
Pasivo por impuesto a la ganancia diferido	95,635	N/A	95,635
Cuentas por pagar comerciales y otras	2,280	N/A	2,280
Total pasivos no corrientes	737,982	N/A	737,982
Total pasivos	1'530,479	N/A	1'595,851
PATRIMONIO			
Capital social emitido	382,502	N/A	382,502
Acciones de inversión	39,117	N/A	39,117
Reserva legal	76,500	N/A	76,500
Resultados acumulados	1'098,443	N/A	1'166,961
Total patrimonio	1'596,562	N/A	1'665,080
Total pasivos y patrimonio	3'127,041	N/A	3'206,287

Nota. Adaptado de *Finanzas corporativas* (Ross et al., 2012a). Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

En el supuesto de que la empresa no desee vender nuevas acciones de capital y, con los estados financieros proyectados, se puede estimar el financiamiento externo requerido para la expansión del negocio. Este modelo de planeación financiera permite hacer un análisis de tres partes: primero, si la empresa tendrá que solicitar un préstamo o emitir bonos, se estima el financiamiento externo requerido para la empresa Gloria S.A. de S/55,548 millones, cuyo

resultado se obtiene de la resta de los activos totales proyectados de S/3'150,739 menos el total de pasivos y patrimonio proyectado de S/3'206,287 (ver tablas 56 y 57).

La segunda parte comprende el incremento de los activos proyectados. Por lo tanto, a una tasa de crecimiento de las ventas del 4.79 %, se estima que el total de activos proyectados de S/3'150,739 menos los activos totales del periodo anterior de S/3'127,041 dan como resultado una variación en los activos de S/23,698 millones; este resultado permite hacer un análisis sobre a qué tasa de crecimiento la empresa debe enfocarse. Por último, la tercera parte es la adición a las utilidades retenidas en base a la utilidad neta proyectada. Con el objetivo de reducir la razón deuda a capital, se obtiene como resultado la nueva deuda total proyectada de S/1'485,659. Este resultado se logra de la suma de los pasivos espontáneos de S/1'541,207 más el financiamiento externo requerido de S/ -55,548. La razón deuda a capital en el año 2016 de Gloria S.A. fue de 0.96 y con la suma del pasivo espontáneo más el financiamiento externo requerido su nueva razón deuda a capital sería de 0.93; de este modo, la razón deuda a capital disminuye un poco.

Se observa que, en la Tabla 58, la sensibilidad de la tasa de crecimiento de las ventas es del 4.79 %, la tasa de crecimiento interno de 1.93 %, la tasa de crecimiento sustentable de 3.85 % y la tasa de crecimiento agresivo de la producción de leche de 11.50 %. Asimismo, se debe examinar la razón de deuda a capital y ver si los niveles proyectados son de beneficio para la empresa; por ejemplo, si las tasas de crecimiento más o menos bajas para la empresa Gloria S.A. tendrá un superávit y su razón deuda a capital tenderá a disminuir y, cuando su tasa de crecimiento se incremente a 9 %, el superávit se convierte en déficit. También cuando su tasa de crecimiento es agresivo su razón deuda a capital puede sobrepasar su valor original de 1.0.

Tabla 58

Crecimiento Sostenible y Fondos Externos Requeridos

Crecimiento proyectado de las ventas	Incremento en los activos	Adición a las utilidades retenidas	Financiamiento externo requerido (FER)	Razón deuda a capital
0 %	-54,728	65,386	-120,114	0.92
1 %	-38,355	66,040	-106,635	0.92
2 %	-21,982	66,694	-93,156	0.92
3 %	-5,609	67,348	-79,676	0.92
4 %	10,764	68,001	-66,197	0.92
5 %	27,137	68,655	-52,717	0.93
6 %	43,510	69,309	-39,238	0.93
7 %	59,883	69,963	-25,759	0.93
8 %	76,256	70,617	-12,279	0.93
9 %	92,629	71,271	1,200	0.93
10 %	109,002	71,925	14,680	0.93
11 %	125,375	72,578	28,159	0.93
12 %	141,748	73,232	41,639	0.93
13 %	158,121	73,886	55,118	0.93
14 %	174,494	74,540	68,597	0.93

Nota. Adaptado de *Finanzas corporativas* (Ross et al., 2012a). Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

Cuando se incrementa la tasa de crecimiento proyectado de las ventas del 10%, 11% o 12%, el superávit se convertirá en un déficit de donde su financiamiento externo requerido sería de S/41,639. Como se aprecia, la necesidad de activos nuevos crece a una tasa mucho más rápida que la adición a las utilidades retenidas y, por lo tanto, el financiamiento interno proporcionado por la adición a las utilidades retenidas desaparece rápidamente.

Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones

4.1. Conclusiones

El mercado lácteo en el Perú ha sido uno de los sectores que ha venido creciendo con tasas superiores al 5.4% anual durante los 5 últimos, debido a que los consumidores se han inclinado por tener una vida más sana y saludable, es por ello que el consumo per cápita se ido incrementando de manera gradual.

Este incremento en el consumo de leche ha obligado a las empresas del sector a estar más orientadas a la constante inversión en tecnología y al continuo desarrollo de nuevos productos, nuevas líneas, nuevas marcas, nuevas presentaciones, es decir las empresas han cambiado al ritmo de las exigencias del mercado.

Gloria S.A. cuenta actualmente con una participación del 84.8 % en el mercado de leche evaporada. Este producto, en sus diversas marcas y presentaciones, es el que mayor relevancia tiene en los mercados, representando el 56.30 % de sus ingresos, incluyendo sus exportaciones al cierre del año 2016.

La empresa mantiene un sólido posicionamiento en el mercado, gracias a su fuerte reconocimiento de marca y su gran red de distribución a nivel nacional, permitiéndoles mantener una integración vertical de sus procesos que van desde el acopio de la leche fresca hasta la producción y comercialización de sus productos, es así que mantiene una estrecha relación con los ganaderos quienes son sus principales proveedores de leche fresca.

Por otro lado, Gloria S.A. mantiene indicadores de endeudamiento y ratios de cobertura aún favorables, es decir que a pesar de sus constantes incrementos en sus niveles de deuda, la empresa aún presenta indicadores sólidos para su sector, otorgándole una holgada posición financiera.

De acuerdo al análisis realizado la empresa Gloria S.A. no viene manejando de manera óptima sus indicadores de gestión ya que el PPI y el PPC se han incrementado en los 5 últimos años, por ende el efecto se traslada directamente al CCE el cual también se ha incrementado, de esta manera no se está optimizando el capital de trabajo de la empresa.

Finalmente, las continuas tendencias decrecientes del ROE (2012-2016) han tenido un impacto significativo en el valor de la empresa. Estos cambios se han dado principalmente por no usar los márgenes del negocio de manera eficiente (en cuanto a su estructura de costos), también es necesario recalcar que la rotación de activos de la empresa no ayudo a fortalecer el ROE principalmente por una débil crecimiento en ventas versus el crecimiento de sus activos.

4.2. Recomendaciones

Se recomienda realizar de manera inmediata una disminución en el CCE (ciclo de conversión de efectivo), para manejar de manera más eficiente los recursos del corto plazo, esto se puede mejorar aplicando cambios en el PPI con el método de inventarios justo a tiempo (just in time), por otro lado también es necesario revisar la logística de la cadena de distribución a nivel nacional ya que podría ser una de las falencias para mantener una baja rotación de inventarios y por ende la permanencia de la mercadería seria mayor.

Lo recomendado anteriormente también está relacionado con el PPC, es decir las mejoras a implementar estarían vinculados directamente con sus políticas de cobranza, es por ello que se deberían implementar políticas de pronto pago que conlleva a descuentos en sus diversas líneas de productos. Cabe precisar que años atrás la empresa dio impulso a esta medida.

Se recomienda buscar alianzas estratégicas con los principales canales de distribución que son principalmente los grandes supermercados y grandes mayoristas a nivel nacional, para que de esta forma se pueda distribuir y cobrar manejando los tiempos adecuados.

Es importante mantener la nueva composición de la deuda (mayor proporción en bonos) ya que esto nos permite direccionar bien los recursos tanto para el capital de trabajo en el corto plazo y también para definir el financiamiento en bienes de capital que son a mediano y largo plazo.

Se recomienda que la empresa realice una revisión muy exhaustiva en toda su línea de productos en cuanto a la composición de las mismas, para que no vuelva a suceder lo que paso con Panamá (vender leche evaporada cuando en realidad no lo es), ya que estos tipos de noticias generan mucha desconfianza en el consumidor y por ende afecta el valor de la Cía. Este análisis permite a la empresa a minimizar los riesgos en referencia a los costos indirectos de quiebra ya que estos afectan directamente al EBITDA para los casos de valorización.

El mejoramiento en el ROE debe estar comprometido directamente en buscar mejoras en cuanto a la eficiencia operativa y eficiencia en el uso de los activos ya que son los principales componentes. Es por ello que se propone mantener un adecuado manejo en cuanto a los costos de producción y gastos operativos, sin tener que dejar de lado a un crecimiento sostenible de las ventas.

Finalmente se propone realizar una planificación a largo plazo a través del método del porcentaje de crecimiento en ventas, donde todas las variables están relacionadas directamente con las ventas tal como se explicó en el capítulo 3. Al aplicar la tasa de crecimiento moderado de 4.29 %, su razón deuda a capital tiende a disminuir de 0.98 a 0.96, y cuando su tasa de crecimiento es agresivo, su razón deuda a capital puede sobrepasar su valor original de 1.0.

Referencias

- Asociación de Ganaderos de Lima. (2016). *Leche en polvo descremada - participación %*. Recuperado de <https://goo.gl/V9OUc9>
- Asociación de Ganaderos de Lima. (2017, 22 de abril). *Estadísticas*. Recuperado de <http://www.asganaderoslima.org/estadisticas>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2017, 22 de abril). *Cuadros anuales históricos*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anuales-historicos.html>
- Centrum. (2013). *Reportes financieros Centrum Bur Kenroad Latinoamérica (Perú)*. Recuperado de <https://goo.gl/YpculX>
- Court, E. (2012). *Finanzas Corporativas* (2 ed.). Buenos Aires, Argentina: Cengage Learning.
- Class & Asociados S.A. (2016). *Fundamento de clasificación de riesgo*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/006166/20170531184801/INFORME32CLASS32GLORIA32DICIEMBRE322016.PDF>
- Damodaran. (2017). *Data archives*. Recuperado de <https://goo.gl/t32YgT>
- El mercado de productos lácteos en el Perú continuará en crecimiento. (2015, enero). *América Retail*. Recuperado de <https://goo.gl/4235Bf>
- Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A. (2016). *Informe de clasificación. Gloria S.A.* Recuperado de <http://www.equilibrium.com.pe/Gloria.pdf>
- Gloria S.A. (2012). *Gloria S.A. Memoria anual 2012*. Recuperado de <http://www.bvl.com.pe/hhii/006166/20130225175601/MEMORIA32DE32GLORIA322012.PDF>
- Gloria S.A. (2013). *Gloria S.A. Memoria anual 2013*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%202013.pdf>

- Gloria S.A. (2015). *Gloria S.A. Memoria anual 2015*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%202015.pdf>
- Gloria S.A. (2016). *Gloria S.A. Memoria anual 2016*. Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%202016.pdf>
- Ministerio de Agricultura y Riego. (2016). *Boletín estadístico de producción. Agrícola, pecuaria y avícola*. Recuperado de <https://goo.gl/GLPj6K>
- Paredes, Burga & Asociados. (2012). *Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima, Perú: Gloria S.A.
- Paredes, Burga & Asociados. (2013). *Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2013 y de 2012 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima, Perú: Gloria S.A.
- Paredes, Burga & Asociados. (2015). *Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2014 y de 2013 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima, Perú: Gloria S.A.
- Paredes, Burga & Asociados. (2016). *Gloria S.A. Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2015 y de 2014 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Recuperado de <https://goo.gl/UpLEv8>
- Peruanos ya consumen 80 litros de leche al año, aunque FAO recomienda 130. (2014, mayo). *Perulactea*. Recuperado de <https://goo.gl/AIyIcU>
- Ross, S. Westerfield, R. & Jaffe, J. (2012a). *Finanzas corporativas*. Recuperado de <https://rosirismendoza.files.wordpress.com/2014/04/libro-finanzasross.pdf>

Ross, S. Westerfield, R. & Jaffe, J. (2012b). *Financiamiento externo y crecimiento*. México D.F., México: McGraw Hill Educación.

Sistema Integrado de Estadística Agraria. (2017). *Anuario estadístico de producción pecuaria y avícola*. Recuperado de http://siea.minagri.gob.pe/siea/sites/default/files/anuario-agricola-ganadera2016_2.pdf

Superintendencia del Mercado de Valores. (2016). *Estados de situación financiera*.

Gloria S.A. Recuperado de <https://goo.gl/QpKRKt>



Apéndices

Apéndice A: Estado de resultados de Gloria S.A. (en miles de S/)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Ventas de bienes	3'480,412	3'465,126	3'305,854	2'992,738	2'777,492	2'529,996
Ventas de servicios	54,121	54,636	41,591	44,197	29,199	36,416
Total ingresos de actividades ordinarias	3'534,533	3'519,762	3'347,445	3'036,935	2'806,691	2'566,412
Costo de ventas de bienes	-2'581,405	-2'662,407	-2'540,150	-2'199,501	-2'083,266	-1'956,187
Costo de ventas de servicios	-49,953	-51,521	-38,847	-42,851	-28,272	-34,668
Total costo de ventas	-2'631,358	-2'713,928	-2'578,997	-2'242,352	-2'111,538	-1'990,855
Utilidad bruta	903,175	805,834	768,448	794,583	695,153	575,557
Gastos de operación						
Gasto de venta y distribución	-399,547	-321,008	-294,396	-247,649	-237,685	-190,856
Gastos de administración	-140,299	-138,298	-134,442	-147,531	-120,655	-95,271
Otros ingresos operativos	29,666	25,640	43,106	19,660	19,948	8,110
Utilidad operativa	392,995	372,168	382,716	419,063	356,761	297,540
Otros ingresos (gastos)						
Dividendos recibidos	-	-	1	3	3	2
Ingresos financieros	4,669	2,412	1,575	5,191	6,869	7,455
Gastos financieros	-68,401	-59,462	-36,610	-32,276	-25,648	-26,815
Diferencia de cambio, neta	-2,241	-741	1,346	-23,303	12,276	5,482
	-61,491	-57,791	-33,688	-50,385	-6,500	-13,876
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	331,504	314,377	349,028	368,678	350,261	283,664
Gasto por impuesto a las ganancias	-115,446	-100,363	-104,125	-117,713	-108,639	-88,565
Utilidad neta y resultado integral del ejercicio	216,058	214,014	244,903	250,965	241,622	195,099
Utilidad básica por acción en nuevos soles	0.512	0.508	0.581	0.595	0.573	0.463

Nota. Adaptado de Gloria S.A. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2016 y 2015 [2015 y 2014; 2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011] junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Apéndice B: Estado de situación financiera de Gloria S.A. (en miles de S/)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011
ACTIVOS CORRIENTES						
Efectivo y Equivalente de Efectivo	49,342	56,172	42,026	82,662	60,598	89,580
Cuentas por Cobrar Comerciales - Terceros	299,202	212,838	219,110	183,381	154,054	142,703
Cuentas por Cobrar Comerciales - Relacionadas	196,361	299,998	274,492	244,683	194,121	187,669
Otras Cuentas por Cobrar a entidades relacionadas	161,905	78,412	34,237	30,921	26,285	78,056
Otras Cuentas por Cobrar	26,994	36,667	64,997	35,229	41,857	30,711
Existencias	663,725	808,126	770,355	614,559	567,477	424,347
Gastos pagados por anticipado	6,278	20,651	7,901	7,314	6,187	6,155
Total activos corrientes	<u>1'403,807</u>	<u>1'512,864</u>	<u>1'413,118</u>	<u>1'198,749</u>	<u>1'050,579</u>	<u>959,221</u>
ACTIVO NO CORRIENTE						
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	-	8,206			96,545	107,978
Otras Cuentas por Cobrar	1,244	2,842	5,149	30,818	40,492	32,885
Inversiones en subsidiarias y asociadas	174,842	163,636	134,564	87,870	77,870	77,870
Propiedades de inversión	41,688	42,296	-	-	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	1'488,492	1'432,572	1'287,240	1'235,631	1'165,852	1'085,832
Activos Intangibles, neto	16,968	15,179	10,164	7,675	5,473	5,550
Total activos no corrientes	<u>1'723,234</u>	<u>1'664,731</u>	<u>1'437,117</u>	<u>1'361,994</u>	<u>1'386,232</u>	<u>1'310,115</u>
Total activos	<u>3'127,041</u>	<u>3'177,595</u>	<u>2'850,235</u>	<u>2'560,743</u>	<u>2'436,811</u>	<u>2'269,336</u>
PASIVO Y PATRIMONIO						
PASIVOS CORRIENTES						
Obligaciones financieras	195,278	106,857	173,795	100,614	130,481	126,267
Cuentas por pagar comerciales - Terceros	223,977	449,116	335,277	294,628	216,628	206,194
Cuentas por pagar comerciales - Relacionadas	76,656	60,549	59,500	98,507	43,870	37,990
Otras cuentas por pagar a entidades relacionadas	5,176	5,158	19,238	28,057	32,371	8,550
Pasivos por impuestos a las ganancias	-	-	-	2,728	20,093	5,523
Otras cuentas por pagar	291,410	219,041	164,703	174,896	187,694	132,174
Total pasivos corrientes	<u>792,497</u>	<u>840,721</u>	<u>752,513</u>	<u>699,430</u>	<u>631,137</u>	<u>516,698</u>
PASIVOS NO CORRIENTES						
Obligaciones financieras	640,067	645,345	469,182	316,102	311,204	321,309
Pasivo por impuesto a la ganancia diferido	95,635	85,122	84,680	94,730	94,954	95,355
Cuentas por Pagar Comerciales y otras cuentas por cobrar	2,280	5,403				
Total pasivos no corrientes	<u>737,982</u>	<u>735,870</u>	<u>553,862</u>	<u>410,832</u>	<u>406,158</u>	<u>416,664</u>
Total pasivos	<u>1'530,479</u>	<u>1'576,591</u>	<u>1'306,375</u>	<u>1'110,262</u>	<u>1'037,295</u>	<u>933,362</u>
PATRIMONIO						
Capital social emitido	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	255,843
Acciones de inversión	39,117	39,117	39,117	39,117	39,117	26,164
Reserva Legal	76,500	76,500	76,441	75,341	75,341	51,179
Resultados acumulados	1'098,443	1'102,885	1'045,800	953,521	902,556	1'002,788
Total patrimonio	<u>1'596,562</u>	<u>1'601,004</u>	<u>1'543,860</u>	<u>1'450,481</u>	<u>1'399,516</u>	<u>1'335,974</u>
Total pasivos y patrimonio	<u>3'127,041</u>	<u>3'177,595</u>	<u>2'850,235</u>	<u>2'560,743</u>	<u>2'436,811</u>	<u>2'269,336</u>

Nota. Adaptado de Gloria S.A. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2015 y 2014 [2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011] junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Apéndice C: Razones financieras de Gloria S.A.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Medidas de liquidez</i>						
Razón circulante	1.86	1.66	1.71	1.88	1.80	1.77
Razón rápida (P.A)	1.04	0.77	0.84	0.85	0.84	0.93
Razón de efectivo	0.17	0.10	0.12	0.06	0.07	0.06
Capital de trabajo neto	442,523	419,442	499,319	660,605	672,143	611,310
Var. En el C.T.N.		-23,081	79,877	161,286	11,538	-60,833
<i>Medidas de solvencia a largo plazo</i>						
Razón de la deuda total	0.41	0.43	0.43	0.46	0.50	0.49
Razón deuda a capital	0.70	0.74	0.77	0.8462	0.98	0.96
Multiplicador del capital	1.70	1.74	1.77	1.85	1.98	1.96
Razón de cobertura de intereses	11.10	13.91	12.98	10.45	6.26	5.75
Razón de cobertura de efectivo	12.89	16.25	14.95	12.26	7.40	6.87
Incremento/disminución. Deuda a largo plazo		-10,105	4,898	153,080	176,163	-5,278
<i>Medidas de rentabilidad</i>						
Margen de utilidad	7.60 %	8.61 %	8.26 %	7.32 %	6.08 %	6.11%
Margen UAIIDA	13.47 %	14.85 %	15.88 %	13.41 %	12.50 %	13.29%
Rendimiento sobre los activos (ROA)	9.18 %	10.61 %	11.74 %	9.90 %	8.64 %	8.73%
Rendimiento sobre el capital (ROE) Gloria S.A.	14.60 %	17.67 %	17.61 %	16.36 %	13.61 %	13.51%
<i>Medidas de valor de mercado</i>						
Utilidad por acción (UPA o EPS)	0.692	0.573	0.595	0.581	0.508	0.512
Razón precio a utilidades (P/U) o (PE)		17.45	18.82	17.18	11.62	13.27
Dividendos por acción	0.595	0.422	0.352	0.352	0.372	0.523
Adición de las utilidades retenidas	27,342	63,542	102,565	96,503	57,144	-4,442
Razón de pago de dividendos (b)	85.99 %	73.70 %	59.13 %	60.60 %	73.30 %	102.06%
Precio de mercado por acción (31dic)	S/10.00	S/10.00	S/11.20	S 9.98	S/ 5.9	S/. 6.8
Capitalización de mercado	2'820,070	4'216,190	4'722,133	4'207,758	2'487,552	2,867,009
Valor en libros de la empresa (VE)	3'178,066	4'597,277	5'056,187	4'808,709	3'183,582	3,653,012
Valor de mercado de la deuda					916,481	1,039,312
<i>Identidad DuPont</i>						
Margen de utilidad	7.60 %	8.61 %	8.26 %	7.32 %	6.08 %	6.11%
Rotación de los activos totales	1.13	1.15	1.19	1.17	1.11	1.13
Multiplicador del capital	1.70	1.74	1.77	1.85	1.98	1.96
ROE	14.60 %	17.26 %	17.30 %	15.86 %	13.37 %	13.53%
<i>Múltiplos del valor de la empresa</i>						
Múltiplo VE	9.20	11.03	10.48	10.71	7.23	7.78

Nota. Adaptado de Gloria S.A. Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2016 y 2015 [2015 y 2014 2014 y 2013; 2013 y 2012; 2012 y 2011] junto con el dictamen de los auditores independientes (Paredes, Burga & Asociados).

Apéndice D: Estructura de capital óptima para Gloria S.A (en miles de S/)

D/(D+E)	0.00 %	10.00 %	20.00 %	30.00 %	40.00 %	50.00 %	60.00 %	70.00 %	80.00 %	90.00 %
D/E	0.00 %	11.11 %	25.00 %	42.86 %	66.67 %	100.00 %	150.00 %	233.33 %	400.00 %	900.00 %
S/ Deuda	S/0	S/390,632	S/781,264	S/1,171,896	S/1,562,529	S/1,953,161	S/2,343,793	S/2,734,425	S/3,125,057	S/3,515,689
Beta	0.70	0.76	0.83	0.92	1.04	1.20	1.46	1.88	2.94	5.89
Costo de capital	8.04 %	9.04 %	9.36 %	9.77 %	10.32 %	11.08 %	12.23 %	14.13 %	18.98 %	32.35 %
(%) Pérdida en el ebitda	0.00 %	0.00 %	0.0 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
Ebitda	S/479,158	S/479,158	S/440,141	S/440,141	S/440,141	S/440,141	S/440,141	S/440,141	S/440,141	S/440,141
Depreciación	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580
EBIT	S/402,578	S/402,578	S/372,168	S/372,168	S/372,168	S/372,168	S/372,168	S/372,168	S/372,168	S/372,168
Intereses	S/0	S/13,467	S/26,934	S/43,974	S/67,481	S/165,178	S/310,520	S/362,273	S/522,929	S/588,296
Ingresos antes de impuestos	S/402,578	S/358,701	S/345,234	S/328,194	S/304,687	S/206,990	S/61,648	S/9,895	S/-150,761	S/-216,128
Impuestos	S/112,722	S/100,436	S/96,666	S/91,894	S/85,312	S/57,957	S/17,262	S/2,771	S/-42,213	S/-60,516
Ingreso neto	S/289,856	S/258,265	S/248,569	S/236,300	S/219,375	S/149,033	S/44,387	S/7,125	S/-108,548	S/-155,612
(+)Depreciación	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580	S/76,580
Funds from Op. (FFO)	S/366,436	S/326,238	S/316,542	S/304,273	S/287,348	S/217,006	S/112,360	S/75,098	S/-40,575	S/-87,639
Ratio de cobertura de interés	∞	27.64	13.82	8.46	5.52	2.25	1.20	1.03	0.71	0.63
Funds/Debt	∞	0.96	0.47	0.30	0.21	0.13	0.06	0.03	-0.01	-0.03
Probabilidad en la clasificación	0	Aaa/AAA	Aaa/AAA	A1/A+	A3/A-	B2/B	Ca2/CC	Ca2/CC	C2/C	C2/C
Costo de la deuda (antes imp)	3.53 %	3.96 %	3.96 %	4.31 %	4.96 %	9.71 %	15.21 %	15.21 %	19.21 %	19.21 %
Estimación tasa impositiva	28.00 %	28.00 %	28.00 %	28.00 %	28.00 %	28.00 %	28.00 %	28.00 %	19.93 %	17.71 %
D/(D+E)	0.00 %	10.00 %	20.00 %	30.00 %	40.00 %	50.00 %	60.00 %	70.00 %	80.00 %	90.00 %
D/E	0.00 %	11.11 %	25.00 %	42.86 %	66.67 %	100.00 %	150.00 %	233.33 %	400.00 %	900.00 %
S/ Deuda	S/0	S/390,632	S/781,264	S/1,171,896	S/1,562,529	S/1,953,161	S/2,343,793	S/2,734,425	S/3,125,057	S/3,515,689
Costo de capital	8.04 %	9.04 %	9.36 %	9.77 %	10.32 %	11.08 %	12.23 %	14.13 %	18.98 %	32.35 %
Costo de la deuda (Desp. Imp)	2.54 %	2.85 %	2.85 %	3.10 %	3.57 %	6.99 %	10.95 %	10.95 %	15.38 %	15.80 %
Promedio ponderado del costo de capital (WACC)	8.04 %	8.42 %	8.06 %	7.77 %	7.62 %	9.03 %	11.46 %	11.90 %	16.10 %	17.46 %
	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Enterprise value (Crecimiento Perpetuo)	S/-3'966,998	S/3'013,426	S/3'240,042	S/3'445,465	S/3'564,596	S/2'697,776	S/1'905,011	S/1'807,522	S/1'219,397	S/1'103,042

Nota. Data archives (Damodaran, 2017). Recuperado de http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#capstru

Apéndice E: Flujo de caja libre de Gloria S.A. (en miles de S/)

Concepto	2017-F	2018-F	2019-F	2020-F	2021-F	2022-F	2023-F	2024-F	2025-F	2026-F
Ingresos totales	3'549,824	3'651,891	3'761,305	3'878,870	4'005,491	4'142,182	4'290,085	4'450,481	4'624,810	4'814,692
Costos totales	2'517,043	2'589,667	2'667,728	2'751,829	2'842,646	2'940,940	3'047,566	3'163,483	3'289,772	3'427,645
Margen bruto	1'032,781	1'062,224	1'093,576	1'127,041	1'162,845	1'201,242	1'242,519	1'286,998	1'335,038	1'387,047
Gasto de ventas y distribución	266,237	273,892	282,098	290,915	300,412	310,664	321,756	333,786	346,861	361,102
Gasto de administración	147,775	152,024	156,579	161,473	166,744	172,434	178,591	185,268	192,525	200,430
Ebitda	618,769	636,308	654,900	674,653	695,689	718,144	742,172	767,944	795,652	825,515
Pérdida en el ebitda	12,375	12,726	13,098	13,493	13,914	14,363	14,843	15,359	15,913	16,510
Depreciación y amortización	76,345	83,713	91,293	99,100	107,151	115,465	124,063	132,967	142,205	151,804
EBIT	530,048	539,868	550,509	562,060	574,624	588,316	603,266	619,617	637,534	657,201
Impuestos	148,414	151,163	154,142	157,377	160,895	164,729	168,914	173,493	178,510	184,016
Depreciación y amortización	76,345	83,713	91,293	99,100	107,151	115,465	124,063	132,967	142,205	151,804
Nopat	457,980	472,419	487,659	503,783	520,881	539,053	558,414	579,092	601,230	624,989
Capex	205,125	211,023	217,345	224,139	231,455	239,354	247,900	257,169	267,242	278,215
Inversión capital de trabajo	638,115	18,383	19,735	21,237	22,906	24,763	26,832	29,138	31,712	34,585
Valor de rescate										
Perpetuidad										3'746,453
FCL	357,603	209,375	200,395	191,820	183,639	175,839	168,408	161,334	154,607	1'926,872
FCL descontado	357,603	175,885	443,408	442,400	442,047	442,358	443,343	445,016	447,391	2'229,147

Nota. Nopat = beneficio antes de intereses y después de impuestos; ebit = Beneficio antes de intereses e impuestos; VAN = 3'014,684; Deuda = 752'202; valor de la empresa = 2'262,482; N.º de acciones = 421,619; y valor de acción = 5,366.