

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ
ESCUELA DE POSGRADO



Nombre de la tesis

**CONSULTORÍA DE NEGOCIOS EN LA VALORIZACIÓN DE ACCIONES PARA
LA EMPRESA LAIVE S.A.**

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGÍSTER EN ADMINISTRACIÓN
ESTRATÉGICA DE EMPRESAS OTORGADO POR LA PONTIFICIA
UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

PRESENTADA POR

Gerardo Enrique Salazar Lara, DNI: 07880143
Sarita Guibel Ormeño Carnero, DNI: 40408376
María Alexandra Mejía Alvarado, DNI: 10377902
Julissa Jimena Guerrero Sánchez, DNI: 70006591

ASESOR

Pablo José Arana Barbier, DNI: 44614140
ORCID 0000-0002-4449-0086

JURADO

Percy Samoel Marquina Feldman, Presidente
Carlos Eduardo Agüero Olivos, Jurado
Pablo José Arana Barbier, Jurado

Surco, marzo 2021

Agradecimientos

A través del presente párrafo, queremos expresar nuestro agradecimiento a Dios por sobre todas las cosas; a nuestros docentes de CENTRUM PUCP, por la formación académica brindada; a nuestro asesor Pablo José Arana Barbier, por su paciencia y consejos; a los expertos que nos sirvieron de inspiración por su contribución que sirvió de base a nuestras decisiones; y a nuestras familias y amigos, por su apoyo y ánimo para con nosotros.



Dedicatorias

A mis padres Jorge e Hilda por su amor incondicional y palabras de aliento que me motivan en mi crecimiento personal y profesional, a mi esposo por su comprensión y apoyo para alcanzar mis objetivos, a mi hermano quién a pesar de la distancia siempre me transmite alegría y ánimo para continuar en momentos difíciles y a mi querido abuelito Juan, por ser mi ángel protector y mi ejemplo de disciplina y perseverancia.

Julissa Guerrero

Dedico esta investigación a mis padres Víctor (mi ángel) y Amada, por ser los mejores ejemplos a seguir y me motivan a alcanzar mis objetivos personales y profesionales; a mis hermanos Víctor, Patricia y Melissa por el apoyo incondicional que me brindan y por alentarme siempre a seguir adelante; a mi esposo Dante, por su apoyo constante al logro de nuestros objetivos profesionales; y a mi hijita Silvana, por su amor y comprensión.

Alexandra Mejía

Este trabajo lo dedico a mi querida y amada esposa Marina y a mis hijos (Gabriel, Sofía y Oscar), que son el motor de mi vida que me impulsa a conseguir mis metas, a mis padres (Armando y Teresa) y hermanos, quienes siempre tuvieron confianza y motivación para mí, a mis abuelos que me acompañan siempre y que me formaron como la persona y el profesional que soy ahora, y finalmente a mis amigos de siempre por su apoyo moral.

Gerardo Salazar

A mi mamá Aida que con su amor y humildad me inculcó los valores que hoy me identifican como hija y madre.

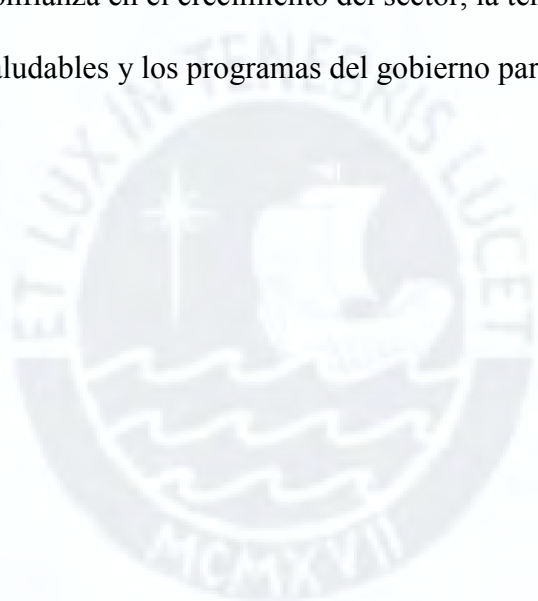
Sarita Ormeño

Resumen Ejecutivo

El presente trabajo valoriza a la empresa Laive, una de las empresas líderes en el sector lácteo del Perú. Para la valorización se han utilizado los métodos de Flujo de Caja Libre descontado al Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC por sus siglas en inglés *Weighted Average Cost of Capital*), el Flujo de Caja del Accionista descontado a la tasa de descuento K_e hallada mediante el modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM por sus siglas en inglés *Capital Asset Pricing Model*) y el método de los múltiplos. Para los métodos de los flujos de caja descontado se tomaron en consideración la data histórica correspondiente al periodo del 2008 al 2019 y la data proyectada de los 10 años siguientes a partir del 2019. Se consideró una tasa de crecimiento de perpetuidad de 1%, una tasa de descuento WACC de 6.36% (ambos comprobados mediante el análisis de sensibilidad) y una tasa equity de 12.37%. Los resultados obtenidos para el valor de mercado del patrimonio de la empresa mediante el método del Flujo de Caja Libre descontado al WACC (6.36%) fue de S/ 908,598.67 (miles de soles) y con el Flujo de Caja del Accionista descontado a la tasa K_e (tasa mínima exigida por el accionista 12.37%) fue de S/ 472,429.34 (miles de soles).

Mediante el método de los múltiplos se analizaron tres empresas comparables con Laive y se utilizaron los métodos Price Earning Ratio (PER) y sus complementarios; además de los métodos de múltiplos de los dividendos y el Cyclically Adjusted Price-Earnings (CAPE). Mediante estos métodos se halló un rango de valores que fueron comparados con los valores obtenidos con los métodos de flujos descontados, lo que resultó en valores mínimos, medios y máximos para las acciones clase A, clase B (cotizada en la Bolsa de Valores de Lima - BVL) y las acciones de inversión.

La pandemia del 2020 afectó a muchas empresas, sin embargo, Laive se ha mantenido en el sector por contar con una estructura sólida, un portafolio amplio y diversificado, la constante innovación en sus procesos de producción y el enfoque en el nuevo consumidor interesado en una alimentación saludable. La cotización bursátil es sensible a eventos externos e internos (políticos, sanitarios, etc.) lo que resulta en un precio de acción infravalorado. Asimismo, se considera que la acción puede ser negociada a un valor más alto por la confianza en el crecimiento del sector, la tendencia creciente del consumo de productos saludables y los programas del gobierno para aumentar el consumo lácteo.



Abstract

This paper is about the valuation of Laive, one of the leading companies in the dairy sector in Peru. The valuation methods that were used are the discounted Free Cash Flow method with *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, the discounted shareholder's Cash Flow with equity rate through *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* and the multiples method.

For the discounted Cash Flow method was used the historical data corresponding to the period from 2008 to 2019 and the projected data of the next 10 years from 2019. There was considered a perpetuity growth rate of 1%, a WACC of 6.36% (both verified through sensitivity analysis) and a K_e (minimum rate required by the shareholder) of 12.37%. The results obtained for the market value of the company's equity through the discounted Free Cash Flow method to the WACC (6.36%) was S / 908,598.67 (thousands of soles) and with the discounted shareholder's Cash Flow at the K_e rate (minimum rate required by the shareholder of 12.37%) was S / 472,429.34 (thousands of soles).

For the multiples method, three companies were compared with Laive and there were used the method Price Earning Ratio (PER) and its complementary methods, the multiples method of dividends and Cyclically Adjusted Price-Earnings. These three multiple methods provided the direct value of the share and a range of values for minimum, average and maximum values for class A, class B shares (listed on Bolsa de Valores de Lima- BVL) and the investment shares that were compared with the values obtained by the discounted cash flow methods.

Even though the pandemic of 2020 affected many companies, Laive has remained in the sector due to its solid structure, to its ample and diversified portfolio, to a constant

innovation in its production processes and its focus on the new consumer interested in healthy eating. It should bear in mind that the value of the stock price is sensitive to external and internal events (political, health, etc.) which could result for Laive's share in an undervalued share price. Likewise, it is considered that the stock can be traded at a higher value due to the confidence in the growth of the sector, the growing trend of the consumption of healthy products and the government's programs to increase dairy consumption.



Tabla de contenido

Lista de Tablas	viii
Lista de Figuras.....	x
Capítulo I: Situación General de la Empresa.....	1
1.1. Presentación de la Organización	2
1.2. Visión, Misión y Valores	4
1.3. Análisis Externo (PESTE).....	7
1.3.1. Fuerzas políticas, gubernamentales y legales (P).....	9
1.3.2. Fuerzas económicas y financieras (E).....	10
1.3.3. Fuerzas sociales, culturales y demográficas (S).....	14
1.3.4. Fuerzas tecnológicas y científicas (T).....	16
1.3.5. Fuerzas ecológicas y ambientales (E)	18
1.3.6. Fuerzas competitivas.....	20
1.4. Análisis Interno (AMOFHIT)	23
1.4.1. Administración (A)	24
1.4.2. Marketing y ventas (M).....	29
1.4.3. Operaciones y logística (O).....	32
1.4.4. Finanzas y contabilidad (F).....	34
1.4.5. Recursos humanos (H)	36
1.4.6. Sistemas de información y comunicaciones (I)	37
1.4.7. Tecnología, investigación y desarrollo (T)	38
1.5. Matriz FODA	38
1.5.1. Oportunidades	40

1.5.2. Amenazas	41
1.5.3. Fortalezas	41
1.5.4. Debilidades.....	42
1.6. Análisis de las 5 Fuerzas de Porter	45
1.6.1. Poder de negociación de los proveedores	46
1.6.2. Poder de negociación de los clientes.....	47
1.6.3. Potenciales de nuevos ingresantes	48
1.6.4. Potenciales sustitutos	50
1.6.5. Rivalidad de los competidores	52
Capítulo II: Problema Clave.....	54
2.1. Identificación del Problema	54
2.2. Problema Clave	54
2.3. Análisis de la Situación Actual	57
2.4. Análisis del Valor de las Utilidades por Acción.....	62
2.5. Efecto de Factores Externos en las Acciones.....	67
Capítulo III: Revisión de Literatura	70
3.1. Mapa de Literatura	70
3.2. Revisión de Literatura	72
3.2.1. Literatura sobre <i>business consulting</i>	72
3.2.2. Literatura sobre valorización de empresas	75
3.2.3. La valorización mediante el uso de herramientas tecnológicas	93
3.2.4. Valorización de intangibles: El capital intelectual.....	94
3.3. Conclusiones	95

Capítulo IV: Metodología de Consultoría	97
4.1. Modelo para el <i>Business Consulting</i>	97
4.2. Fases del <i>Business Consulting</i>	97
4.3. Supuestos y Limitaciones.....	100
4.4. Conclusiones	101
Capítulo V: Alternativas de Solución.....	102
5.1 Identificación de las Ventajas y Desventajas de los Métodos de Valoración	102
5.1.1. Método basado en el balance (valor patrimonial).....	102
5.1.2. Método basado en la cuenta de resultados	104
5.1.3. Método goodwill	107
5.1.4. Métodos basados en el descuento de flujos.....	108
5.1.5. Métodos basados en la creación de valor	112
5.1.6. Métodos basados en opciones	112
5.2. Métodos Seleccionados.....	113
Capítulo VI: Metodología de Valorización de Acciones.....	115
6.1. Procedimiento para el Método de Flujo de Caja Libre Descontado al WACC.....	115
6.1.1 Recopilación de información	115
6.1.2. Análisis de datos históricos.....	117
6.1.3. Desarrollo de las bases de proyección	117
6.1.4. Proyección de los estados financieros.....	119
6.1.5. Cálculo de la tasa de descuento.....	119
6.1.6. Cálculo del valor presente de los flujos de efectivo libre	120
6.1.7. Cálculo del valor de continuidad o valor residual.....	121

6.1.8. Cálculo del valor de la empresa	121
6.2. Procedimiento para el Método de Flujo de Caja del Accionista Descontado a la Tasa Ke (Basado en el Modelo CAPM)	122
6.2.1 Recopilación de información	122
6.2.2. Análisis de datos históricos	123
6.2.3. Desarrollo de las bases de proyección	123
6.2.4. Proyección de los estados financieros	124
6.2.5. Cálculo de la tasa de descuento	124
6.2.6. Cálculo del valor presente de los flujos de efectivo del accionista	126
6.2.7. Cálculo del valor de la empresa	126
6.3. Procedimiento para el Método PER	127
6.3.1. Selección de las empresas comparables	130
6.3.2. Relevamiento de información y extracción de parámetros	131
6.3.3. Cálculo de los <i>ratios</i>	132
6.3.4. Cálculo del precio de la acción de la empresa evaluada	133
6.4. Procedimiento para el Método de Múltiplo de Dividendos	133
Capítulo VII: Resultados de la Valorización	135
7.1. Ejecución del Método de Flujo de Caja Libre Descontado al WACC	135
7.1.1 Recopilación de información	135
7.1.2. Análisis de datos históricos	135
7.1.3. Desarrollo de las bases de proyección	136
7.1.4. Proyección de los estados financieros	136
7.1.5. Cálculo de la tasa de descuento	137

7.1.6. Cálculo del valor presente de los flujos de efectivo libre	140
7.1.7. Cálculo del valor de continuidad o valor residual.....	141
7.1.8. Cálculo del valor de la empresa	143
7.2. Ejecución del Método de Flujo de Caja del Accionista Descontado a la Tasa Ke (Basado en el Modelo CAPM).....	143
7.2.1. Cálculo de la tasa de descuento.....	143
7.2.2. Cálculo del valor presente de los flujos de caja del accionista	144
7.2.3. Cálculo del valor de continuidad o valor residual.....	144
7.2.4. Cálculo del valor de la empresa	145
7.3. Ejecución del Procedimiento para el Método PER.....	146
7.3.1. Selección de las empresas comparables.....	146
7.3.2. Ejecución del relevamiento de información y extracción de parámetros	146
7.3.3. Ejecución del cálculo de los <i>ratios</i>	147
7.3.4. Ejecución del cálculo del precio de la acción de Laive	153
7.4. Ejecución del Procedimiento para el Método de Múltiplo de Dividendos	155
Capítulo VIII: Discusión de los Resultados.....	158
8.1. Análisis del Estado Financiero Histórico de Laive del 2009 al 2019	158
8.2. Explicación de la Proyección en los Estados Financieros desde el 2020 al 2029.....	159
8.2.1. Estados de pérdidas y ganancias	159
8.2.2. Estado de situación financiera.....	160
8.3. Resumen de los Resultados Obtenidos en los Métodos de Valoración	162
8.3.1. Resultados obtenidos mediante el método de FCL y FCA descontado	162
8.3.2. Resultados obtenidos mediante el método de los múltiplos	162

8.4. Análisis de los Resultados Obtenidos Mediante los Métodos de Valoración Utilizados	163
Capítulo IX: Conclusiones y Recomendaciones	166
9.1. Conclusiones Generales	166
9.2. Conclusiones Sobre el Cálculo del Precio de las Acciones de Laive.....	167
9.3. Conclusiones Sobre los Componentes de los Métodos de Valorización	168
9.4. Recomendaciones.....	177
Capítulo X: Reporte Ejecutivo de Consultoría	181
Referencias.....	185
Apéndice A: Estados de Ganancias y Pérdidas de Laive 2009 – 2019	214
Apéndice B: Estados de Situación Financiera de Laive 2009 - 2019.....	215
Apéndice C: Estructura FCL de Laive 2009 - 2019.....	217
Apéndice D: Resultado de Variaciones de Laive 2009 - 2019	218
Apéndice E: Resultado de Técnicas de Variación de Laive 2009 – 2019	220
Apéndice F: Proyección de los Estados Financieros Laive 2020 – 2029	223
Apéndice G: Estructura FCA de Laive 2009 – 2019.....	226
Apéndice H: Estructura FCL y FCA de Laive 2020 – 2029.....	227

Lista de Tablas

Tabla 1	<i>Variación y participación en ventas según categoría en S/. MM (expresado en miles de soles)</i>	32
Tabla 2	<i>Matriz FODA</i>	455
Tabla 3	<i>Cotización bursátil de Laive del 12 de mayo del 2020</i>	56
Tabla 4	<i>Histórico de los valores de las acciones Clase “A” y “B” y de inversión, valores de cotización bursátil, utilidades netas y utilidades básicas y diluidas para la empresa Laive desde el año 2008 al año 2013</i>	63
Tabla 5	<i>Histórico de los valores de las acciones Clase “A” y “B” y de inversión, valores de cotización bursátil, utilidades netas y utilidades básicas y diluidas para la empresa Laive desde el año 2014 al año 2018</i>	64
Tabla 6	<i>Histórico de los valores de las acciones Clase “A” y “B” y de inversión, valores de cotización bursátil, utilidades netas y utilidades básicas y diluidas para la empresa Gloria desde el año 2008 al año 2013.</i>	65
Tabla 7	<i>Histórico de los valores de las acciones Clase “A” y “B” y de inversión, valores de cotización bursátil, utilidades netas y utilidades básicas y diluidas para la empresa Gloria desde el año 2014 al año 2018.</i>	66
Tabla 8	<i>Ratios complementarios al PER</i>	129
Tabla 9	<i>Tabla sugerida para el cálculo de los ratios PER y complementarios</i>	131
Tabla 10	<i>Tabla de sensibilización del FCL a perpetuidad</i>	13142
Tabla 11	<i>Tabla de sensibilización del FCA a perpetuidad</i>	13145
Tabla 12	<i>Valores calculados para Gloria para los años 2008 al 2013 (expresados en miles de soles)</i>	1488

Tabla 13	<i>Valores calculados para Gloria para los años 2014 al 2019 (expresados en miles de soles)</i>	1499
Tabla 14	<i>Valores calculados para Alicorp para los años 2008 al 2013 (expresados en miles de soles)</i>	15050
Tabla 15	<i>Valores calculados para Alicorp para los años 2014 al 2019 (expresados en miles de soles)</i>	15151
Tabla 16	<i>Valores calculados para Quimpac para los años 2008 al 2013 (expresados en miles de soles)</i>	15252
Tabla 17	<i>Valores calculados para Quimpac para los años 2014 al 2019 (expresados en miles de soles)</i>	1533
Tabla 18	<i>Precio de la acción promedio obtenido de los cálculos realizados para cada ratio (expresado en soles)</i>	1544
Tabla 19	<i>Valores de g promedio utilizando los diferenciales de los dividendos de cada año del 2008 al 2019</i>	154
Tabla 20	<i>Valores del PER utilizando los métodos de regresión lineal, promedio y rango.</i>	1555
Tabla 21	<i>Precio de las acciones de las empresas comparables utilizando el modelo de múltiplos de dividendo para los métodos de rango y promedio.</i>	1566
Tabla 22	<i>Precios hallados mediante los diferentes métodos utilizados para la valorización de las acciones de Laive</i>	16868
Tabla 23	<i>Precio mínimo de la acción en la proyección del 2020 al 2029 utilizando el mismo valor del PER específico</i>	1711

Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i> Esquema del modelo secuencial del proceso estratégico.....	2
<i>Figura 2.</i> Esquema de la evaluación externa.	8
<i>Figura 3.</i> Indicadores que impactan en los negocios (2019).....	11
<i>Figura 4.</i> Evolución del PBI anual a nivel de Sudamérica (variación porcentual).	11
<i>Figura 5.</i> Indicadores que impactan negativamente a la tecnología.....	17
<i>Figura 6.</i> Ranking de países Latinoamérica y el Caribe según el Informe Global de Competitividad del FEM del 2019 (Índice Global de Competitividad 2019).	21
<i>Figura 7.</i> Indicadores críticos para la competitividad 2019.	22
<i>Figura 8.</i> Ciclo operativo de la organización.	24
<i>Figura 9.</i> Directorio de Laive 2019.....	27
<i>Figura 10.</i> Evolución de las ventas Laive S.A 2014 - 2019.....	32
<i>Figura 11.</i> Principales Ratios Financieros.	36
<i>Figura 12.</i> Modalidad de Contratación en Laive S.A.del año 2018 al año 2019.	37
<i>Figura 13.</i> Ranking de marcas compradas con mayor frecuencia.....	49
<i>Figura 14.</i> Consumo per cápita de leche (en kilogramos) desde el año 2000 al año 2013 donde se aprecia la tasa creciente de consumo de leche por persona por año.	50
<i>Figura 15.</i> Comportamiento de las acciones de Laive.	60
<i>Figura 16.</i> Comportamiento de las acciones de Gloria.	60
<i>Figura 17.</i> Comportamiento de las acciones de Laive y Gloria.	61
<i>Figura 18.</i> Comportamiento de las acciones de Nestlé.	61
<i>Figura 19.</i> Comparación de comportamiento en los últimos cinco años de la cotización bursátil para las empresas Nestlé (Suiza), Laive (Perú) y Gloria (Perú).	62

<i>Figura 20.</i> Comparación de la evolución de los valores de las utilidades por acción básica y diluida de Laive y Gloria en los periodos del 2008 al 2018.	67
<i>Figura 21.</i> Gráfico de las curvas que representan los valores de las acciones cotizables de Laive (celeste) y Gloria (negro) en el periodo de mayo del 2019 hasta abril del 2020.	69
<i>Figura 22.</i> Gráfico de las curvas que representan los valores de las acciones cotizables de Laive, Gloria, Alicorp y Ferreyros en el periodo de mayo del 2019 hasta abril del 2020.	69
<i>Figura 23.</i> Esquema conceptual sobre <i>business consulting</i> y valorización de empresas.	71
<i>Figura 24.</i> Clasificación de los métodos de valorización de empresas.	79
<i>Figura 25.</i> Estructura del flujo de caja libre (FCL).	117
<i>Figura 26.</i> Estructura del flujo de caja del accionista (FCA).	123
<i>Figura 27.</i> Estructura de financiamiento de Laive en miles de soles.	138
<i>Figura 28.</i> Estructura de la deuda de Laive en miles de soles.	138
<i>Figura 29.</i> Estructura de la deuda con costo de Laive en miles de soles.	138
<i>Figura 30.</i> Análisis cuantitativo para hallar la estructura de capital óptima.	140
<i>Figura 31.</i> Sensibilidad de los valores de perpetuidad ante las variaciones de g y del WACC.	142
<i>Figura 32.</i> Comportamiento de las utilidades netas o resultados integrales de Laive del 2009 hasta el 2019.	169
<i>Figura 33.</i> Proyección de las utilidades netas o resultados integrales de Laive del 2020 hasta el 2029.	170
<i>Figura 34.</i> Comportamiento del Flujo de Caja Libre (FCL) de Laive del 2009 hasta el 2019.	172

<i>Figura 35.</i> Comportamiento del Flujo de Caja Libre (FCL) de Laive del 2020 hasta el 2029.	172
<i>Figura 36.</i> Comportamiento del CAPEX de Laive del 2009 hasta el 2019.	173
<i>Figura 37.</i> Proyección del comportamiento del CAPEX de Laive del 2020 hasta el 2029.	174
<i>Figura 38.</i> Comportamiento de las ventas de Laive del 2009 hasta el 2019.	174
<i>Figura 39.</i> Proyección de las ventas de Laive del 2020 hasta el 2029.	175
<i>Figura 40.</i> Comportamiento del FCA de Laive del 2009 hasta el 2019.	177
<i>Figura 41.</i> Comportamiento del FCA de Laive del 2020 hasta el 2029.	177
<i>Figura A1.</i> Estado de Ganancias y Pérdidas de Laive 2009 - 2019.	214
<i>Figura B1.</i> Estado de Situación Financiera de Laive 2009 - 2019	216
<i>Figura C1.</i> Estructura de FCL de Laive 2009 - 2019	217
<i>Figura D1.</i> Resultados de Variaciones del Estado de Pérdidas y Ganancias de Laive 2009 – 2019.	218
<i>Figura D2.</i> Resultados de Variaciones del Estado de Situación Financiera de Laive 2009 – 2019.	219
<i>Figura E1.</i> Resultados de Técnicas de Variación del Estado de Pérdidas y Ganancias de Laive 2009- 2019	220
<i>Figura E2.</i> Resultados de Técnicas de Variación del Estado de Situación Financiera de Laive 2009- 2019	222
<i>Figura F1.</i> Proyección de los Estados Financieros del Estado de Pérdidas y Ganancias de Laive 2020- 2029	223
<i>Figura F2.</i> Proyección de los Estados Financieros del Estado de Situación Financiera de Laive 2020- 2029	225

Figura G1. Estructura FCA de Laive 2009 - 2019 226

Figura H1. Estructura FCL y FCA de Laive 2020 - 2029 227



Capítulo I: Situación General de la Empresa

Este primer capítulo pretende mostrar la situación actual de la empresa LAIVE S.A. (en adelante Laive), basada en las declaraciones de su misión, visión, valores y de los elementos del planeamiento estratégico propuesto por D'Alessio (2008) según se muestra en la Figura 1. Es importante tener en cuenta que, para conocer la situación actual de la empresa, se evaluaron los factores del entorno, la estructura organizativa y el impacto e interacción entre ambos; esta evaluación se realizó con la finalidad de identificar las oportunidades, amenazas, fortalezas y debilidades que posibilitan el desarrollo de estrategias para el éxito de su operación en el mercado.

El capítulo está compuesto por seis subcapítulos: 1.1 presenta a la empresa y se mencionan los hitos principales desde su creación hasta el cierre y término del presente trabajo de tesis, 1.2 aborda la formulación del planeamiento estratégico como proceso y el análisis de la definición de la visión, misión y valores de la empresa, 1.3 muestra el análisis del entorno o auditoría externa (PESTE) y la identificación de los factores externos que impactan en su desempeño competitivo en el mercado, 1.4 muestra el análisis de la organización o auditoría interna (AMOFHIT) desde la estructura organizativa hasta las habilidades competitivas de sus áreas estratégicas, 1.5 identifica las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (FODA) y menciona las estrategias producto del cruce de los factores internos y externos, y 1.6 muestra el análisis de la posición competitiva de la empresa, en la industria donde se desarrolla, mediante las cinco fuerzas de Porter.

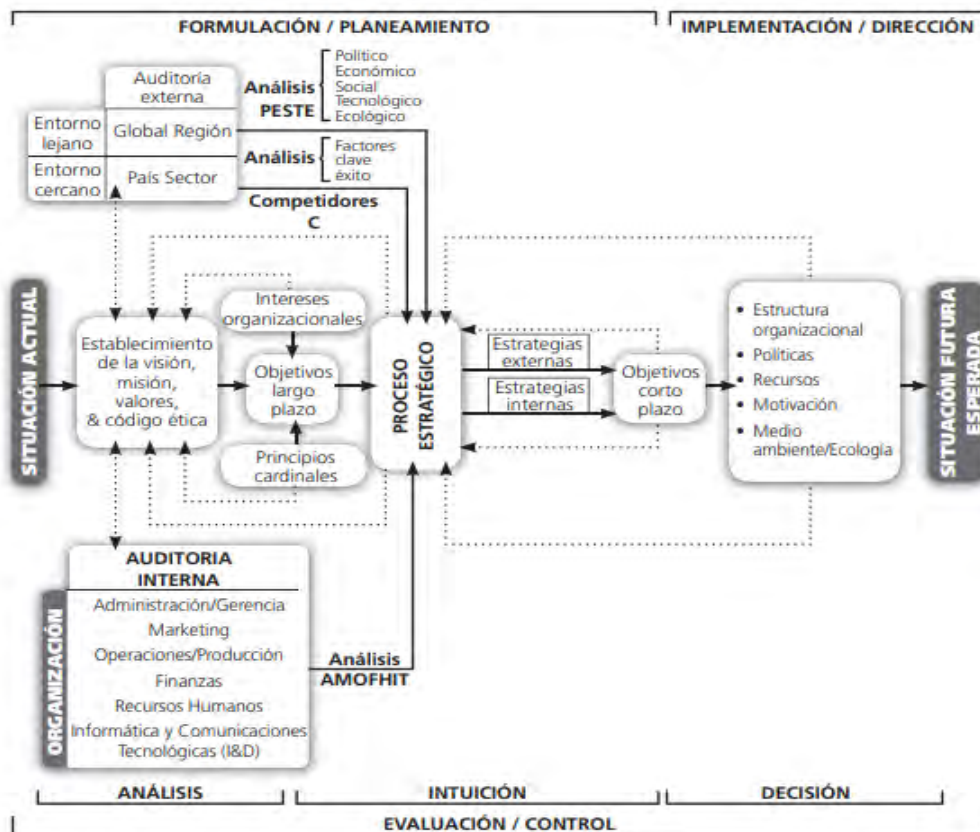


Figura 1. Esquema del modelo secuencial del proceso estratégico.

Muestra los análisis a desarrollar como parte de la formulación y planeamiento del proceso estratégico. Tomado de “El Proceso Estratégico: Un Enfoque de Gerencia”, por D’Alessio, 2008, p. 20.

1.1. Presentación de la Organización

Laive es una empresa creada en 1910 que originalmente operó bajo el nombre de Sociedad Ganadera del Centro S.A., dedicándose en sus inicios a la crianza de ganado vacuno y lanar en la zona central del país, para luego, en la década del 70, y como consecuencia de la reforma agraria, cambiar de giro hacia la producción de lácteos, concentrándose inicialmente en la elaboración de quesos y mantequillas, categorías en las que aún se mantiene (Laive, 2019). Al comienzo Laive operó exclusivamente en su planta industrial de Santa Clara, local que funciona como sede principal hasta la fecha. Asimismo, en la década de los 80 amplió sus instalaciones fabriles hacia el sur del Perú (Arequipa y Tacna), donde también se elaboraban derivados lácteos; luego inició su proceso de diversificación productiva al incursionar en el

segmento de productos cárnicos mediante la adquisición de la Empresa Salchichería Suiza S.A, para después en la década del 90, con la incorporación de Empresas Santa Carolina S.A. de Chile como accionista, construir su planta de productos *Ultra Hight Temperature* (UHT), enfocándose en la elaboración de leche y jugos de larga vida (Laive, 2019).

Laive (2019) indicó que en 1996 la empresa inauguró su planta de evaporación de leche en Majes, con la finalidad de optimizar los costos de producción, lugar donde actualmente se procesa el 70% del acopio de la compañía a nivel nacional; luego, a partir del año 2007, inició su expansión instalando su red de centros de acopio a nivel nacional, en La Curva y Ongoro en Arequipa, y Huacho en Lima, incrementando el acopio de leche en esta cuenca. En agosto de 2011, con la finalidad de mejorar su posición en el mercado de derivados lácteos, Laive adquirió, a través de una estrategia horizontal, a la empresa Negociación Ganadera Bazo Velarde S.A., con lo cual logró una importante sinergia en la producción y comercialización de manjar y *fudge*. Posteriormente, durante los años 2011 y 2012, la red de acopio continuó su expansión en el sur del país, incorporándose nuevos centros de recojo de leche en Moquegua y Arequipa, y en el año 2013 la red de acopio ubicada en Lima extendió su presencia a los valles de Cañete y Chincha.

Laive, alineado a su visión de ser líder en innovación en las categorías en las que participa, ha mantenido los últimos años una estrategia de constante renovación de su portafolio, con énfasis en los segmentos de valor agregado en las categorías de leches evaporadas especializadas, yogures funcionales, quesos, mantequillas y jugos; asimismo, el negocio de embutidos bajo la marca Salchichería Suiza, ha continuado con su proceso de innovación con énfasis en el segmento de jamones. Es importante resaltar que Laive fue pionera en introducir al mercado peruano las leches con 0 % de lactosa, permitiendo de esta

manera extender el consumo de leche a la población intolerante a la lactosa, y que hasta ese momento era excluida de sus beneficios alimenticios. Actualmente, Laive mantiene operando tres unidades de producción ubicadas en Lima, Arequipa y Majes en donde elabora mantequilla, quesos, yogures, leches, jugos, manjares y embutidos (Laive, 2019). Desde otra perspectiva, la Bolsa de Valores de Lima (2019a) describió a Laive como una empresa que tiene por objeto el desarrollo, transformación, producción, procesamiento, industrialización, comercialización, importación y exportación de todo tipo de productos de consumo humano.

1.2. Visión, Misión y Valores

Las empresas basan su éxito en el logro de sus objetivos estratégicos para el aumento de su productividad y su competitividad en el mercado, para el logro de estos objetivos es necesario implementar el proceso estratégico, soportado en elementos claves como: la visión, la misión y los valores de la organización (D'Alessio, 2008). La visión puede ser declarada a corto, mediano o largo plazo, dependiendo de la incertidumbre del mercado o sector donde se desarrolla la empresa. Quien guía la organización es quien tiene la visión de la misma, y las estrategias que se diseñan deben estar alineadas a esa visión (Estrada, 2016). Adicionalmente, López y Ortega (2016) mencionaron que la misión es aquello que permitirá que una organización alcance su visión, con congruencia; por lo que la visión la definen como una imagen en el futuro que refleja el largo plazo, las aspiraciones y lo que la empresa quiere llegar a ser. Asimismo, Enríquez y Cadena (2019) indicaron que la visión puede cambiar, y en base al análisis de sus procesos es posible realizar diseños estratégicos que deben ser ejecutados al mismo tiempo desde los puntos de vista técnico y social. La visión trazada por una organización usa al proceso estratégico para ser alcanzada, esta visión implica el

entendimiento del negocio, fijar lo deseado y difundirlo, la cual debe servir de guía y motivación para los empleados de la organización (D'Alessio, 2008).

Antes de evaluar la visión de Laive, es importante tener en cuenta el Plan Estratégico de la Cadena de Productos Lácteos, que en su versión preliminar (Ministerio de Agricultura, 2003, p. 4), declaró la visión del sector lácteo como “Una cadena productiva láctea organizada y competitiva en los mercados nacionales e internacionales, rentable, ambientalmente sostenible; liderando al crecimiento del sector agropecuario y agroindustrial, al desarrollo regional, generando empleo y oportunidades de progreso e ingresos equitativos para productores, industriales y comercializadores”. Laive describe su visión en su página web oficial (Laive, 2015a) como “ser la empresa peruana referente de alimentos saludables y nutritivos”. Al comparar la visión de la empresa con la visión del sector, se evidencia que ambas visiones son complementarias, dado que Laive enfoca su visión en los atributos diferenciales de sus productos: saludables y nutritivos; mientras que el sector orienta su visión a la internacionalización, la competitividad y la equidad de los actores de su cadena de suministro.

Otro punto a evaluar es la misión, la cual puede ser fijada de acuerdo a un propósito externo que se impone a los miembros de la organización, de manera armoniosa, y que en base a sus satisfacciones personales se sincronizan con el desempeño de la organización (Stein, 2013). La misión también es definida como una declaración emitida desde el gobierno o la alta dirección, asociada a la cultura corporativa, que nace con el propósito de la organización para convertirse en una declaración genérica de ésta, acorde a los valores o expectativas de los *stakeholders* (Martos, 2009). En el Plan Estratégico de la Cadena de Productos Lácteos (Ministerio de Agricultura, 2003, p. 4), se declaró la misión del sector

como “Promover la articulación, modernización y sostenibilidad de los procesos de producción, transformación y comercialización de productos lácteos para incrementar sus niveles de competitividad y rentabilidad satisfaciendo las expectativas de los consumidores del mercado nacional e internacional”. La actual misión de Laive está descrita en su página web oficial (Laive, 2015b) como “Contribuir a mejorar la calidad de vida de nuestros consumidores ofreciendo alimentos saludables y nutritivos”. Una buena declaración de la misión sirve como guía y delimitador para un credo que permita decisiones prácticas (D’Alessio, 2008). Al analizar la misión de Laive y al compararla con la declarada para el sector, se evidencia que ambas concuerdan con la satisfacción de los consumidores y completan los principales componentes que deberían estar incluidos en la declaración de una misión, propuestos por Pearce (como se cita en D’Alessio, 2008).

D’Alessio (2008, p. 2) definió los valores como “Los principios que guían la actividad gerencial de la organización. Deben ser conocidos, aceptados, y seguidos por todos”. La identificación de los valores origina la elaboración de las políticas organizacionales que derivan en el cumplimiento de los objetivos a corto plazo, apoyan a la misión, norman, encausan el desempeño de sus funcionarios, y constituyen el patrón de actuación que guía el proceso de toma de decisiones. Los valores propician las estrategias organizacionales, las cuales son formadas en un proceso continuo viéndose afectadas por las presiones intra organizacionales y ambientales (Ribeiro, 2017). Los valores también están relacionados con la reputación de la organización, que puede ser ética, moral e inherente a su naturaleza corporativa (Miyashiro, 2017). Asimismo, Martos (2009) mencionó que los valores son parte de la cultura corporativa y deben estar articulados con el compromiso de las personas, ser conocidos, compartidos e interiorizados por ellas y aportar al desarrollo de las tecnologías de

la información e incremento de la competencia. Por otro lado, con respecto al valor empresarial se define como un “bien-vivido”, más que un “bien-sabido”. No representa el conocimiento del deber ser, sino la convicción de ser como es debido, y se traduce en tener aquellas conductas que proveen consistentemente buenos resultados, según del giro de negocio al que la empresa se dedique (Medina, 2015).

Laive declara en su página web oficial el perfil de sus trabajadores, su rol social, su intervención en la ecología y las características de sus productos, en donde se identificaron los valores que establecen la filosofía de la organización, al representar claramente sus creencias, actitudes, tradiciones, y su personalidad (D’Alessio, 2008). Los valores identificados son: honestidad, importancia de los trabajadores, valor de los clientes (consumidores), apoyo social (responsabilidad social empresarial), búsqueda de la excelencia, ética profesional de su personal e integridad (evidenciada en su política anti corrupción), respeto al medio ambiente, innovación, cumplimiento legal y normativo, calidad de sus productos, trabajo en equipo e integración de su personal en la cadena de abastecimiento. Asimismo, Laive cuenta con un código de ética desde el 2016, publicado en la Superintendencia de Mercados de Valores, donde detalla sus normas generales de conducta. Por tanto, los valores son la base para moldear el credo o código de ética de la organización, definiendo las estrategias adecuadas para esta (D’Alessio, 2008) que guían a la organización al futuro deseado.

1.3. Análisis Externo (PESTE)

La evaluación externa de la gestión estratégica está dirigida a la exploración del entorno y al análisis de la industria, la cual busca identificar y evaluar las tendencias y sucesos que escapan del control inmediato de la empresa. El fin de la evaluación externa es poder brindar al gerente de la empresa la información necesaria para identificar oportunidades que se

puedan aprovechar, así como también reducir y/o neutralizar las amenazas y lograr vencer a los competidores de la empresa a través del conocimiento de los factores de éxito en la industria (D'Alessio, 2008). Por otro lado, (Johnson, Scholes & Whittington, 2006) definieron a los factores del análisis externo como los motores de cambio de un sector que deben ser analizados con la finalidad de entender y conocer su impacto en las decisiones estratégicas, desempeño organizacional e inclusive el entorno competitivo; estos varían según el sector o industria en que opera la empresa. La evaluación externa se muestra en la Figura 2.



Figura 2. Esquema de la evaluación externa.

Muestra el efecto del análisis del entorno, el análisis competitivo, factores externos claves y los factores claves de éxito sobre el sector industrial.

Tomado de “El Proceso Estratégico: Un Enfoque de Gerencia”, por D'Alessio, 2008, p. 118.

Para el análisis externo existen varias metodologías, como el análisis PESTEC (D'Alessio, 2008) y el análisis PESTEL (González et al., 2019). Por un lado, PESTEC considera que las categorías de factores externos que afectan los productos, mercados y competidores y que se valoran en un enfoque integral y sistémico son: las fuerzas políticas, gubernamentales y legales (P), las fuerzas económicas y financieras (E), las fuerzas sociales, culturales y demográficas (S), las fuerzas tecnológicas y científicas (T), las fuerzas ecológicas y ambientales (E) y las fuerzas competitivas (C). Y, por otro lado, PESTEL considera los siguientes factores: políticos, económicos, socio-culturales, tecnológicos, ecológicos y legales;

los cuales determinan las fuerzas sociales que afectan tanto al micro entorno como al entorno específico.

1.3.1. Fuerzas políticas, gubernamentales y legales (P)

El Reglamento de la ley 30021 (DS N° 017-2017-SA, 2017) de Promoción de la Alimentación Saludable para Niños, Niñas y Adolescentes, aprobada en el 2017, busca que la población conozca sobre la alimentación saludable, a través del establecimiento de parámetros técnicos de los alimentos procesados con contenido de azúcar, sodio, grasas saturadas y grasas *trans*; y de la contemplación de las medidas relacionadas con el etiquetado, con las advertencias publicitarias y de educación nutricional que correspondan. Asimismo, ha impulsado a las empresas a revisar su portafolio de producto y en algunos casos a reformularlo (Inga, 2019). Según Eguren (2015) con dicha ley se espera que el 95% de los comestibles que se venden en los kioscos de los colegios, de los cuales en su mayoría son productos industriales, probablemente sean descartados. La Ley 30021 (2013) afecta directamente a Laive debido a su variedad de productos con contenido de azúcar, por lo que en primera instancia podría considerarse una amenaza para la empresa. Sin embargo, el conocimiento por parte de los consumidores sobre la alimentación y consumo de productos saludables ha llevado a Laive (Trigoso, 2017), de acuerdo a una entrevista realizada a su ahora ex gerente general (Luis Ferrand) en el diario Gestión, a iniciar los procesos que permitan a sus productos encontrarse dentro de los parámetros nutricionales exigidos por la ley. Ante ello y considerando la propuesta de la empresa de desarrollar nuevos productos con la reducción del contenido de azúcar, este escenario representaría una oportunidad para Laive.

El DS N° 007-2017- Ministerio de Agricultura y Riego (2017, artículo 1), que aprobó el Reglamento de la Leche y Productos Lácteos, tiene 2 objetivos: el primero de “establecer

los requisitos que deben cumplir la leche y productos lácteos de origen bovino, destinado al consumo humano, para garantizar la vida y la salud de las personas generando productos inocuos y prevenir prácticas que puedan inducir a error” excluyendo la leche destinada al autoconsumo, fórmulas infantiles y alimentación animal, y el segundo de promover e impulsar el consumo de leche, proteger la salud de la población y acabar con el monopolio del Grupo Gloria que cuenta con el 84.8% de participación del mercado de leche evaporada, ayudando a que empresarios y productores puedan vender directamente a los programas sociales del Estado, como Qali Warma (CPI, 2017). Luis Ferrand (Trigoso, 2018), manifestó que Laive adquirirá una nueva línea de producción para atender el Programa de Alimentación Escolar Qali Warma, lo que incrementará su producción al 50%, y desarrollarán fórmulas especiales que cumpla con los valores nutricionales. A pesar que, Indecopi multó y dictó medidas correctivas a Laive por infringir el decreto al utilizar una doble denominación de leche evaporada y mezcla láctea, causando confusión a los consumidores (INDECOPI, 2019), se considera al reglamento como una oportunidad para la empresa al establecer los requisitos estandarizados de etiquetado y fomentar condiciones equitativas de competencia entre los fabricantes de productos lácteos.

1.3.2. Fuerzas económicas y financieras (E)

El Informe Global de Competitividad del Fondo Económico Mundial (FEM) en CDI (2019) señala que las principales fortalezas del país se ven reflejadas en los pilares macroeconómicos y en el sistema financiero. Los indicadores más favorables que se muestran en la Figura 3 son: inflación, dinámica de deuda, brecha crediticia, transparencia presupuestal, esperanza de vida, flexibilidad de determinación de salario, tasa arancelaria y movilidad laboral interna. Entre los indicadores que impactan positivamente en los negocios,

favoreciendo el entorno externo son la inflación, la dinámica de deuda y la brecha crediticia. Por otro lado, al realizar una comparación a nivel de Sudamérica, la Figura 4 muestra que durante el año 2019 en el Perú se proyectaron perspectivas de crecimiento económico del PBI, de 3.9% superior al de los últimos cinco años y mayor al de los países de Sudamérica como Colombia, Chile, Brasil y Argentina; de la misma manera para el año 2020 la proyección de perspectiva de crecimiento del PBI también favorece al Perú (Durand, 2019).

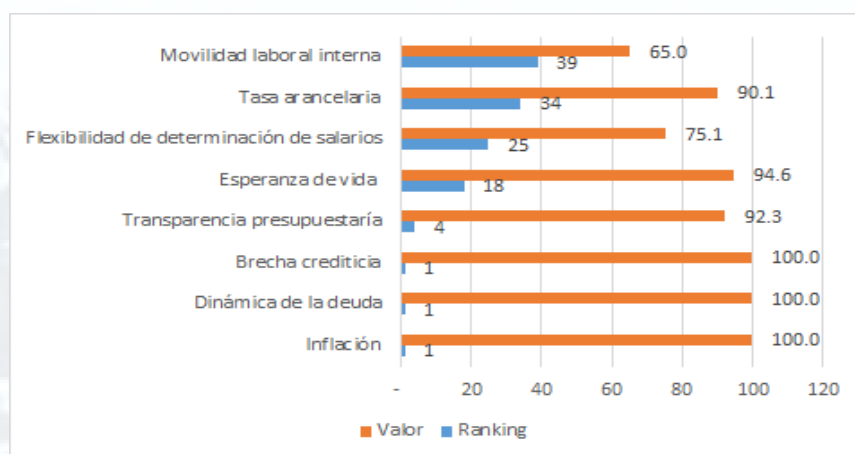


Figura 3. Indicadores que impactan en los negocios (2019).

Muestra el ranking que ocupa el Perú en los pilares de la Estabilidad Macroeconómica y el Sistema Financiero respecto a los 141 países evaluados. Adaptado de “The Global Competitiveness Report 2019 [El informe de Competitividad Global 2019]”, por el Foro Económico Mundial (FEM), 2019. Ginebra, Suiza: Autor. Recuperado de <http://www.cdi.org.pe/informeglobaldecompetitividad/index.html>

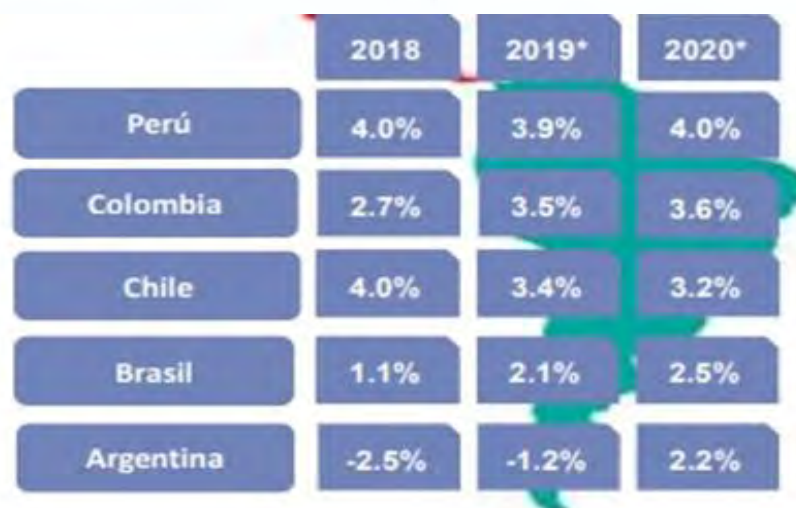


Figura 4. Evolución del PBI anual a nivel de Sudamérica (variación porcentual).

Muestra la estimación del crecimiento del PBI del Perú respecto a los demás países sudamericanos.

Tomado de “Perú Económico en el 2019: Análisis de la Economía Peruana a abril de 2019 [Mensaje de Blog]”, por J. Duran, 2019. Recuperado de <http://blog.pucp.edu.pe/blog/competenciayconsumidor/2019/04/29/peru-economico-en-el-2019-analisis-de-la-economia-peruana-a-abril-de-2019/>

En esta sección se muestran los siguientes factores macroeconómicos de Perú: (a) inflación: Durand (2019) señaló que en el año 2019 se presentó un desempeño de inflación del 2.0%, similar al presentado en el 2018, y mucho mejor en comparación que el de otros países sudamericanos como Brasil (4.18%), Chile (2.80%) y Argentina (29.0%); (b) tipo de cambio: según el Banco Central de Reserva del Perú, en el 2019, el tipo de cambio finalizó con 3.32, lo cual se considera como una situación de devaluación estable a pesar de la coyuntura política del último trimestre del 2019, en donde el poder ejecutivo anunció la disolución constitucional del congreso y la convocatoria a elecciones legislativa para enero del 2020; (c) pobreza: en el 2019 el porcentaje fue de 20.5%, porcentaje bajo en comparación con Colombia (27.0%), Brasil (30.0%) y Argentina (33.6%), y en los años anteriores Perú ha mantenido una tasa de pobreza decreciente y continua (Perú 21, 2019); (d) tasa de empleo informal: según Durand (2019) el Perú se encuentra como el país de Sudamérica con el mayor número de empleados informales o subempleados, con un valor de 73%, por encima de Chile (65%), Brasil (37%) y Argentina (34%); sin embargo, Gestión (2019a) mencionó que la tasa de desempleo tiene una tendencia decreciente de 0.2 % en el trimestre de enero a marzo del 2019; y (e) evolución del PBI: en febrero del 2019 el PBI subió de 2.57% a 7.21% con respecto a diciembre del 2018, presentando el sector agropecuario un comportamiento con tendencia al alza (Durand, 2019).

El Comercio (2019) en concordancia con el Ministerio de Agricultura y Riego (MINAGRI) mencionó que en abril del 2019 se tuvo un incremento del sector del 3% en comparación con el 11.9% del año anterior, impulsado por una mayor producción del subsector agrícola (4.2%) y el subsector pecuario (4.5%), en donde la producción de leche de vaca mostró un incremento del 2.7%. El Perú tiene un consumo per cápita promedio de leche

de 87 Kg/persona/año, consumo que está por debajo de lo recomendado por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO por sus siglas en inglés). FAO recomienda que el consumo per cápita debe ser en promedio de 120 Kg/persona/año, con lo cual hay una brecha por cubrir de 33 Kg (Andina, 2018). La producción de leche cruda presentó un incremento sostenido desde el 2016 con 1'959,229 toneladas, en el 2018 con 2'066,125 toneladas representó un incremento de la producción del 2.6% respecto al año 2017 (Andina, 2019); con el fin de continuar con dicho crecimiento de acuerdo al Plan Nacional de Desarrollo Ganadero, el Estado a través del MINAGRI espera para el 2021 lograr una producción nacional de leche cruda de 2.7 millones de toneladas, con un rendimiento promedio de 7.2 Kg/vaca/día y un consumo per cápita de 96 Kg/persona/año e implementar 100 plantas de transformación de leche cruda en zonas ganaderas donde existan pequeños y medianos productores (Andina, 2018).

En base a lo expuesto, los indicadores favorables (pre pandemia) de inflación, la dinámica de deuda, la brecha crediticia, la tasa de cambio estable, la pobreza decreciente, el crecimiento del consumo per cápita de la leche y el crecimiento del sector agropecuario PBI representan oportunidades para Laive porque incentivan el crecimiento agrícola y ganadero, incrementan el volumen de producción de leche y generan un crecimiento en la tendencia del consumo per cápita de leche y sus derivados. Sin embargo, es preciso señalar que la pandemia del COVID-19 (en adelante coronavirus) y el consecuente estado de emergencia en el Perú han influido en el consumo de los peruanos. Según Pasamón (2020) existió una variación de gran consumo durante el aislamiento, durante las primeras semanas del mes de marzo, 2020 el acopio de los alimentos envasados como los lácteos creció aproximadamente en un 30%, en mayo se produjo un crecimiento notable de los canales *on line* con un consumo medio

mientras se reactivaron más actividades comerciales, para el mes de julio se esperaba una pérdida del poder adquisitivo, incremento del canal *on line* en un 100%, incremento por consumo de marcas locales y conocidas, para luego a mediados de octubre entrar a una economía de guerra lo que hará que el PBI decrezca, el desempleo aumente, y más peruanos se sumen a los índices de pobreza.

1.3.3. Fuerzas sociales, culturales y demográficas (S)

La fuerza social conlleva a creencias, valores, actitudes, opiniones, y estilos de vida que se desarrollan desde las condiciones sociales, demográficas, culturales, religiosas y étnicas que existen en el entorno de toda organización (D'Alessio, 2008). En este factor se analizan las variables de crecimiento poblacional, tasa de empleo, nivel de pobreza; nivel educativo; cultura y estilos de vida. INEI (2019a) estimó que el crecimiento de la población para el 2021 será de 33 millones con un crecimiento de dos a tres millones cada 10 años, asimismo que el número de mujeres será mayor al de los hombres, es decir 98 hombres por cada 100 mujeres, y el mayor porcentaje de la población tendrá entre 15 y 60 años con una evolución constante hacia el año 2050; con esperanza de vida de la población de 76.5 años en promedio y tasa de fecundidad descendente (con dos hijos) al 2020. El informe técnico laboral del INEI (2020) indicó que, en el primer trimestre del año, la población en edad de trabajar en Lima Metropolitana fue de 7'869,500 personas, de los cuales el 68.3% pertenece a la población económicamente activa (PEA), de dicha población demandante de empleo, el 92.9% pertenece a la PEA ocupada y el 7.1% a la desocupada; asimismo, el 59% de la PEA con empleo aumentó en 3,7% (112,400 personas) y la población subempleada, aumentó en 1,6% (28,900 personas). Se considera un factor importante y fuerte para Laive contar con un

mercado de crecimiento constante que se concentra en un rango de edad de independencia económica.

La nota de prensa emitida por INEI (2019b) informó que, en el 2018, el nivel de pobreza (gasto per cápita menor a S/. 344) afectó a 900 mil personas (2.8% de la población total) y descendió 1.2 puntos porcentuales respecto al 2017 (313,000 personas dejaron la condición de pobreza), que la pobreza extrema (gasto per cápita menor a S/. 183) no disminuyó significativamente y que según la zona el 42.1% de la población rural y 14.4% de la población urbana es pobre. La reducción de la pobreza representa una oportunidad para la empresa porque significa mayor poder adquisitivo y mejora en el ingreso real. Respecto a la variable de educación, el peruano considera la educación como el camino a mejores oportunidades de empleo (Nielsen, 2013). El indicador de educación 2008-2018 (INEI, 2019c), mostró que el nivel educativo alcanzado al 2018 fue de 30.8% en educación superior, entre universitaria y no universitaria, 38.7% en educación secundaria, 25.6% en educación primaria y el 4.9% de la población mayor a 25 años no logró estudiar. Se considera favorable contar con un mayor porcentaje de personas con nivel educativo superior porque en algunos casos les permite acceder a mejores puestos laborales y mayores ingresos económicos.

En la cultura, idiosincrasia y tendencia del consumidor, el peruano posee una percepción más positiva que el promedio de la región sobre los aspectos económicos y financieros del país, valora invertir tiempo de calidad con la familia, se caracteriza por ser racional al tomar la decisión de compra, y no tan leal a la marca, en lo que respecta a productos masivos como alimentos y bebidas, donde prima la funcionalidad y calidad del producto (Nielsen, 2013). Arellano (2019a) comentó que el 41% de la población se preocupa por el contenido nutricional de los productos y que relaciona la vida saludable con la buena

alimentación; esta información la comparte *Kantar Worldpanel* (Kantar, 2019), quien reveló en su estudio sobre Salud y Etiquetado que el 54% de las familias peruanas se consideran saludables y muy saludables, y poseen un sentido de conciencia al leer lo que consume. Esta variable se considera favorable para Laive al contar con un portafolio de productos caracterizados por su enfoque saludable y práctico. Como última variable, en Arellano (2019b) se mencionó seis estilos del peruano, agrupados de acuerdo a su manera de pensar y actuar, los cuales posibilitan entender parte del comportamiento del consumidor: los progresistas y formalistas (atribuidos al género masculino), las modernas y conservadoras (atribuidos al género femenino), los sofisticados y austeros (mixtos). Todos estos factores representan una oportunidad para Laive, pues le permiten el acceso a un mercado que ha reducido su pobreza monetaria y que ha incrementado sus niveles de educación permitiendo tener una población con mejores decisiones de consumo.

1.3.4. Fuerzas tecnológicas y científicas (T)

Para el análisis de las fuerzas tecnológicas y científicas se evalúa la competitividad del país en sus principales indicadores tecnológicos. Estas fuerzas se caracterizan por la velocidad del cambio, innovación científica permanente, aceleración del progreso tecnológico y la amplia difusión del conocimiento, la cual origina la necesidad de adaptarse y evolucionar, y su impacto se da en la redefinición de la organización, en la generación de oportunidades y en la toma de decisiones, que a su vez influyen en la competitividad de la empresa, lo cual puede convertirse en una oportunidad o en su defecto en una amenaza (D'Alessio, 2008). El Informe Global de Competitividad del FEM 2019 (CDI, 2019), señaló que uno de los aspectos que perjudican la competitividad del país durante el 2019 guarda relación con los pilares de adopción de las TIC, y entre sus indicadores menos favorables en temas de tecnología son las

suscripciones a internet de fibra óptica y usuarios de internet, tal como se muestra a continuación en la Figura 5.

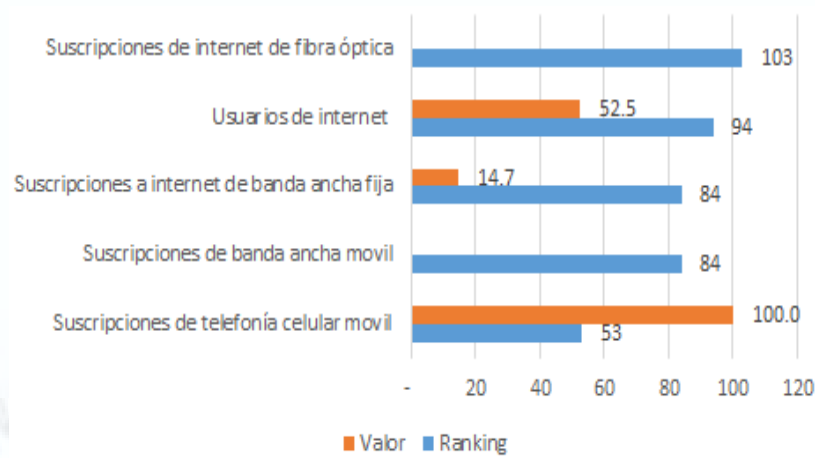


Figura 5. Indicadores que impactan negativamente a la tecnología a nivel del país. Muestra la posición de los indicadores que ocupa el Perú respecto a los 141 países, siendo el de mayor impacto negativo en el pilar de las Adopción de TIC (suscripciones de internet de fibra óptica). Adaptado de “The Global Competitiveness Report 2019 [El informe de Competitividad Global 2019]”, por el Foro Económico Mundial (FEM), 2019. Recuperado de http://www.cdi.org.pe/pdf/IGC/2019/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf

Serrano (2006) mencionó que la inversión en Investigación y Desarrollo (I+D) en América latina y el Caribe no excede el 1% del PBI, de los cuales Cuba, Brasil y Argentina tienen los mayores porcentajes. En los países en desarrollo la proporción es de seis investigaciones por cada 1,000 personas en edad laboral, lo cual corresponde a un valor diez veces menor que en América Latina y el Caribe; al enfocarse específicamente en el sector lechero, el área de producción primaria es el de mayor volumen de investigación y el área de procesamiento es el de mayor volumen con innovaciones y adopciones tecnológicas; asimismo, entre las actividades de I+D desarrolladas para el sector lechero en Latinoamérica se tienen a la alimentación animal, la nutrición, la genética, la reproducción, la salud, fisiología, las buenas prácticas agrícolas y lecheras, los costos, el procesamiento, la cadena lechera y el mercadeo (Ponce, 2018).

Como ejemplo de tecnología asociada al sector lácteo, Perulactea (2016) señaló que la empresa Tetra Pak S.A. ha extendido la aplicación de su tecnología de procesamiento *OneStep* a la producción de leche líquida, solución que sólo ha estado disponible para la producción de leche cruda; con la que los productores pueden preparar leche UHT a partir de leche en polvo, lo cual permite reducir costos operativos (hasta un 40%) y la reducción del impacto de la huella de carbono (en más del 50%); asimismo, apuesta por el uso de nuevas tecnologías, como realidad aumentada y códigos únicos (código QR) para sus envases, con lo cual los clientes podrán escanear, y ver desde su *smartphone* información nutricional, fechas de fabricación, entre otros datos del producto (Gestión, 2019b). Además, durante la pandemia, Laive potenció la oferta de sus productos mediante el canal digital ICO Logística, ofreciendo sus productos al por mayor y menor en asociación con otras marcas complementarias.

A pesar que la inversión en I+D en América latina y el Caribe no llega a exceder el 1% del PBI, lo cual afecta la innovación tecnológica empresarial, reduciendo el nivel de competitividad y la posibilidad de realizar procesos más eficientes tanto externos como internos en las empresas; Laive, en su sector, destaca por su innovación en productos con una inversión en I+D (Laive 2015a) frecuente que podría lograr aumentar su participación en el mercado lácteo, por lo que el aspecto tecnológico se considera un factor importante para el desarrollo de Laive.

1.3.5. Fuerzas ecológicas y ambientales (E)

Las fuerzas ecológicas y ambientales han adquirido con el pasar del tiempo mayor importancia para el rubro empresarial y la población, considerándose una preocupación latente para la humanidad, respecto a la responsabilidad hacia las generaciones futuras (D'Alessio, 2008). A nivel mundial, específicamente el sector lácteo se creó un marco de sostenibilidad,

también conocido como DSF por sus siglas en inglés de *Dairy Sustainability Framework*, el cual busca alinear el camino y el compromiso del sector a través de 11 iniciativas que tienen como objeto tener la capacidad de proporcionar productos seguros y nutritivos, respaldados por la crianza de un ganado sano (DSF, 2019). Asimismo, de acuerdo a lo señalado en la página web oficial de la FAO, existen ciertos factores medioambientales que pueden afectar la calidad de la leche, tales como: (a) la contaminación ambiental, (b) el crecimiento de patógenos, (c) los aditivos químicos y (d) la descomposición de los nutrientes; es decir, la leche puede llegar a contaminarse cuando el ganado consume piensos o agua que contienen sustancias químicas, poniendo en riesgo la salud de los consumidores finales.

Ante las iniciativas mundiales de sostenibilidad, se evidencia que en el Perú no existen normativas que acompañen estas disposiciones. Por ejemplo, a la fecha se espera la aprobación de la Ley Marco del Cambio Climático, la cual está vinculada con el niño costero y factores relacionados al sector hídrico como los niveles y calidad del agua, inmersión para aguas residuales, agua potable y conservación de cuencas (Sierra, 2018). En lo que respecta a la calidad de agua, es importante contar con una regulación que garantice un sistema seguro de alimentación del ganado, considerando que podrían ser transmisores de enfermedades o infecciones zoonóticas como brucelosis, salmonelosis, listeriosis, entre otras comúnmente asociadas al consumo de leche y productos lácteos (FAO, 2019). Por otro lado, respecto a los fenómenos climáticos como el niño costero y el friaje, se requieren medidas preventivas que mitiguen sus efectos, ya que, si bien la costa peruana es el hábitat ideal para el desarrollo de crianzas únicas en el mundo, dichos fenómenos afectan directamente a la ganadería del país y por ende a la industria láctea, llegando a convertir una ventaja comparativa en una amenaza para el sector. Asimismo, cabe mencionar que los ganaderos han enfrentado la variabilidad de

los climas extremos a través del empleo de razas vacunas como *Brom Swiss* y criolla para la sierra, las cuales son resistentes a la altura, *Holstein* para la costa y Gir Lechero en la selva (Zavala, 2010).

Adicionalmente, es probable que el cambio climático afecte la inocuidad de los alimentos, no solo en la etapa de producción sino también en el almacenamiento y distribución, debido a las altas temperaturas (OMS, 2019), ante ello es indispensable establecer procedimientos y medidas de control que permitan asegurar que el producto llegará al consumidor final de acuerdo a lo previsto, teniendo en consideración que la leche es un producto perecedero. Una de las decisiones tomadas para afrontar esta posible amenaza, es la alianza estratégica de la empresa Tetra Pak S.A. con el sector lácteo; dicha empresa ha evidenciado su preocupación por la protección del medio ambiente, mostrándose a la vanguardia con una estrategia enfocada en el uso sostenible de los recursos naturales, sin dejar de lado la rentabilidad y sostenibilidad del negocio mediante el uso de tecnologías innovadoras y el constante desarrollo de procedimientos para reducir el consumo de los recursos, desechos de productos y descargas contaminantes de productores de alimentos, entre otros (Tetra Pak, 2019).

1.3.6. Fuerzas competitivas

D'Alessio (2008) mencionó que las fuerzas competitivas componen la estructura del sector industrial y deben ser analizadas minuciosamente a través de la inteligencia competitiva, la cual es un proceso encargado de reunir información y conocimiento sobre los competidores de una organización; asimismo mencionó que la productividad y la competitividad son objetivos inherentes del proceso estratégico y que están basadas en alcanzar altos desempeños organizacionales. Porter (2008) mencionó que la prosperidad de las

naciones (creada a partir de elecciones estratégicas) depende de su competitividad, la cual a la vez está basada en su productividad. De acuerdo con el Informe Global de Competitividad del FEM (CDI, 2019), el puntaje global de Perú en el 2019 fue de 61.7, mayor que el año anterior (61.3); a pesar de esto, Perú retrocedió dos posiciones en el Ranking Global ocupando el puesto 65 de 141 economías evaluadas manteniendo el cuarto lugar en Sudamérica y sexto lugar en Latinoamérica y el Caribe, tal como se muestra en la Figura 6.

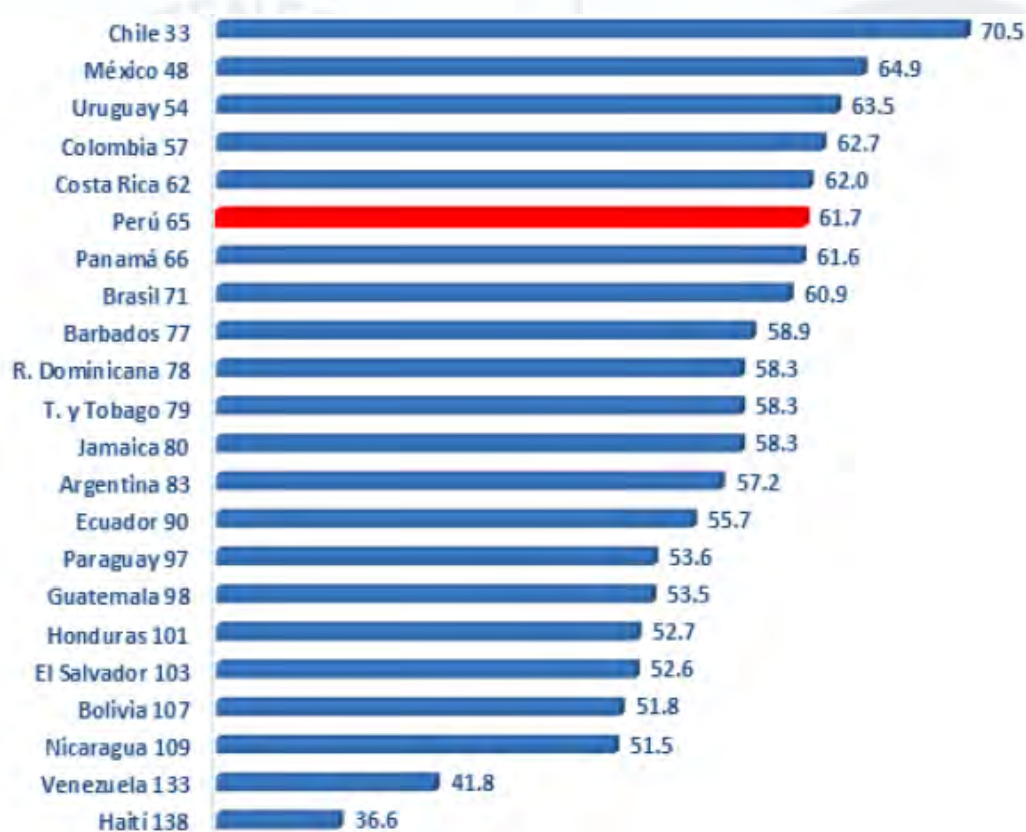


Figura 6. Ranking de países Latinoamérica y el Caribe según el Informe Global de Competitividad del FEM del 2019 (Índice Global de Competitividad 2019).

Muestra la posición 65 que ocupa el Perú respecto a los 141 países y sexto en Latinoamérica y el Caribe. Tomado de: “The Global Competitiveness Report 2019: El informe de Competitividad Global 2019”. Foro Económico Mundial (FEM). Recuperado de http://www.cdi.org.pe/pdf/IGC/2019/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf

El Informe Global de Competitividad del FEM (CDI, 2019), señala que uno de los aspectos que perjudican la competitividad guarda relación con los pilares de las instituciones y

el mercado de trabajo. El indicador menos favorable y de mayor peso es la tasa de homicidios, en el tema de crímenes, lo cual refleja el impacto en la inseguridad de la población y su impacto en la confianza en instituciones públicas. La Figura 7, muestra que los indicadores de índice de red vial, tasa de homicidios y tiempos para iniciar un negocio son algunos de los indicadores más críticos que impactan negativamente en los negocios y a la inversión extranjera. Es importante considerar la implementación de políticas públicas que ayuden al aumento de la competitividad del país, a través de elecciones estratégicas que reduzcan las amenazas de mayor impacto para la nación, y, por lo tanto, para las empresas del medio.

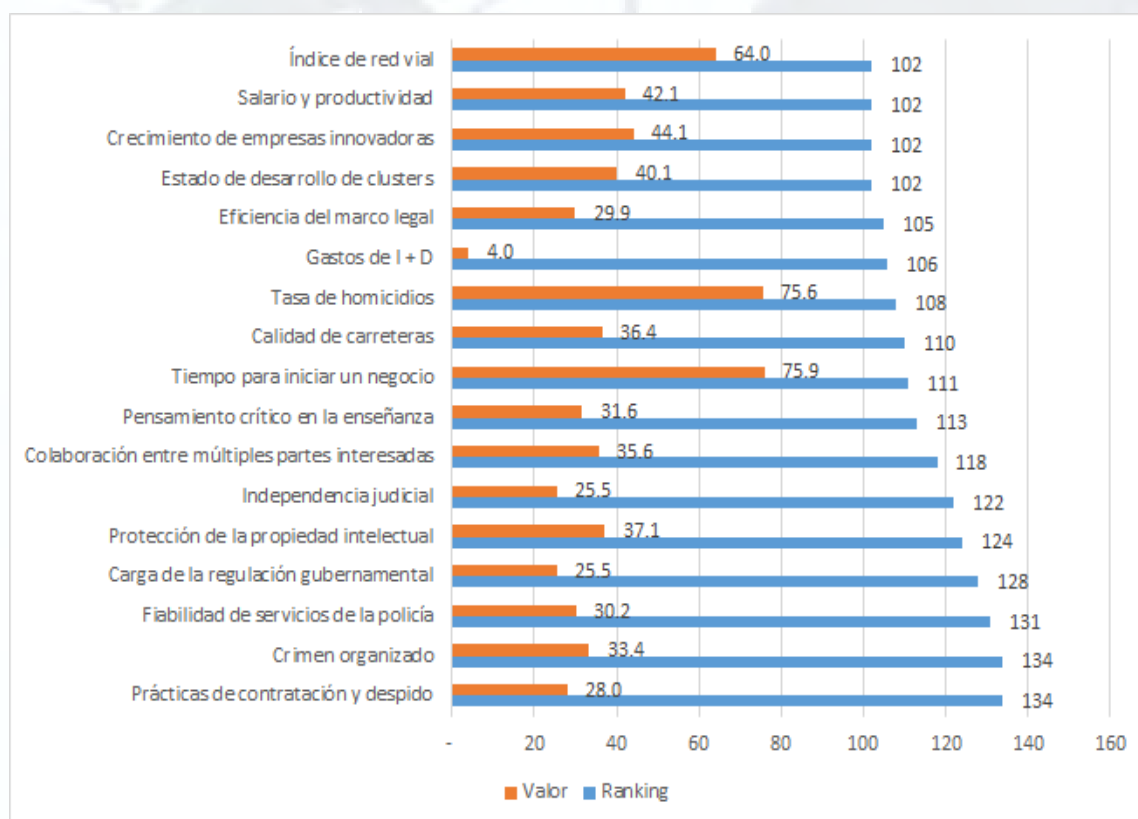


Figura 7. Indicadores críticos para la competitividad 2019.

Muestra los indicadores que impactan negativamente al país al hacer negocios. Perú ocupa el puesto 61 respecto a los 141 países evaluados.

Tomado de: "The Global Competitiveness Report 2019: El informe de Competitividad Global 2019". Foro Económico Mundial (FEM). Recuperado de http://www.cdi.org.pe/pdf/IGC/2019/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf

1.4. Análisis Interno (AMOFHIT)

D'Alessio (2008) indicó que el análisis interno de una empresa inicia con la identificación de los síntomas o efectos visibles que producen las distorsiones, permitiendo a los gerentes establecer mejoras, y en el mejor de los casos, encontrar la causa - raíz de los problemas para adoptar medidas eficientes que refuercen la posición competitiva de la empresa en el mercado. El análisis interno de una empresa implica identificar parámetros específicos traducidos en fortalezas y debilidades de las principales áreas funcionales de la empresa; las fortalezas son factores que impactan positivamente a la empresa y que refuerza la evolución y posicionamiento competitivo (Speth, 2016), también son capacidades distintivas difíciles de imitar por la competencia (Torres, 2014). Las debilidades son factores que abaten la competitividad de la empresa y que al identificarlas permiten elaborar un plan de mejora para neutralizar el impacto negativo en el desempeño y posición de la empresa (Sainz, 2018). Las principales áreas funcionales entre primarias y de soporte que se interrelacionan en el ciclo operativo de la empresa son: administración (A), marketing y ventas (M), operaciones y logística (O), finanzas y contabilidad (F), recursos humanos (H), sistemas de información y comunicaciones (I), y tecnología / investigación y desarrollo (T), de acuerdo a D'Alessio (2008). La información de las memorias anuales, estados financieros y toda fuente pública emitida por Laive con la finalidad de describir y evaluar las variables críticas de cada área funcional han servido para el análisis AMOFHIT, como se muestra en la Figura 8.

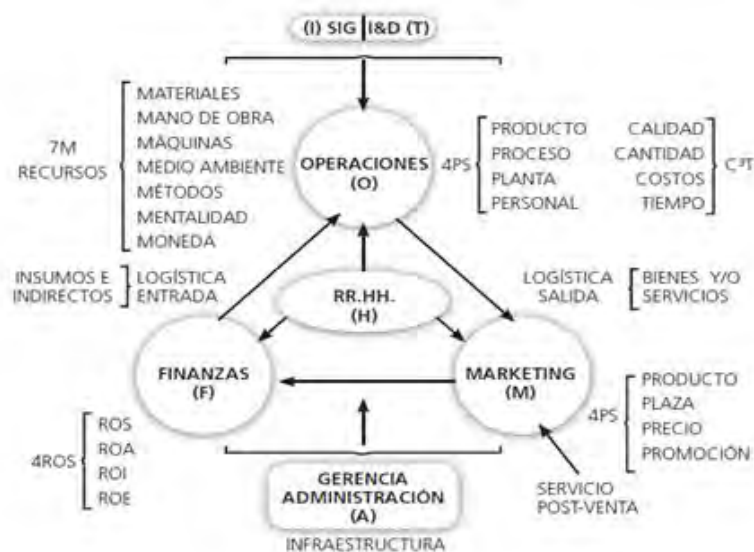


Figura 8. Ciclo operativo de la organización.

Muestra las interrelaciones funcionales, las principales variables y factores claves que deben ser analizados y monitoreados en una auditoría interna. Tomado de “El Proceso Estratégico. Un enfoque de Gerencia”, por D’Alessio, F. (2008). México: Pearson Educación.

1.4.1. Administración (A)

Sánchez (2014) señaló a la administración como la actividad esencial de una organización y citó a Henry Fayol, quien definió la administración como el proceso integral para planear, organizar, dirigir, coordinar y controlar los recursos de la organización de manera eficiente para el alcance de metas establecidas por la empresa. Asimismo, Chiavenato (2006) definió a la organización como la acción organizacional a través de la organización, la planeación, la dirección y el control de todos los esfuerzos realizados en todas las áreas y niveles de la organización, con el fin de alcanzar los objetivos de la mejor manera asegurando la competitividad de la organización en su sector. Arbaiza (2016) indicó que un aspecto fundamental en la administración y organización de empresas es la "generación del valor", objeto fundamental sujeto a medición para analizar el desempeño de la organización. Para el análisis interno de la empresa, D’Alessio (2008) recomendó evaluar de manera detallada cada

una de las funciones del proceso administrativo: (a) planeación, (b) organización, (c) dirección y coordinación, y (d) control.

En la función de planeación se analiza la capacidad de Laive para afrontar las actividades críticas y la toma de decisiones que han marcado su historia. Según los datos obtenidos en Laive (2018) e información obtenida de su página web, Laive se creó en 1910 como una empresa dedicada a la crianza de vacunos y lanar en la zona central del Perú y fabricación de mantequilla, demostrando desde sus inicios ser una empresa coherente con su visión, misión y principios, con objetivos claros enfocados en una mayor participación en la industria alimentaria a través de estrategias de expansión y adquisición de activos. Los principales hitos de la empresa son: (a) el ingreso al mercado de queso fundido en 1938; (b) la compra del terreno en 1960 en Lima, una inversión que hasta la fecha mantiene y en el que se encuentran sus instalaciones; (c) la expropiación de sus tierras, ganados e instalaciones en 1970 debido a la reforma agraria; (d) la diversificación de su portafolio en 1972 ingresando al mercado de yogures; (e) la construcción de su primer laboratorio en 1974 para garantizar la calidad de sus productos; (f) la expansión hacia Arequipa en 1980; y (g) la adquisición de la Salchichería Suiza, ingresando así al mercado cárnico en 1991. Hoy en día, sigue invirtiendo en plantas de fabricación para el desarrollo de productos que brinden beneficios saludables.

En la función de organización, D'Alessio (2008, p. 171) recomendó tener presente en el análisis interno de toda organización los principios de Henry Fayol: “(a) unidad de comando, (b) alcance de control, (c) homogeneidad de funciones, y (d) delegación de autoridad”, mientras que Sánchez (2014) sugirió analizar a la empresa en función a la capacidad que tiene para ordenar y distribuir el trabajo, la autoridad y los recursos entre los miembros para alcanzar sus metas. Para analizar la organización de Laive se determinó su

tipo, así como la conformación de su mesa directiva y gerencial. Laive es una organización formal que cuenta con un directorio y una cadena de mando en sus principales áreas funcionales la cual le permite mantener el orden en la división y distribución de las tareas (Sánchez, 2014). El directorio, con relación a su gestión empresarial, tiene el rol de establecer estrategias y tomar decisiones que maximicen el valor de la empresa, dejando la gestión operativa al gerente general y al equipo gerencial (Miller, 2013). En la historia de Laive, el directorio aprobó distintas estrategias de expansión, entre ellas: (a) fusión por absorción de Agroindustrias Andinas S.A., (b) modificación de la razón social de Sociedad Ganadera del Centro S.A. a Laive S.A., (c) fusión con Industrias Lácteas de Tacna S.A., y (d) fusión por absorción con NGBV Holding S.A. (Laive, 2018).

La mesa directiva de Laive, como se aprecia en la Figura 9, está conformada por ocho profesionales con amplia experiencia y conocimientos especializados acorde con el giro de la empresa: un presidente, un vicepresidente y seis directores de los cuales dos son directores independientes. Molina (2006) definió a un director independiente como una persona externa a la empresa sin ningún vínculo gerencial, aparte de su puesto en la mesa directiva. Figueroa y Santibáñez (2002) mencionaron que contar con directores independientes ofrece a la empresa mayor objetividad y monitoreo frente a las decisiones estratégicas. Asimismo, Banco de Desarrollo de América Latina (2010) mencionó que un directorio debe cumplir con requisitos mínimos, los cuales se detallan a continuación: (a) que la mesa directiva se conforme por ejecutivos competentes y de prestigio profesional, (b) que no desempeñen cargos ni estén relacionados a empresas competidoras, (c) que no pertenezcan de manera simultánea a más de cinco juntas directivas, (d) que no estén sumidos en ningún proceso judicial, (e) que tengan la

edad suficiente para ocupar un puesto de director, y (f) que no desempeñen cargos en empresas que sean cliente o proveedores.

Nombre	Cargo	Profesión	Nacionalidad	Cargos en paralelo
Francisco Moreyra Mujica	Presidente	Administrador de empresas	Peruana	Director y Gerente de Faro Capital SAFI S.A, Director, Gerente -General y Accionista de Valores Agroindustriales S.A.
Sr. Anibal Larrán Cruzat	Vicepresidente	Ingeniero Comercial	Chilena	Representante legal de Watt's S.A.
Sr. Rodolfo Véliz Moller	Director	Ingeniero Comercial	Chilena	Representante legal de Watt's S.A.
Sr. Santiago Larrain Cruzat	Director	Ingeniero Mecánico	Chilena	Gerente General de Watt's S.A.
Srta. Carolina Palacios Cisneros	Directora	Comunicadora	Peruana	
Sr. Aurelio Palacios Mc Bride	Director	Ingeniero pesquero	Peruana	Gerente General de Transportes Acoinsa S.A.C.
Luis Estrada Peralta	Director	Economista	Peruana	Socio fundador de Capital Foods y Director de Pastificio S.A.C y Corporacion Syzard S.A.C
Luis Javier Ferrand Aspillaga	Director	Ingeniero Químico	Peruana	

Figura 9. Directorio de Laive 2019.

Adaptado de la Mesa directiva. (2015). Recuperado de <http://laive.pe/mesa-directiva/>

Al evaluar la mesa directiva de Laive en base a los requisitos mínimos de un buen director, se concluye que la empresa no cumple con el último requisito debido a que tres de sus directores ocupan cargos directivos en la empresa Watt's S.A. (en adelante Watt's), situación que podría generar conflictos de interés al ser Watt's su cliente. Bernet (2007) definió al conflicto de interés como el beneficio indebido para uno o ambas partes que se ocasiona si una de las partes aparece en ambos lados de la negociación. En setiembre 2017, Laive suscribió un contrato de licencia de marcas con Watt's de Chile que le concede la licencia exclusiva para la elaboración y comercialización de la marca Watt's en Perú, por un periodo inicial de 3 años, a cambio del pago de una regalía del 3% de las ventas netas mensuales de los productos que se comercialicen con las marcas cedidas, y de invertir anualmente el 5% de los ingresos netos en actividades promocionales (Laive, 2018).

El directorio, al 2019, lo preside el Sr. Francisco Moreyra Mujica, quien ocupa el cargo desde hace doce años, es director, gerente general y accionista de Valores

Agroindustriales S.A, empresa titular del 37.53334% de las acciones comunes “Clase A” de Laive y el Sr. Aníbal Larraín Cruzat, como vicepresidente desde hace 10 años, quien a su vez es representante legal de Watt's empresa chilena titular del 99.99% de la empresa Comercial Víctor Manuel S.A, empresa titular del 37.68042% de las acciones comunes “Clase A” (Laive, 2018). Con relación al nivel gerencial, Laive presenta una estructura vertical de larga trayectoria que va desde el gerente general hasta sus 10 áreas funcionales: (a) administrativo y financiero, (b) supply chain, (c) comercial, (d) marketing, (e) producción y proyectos, (f) innovación y desarrollo, (g) gerencia regional Sur, (h) gerencia de aseguramiento de calidad, (i) gestión humana, y (j) contabilidad general.

Respecto a la dirección, Sánchez (2014) la definió como el conjunto de capacidades y habilidades de los funcionarios de persuadir y motivar a sus colaboradores para que a través de una eficiente coordinación realicen las tareas encomendadas y contribuyan con los objetivos propuestos. Laive, en su política de calidad, reconoce públicamente el esfuerzo y compromiso de todos sus trabajadores con la distribución de los productos en todo el país. Por último, en el control, función administrativa que se define como el proceso de vigilar o de hacer seguimiento de las actividades y comportamientos de las personas y procesos para el alcance de los objetivos (Torres, 2014), Laive cuenta con un director, gerente general y supervisores los cuales son responsables de sus áreas y corresponsables del resultado final de la empresa. Es en su política del sistema integrado de gestión, en donde involucra a todo su personal, declara su compromiso en velar por la protección y seguridad de sus *stakeholders*, haciendo partícipe a todo el personal de la gestión de riesgos, oportunidades y controles de mejora. Esto ha permitido fomentar un clima laboral y crecimiento laboral con enfoque en la responsabilidad social empresarial como balance entre los objetivos económicos y sociales,

enfocándose en la satisfacción del cliente. En el año 2018, en la encuesta de satisfacción al cliente Laive obtuvo un puntaje de 88.2%, 5.2% arriba de lo obtenido en el 2017 (Laive, 2018).

1.4.2. Marketing y ventas (M)

El Marketing es considerado como una variable primaria dentro de la cadena de valor de Porter, teniendo como meta la satisfacción de las necesidades del cliente final (Peñaloza, 2005). Speth (2016) definió el marketing como la capacidad o fortaleza de la empresa para posicionar sus productos y anticiparse a las necesidades del cliente; asimismo D'Alessio (2008) lo definió como la función responsable de las decisiones relacionadas al producto, precio, plaza, promoción, investigación, segmentación de mercado y posicionamiento de la marca. Laive ofrece al mercado tres segmentos de productos: lácteos, cárnicos y productos derivados de frutas que son fabricados en instalaciones propias: (a) la planta de lácteos que produce dulce de leche, leches fermentadas, crema de leche, mantequilla, crema de mantequilla, queso fresco, queso fundido y queso crema; (b) la planta de productos UHT que fabrica las leches evaporadas, bebidas con cereales, bebidas de frutas, refrescos y néctares; y (c) la planta de cárnicos que prepara los jamones, embutidos con tratamiento térmico, cabanossi, jamonadas, hamburguesas, chicharrón de prensa, tocino, embutidos crudos y mortadela. Con respecto al precio y la tendencia del consumidor, según la consultora *Euromonitor International*, el consumidor peruano compara marcas y es sensible al precio, busca los descuentos y promociones (Gestión, 2018a), por ello, Laive utiliza las estrategias de diferenciación por precios accesibles, fortaleciendo su presencia en la canasta del consumidor.

En plaza, Laive cuenta con una red de distribución que cubre el canal moderno y tradicional. En las cuentas por cobrar al cierre del 2018 Laive presenta 3 tipos de clientes:

distribuidores (canal primario que representó el 46% de las ventas obtenidas en el 2018), autoservicios y otros. Sus productos son distribuidos de dos maneras: directa a los supermercados y mercado institucional e indirecta por medio de distribuidores logrando una mayor cobertura nacional. En promoción, incursiona en productos coherentes con su posicionamiento de Vive Más al transmitir al consumidor que sus productos son prácticos y a la vez nutritivos y saludables. Una de las estrategias comunes es la renovación de su portafolio de productos con mayor valor agregado orientado al desarrollo de alimentos saludables. Entre sus lanzamientos se mencionan: la leche con 0% de lactosa, yogur griego 0% de grasa, la nueva línea de leche evaporada elaborada a base de 100% de leche de vaca sin preservantes; el lanzamiento del portafolio es diferenciado, buscando cubrir las necesidades de cada tipo de consumidor: familia en general, personas intolerantes a la lactosa, y niños (Cevallos, 2018). Otra estrategia es la innovación a través del lanzamiento de su empaque único en forma de un prisma hexagonal y tapa rosca que permite una fácil apertura.

Laive se posiciona en el mercado como la empresa peruana dedicada a la fabricación de productos prácticos y funcionales con valor agregado, destacando una variedad de productos con cultivos prebióticos, probióticos, semidescremados, 0% grasa, 0% lactosa, con omega y DHA (*Food news latam*, 2014). Otro enfoque de promoción es el uso de sus redes sociales como *facebook* y *youtube* en donde promociona activamente sus productos y responde a las inquietudes de sus consumidores. Con el enfoque moderno de responsabilidad social corporativa (RSC) como una estrategia de sostenibilidad empresarial, relacionando los objetivos sociales con los económicos (Miller, 2013), Laive se enfoca en la alimentación práctica y saludable y participa en las campañas de comunicación del gobierno para concientizar a la población, como por ejemplo durante la pandemia del coronavirus, en marzo

del 2020, se unió al compromiso de velar por la salud del país con la campaña “Lave sus manos”, contribuyendo de esta manera con la higiene sanitaria. Por otro lado, a pesar de sus esfuerzos promocionales los cuales representaron el 6% de sus ingresos por venta para el 2018, Laive pierde relevancia, no convence del todo a su público objetivo, situación que se demuestra en el último ranking anual de *Brand Footprint* (Kantar, 2019) por no aparecer dentro de las veinte marcas preferidas por el consumidor peruano.

La Figura 10 evidencia el volumen de ventas consolidado de Laive desde el 2014 hasta el 2019. Las ventas en el 2018 crecieron a 612.3 millones de soles, mientras que en el 2019 decrecieron a 598.7 millones de soles (2.2%). En la Tabla 1, se evidencian las ventas por categoría de productos. La categoría de lácteos registró un leve crecimiento de 3.6% y 83.50% de participación de las ventas; la categoría de productos derivados de frutas registró la caída más fuerte en ventas del 47% y 5.8% de participación; y la categoría de cárnicos con una ligera caída del 0.16% y 10.66% de participación. A pesar del leve decrecimiento, Laive mantiene su estrategia de enfoque en productos con valor agregado como yogures, leches, quesos, mantequillas y cárnicos. Respecto al destino de sus ventas, el 99.5% se dirige al mercado nacional y el 0.5% al mercado exterior.



Figura 10. Evolución de las ventas Laive S.A 2014 - 2019.
Adaptada de “La Memoria Anual Laive, 2019”. Recuperado de
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%202019%20v2.pdf>

Tabla 1

Variación y participación en ventas según categoría en S/. MM (expresado en miles de soles)

Categoría	Venta 2019	Venta 2018	Venta 2017	Variación 2019 - 2018	Variación 2018 - 2017	Participación por categoría 2019	Participación por categoría 2018	Participación por categoría 2017
Lácteos	499.90	482.50	473.20	3.61%	2.00%	83.50%	78.80%	80.60%
Productos derivados de frutas	34.70	65.60	57.20	-47.10%	14.70%	5.80%	10.70%	9.70%
Cárnicos	63.80	63.90	56,00	-0.16%	14.10%	10.66%	10.40%	9.50%
Otros	0.30	0.30	0.40	0.00%	-25.00%	0.05%	0.00%	0.10%
Totales	598.70	612.30	586.80	-2.22%	4.30%	100.00%	100.00%	100.00%

Nota. Adaptado de “La Memoria Anual Laive, 2019”. Recuperado de
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%202019%20v2.pdf>

1.4.3. Operaciones y logística (O)

D’Alessio (2008) definió la función de operaciones como la encargada de ejecutar los procesos de producción de bienes y servicios. Skinner (como se cita en Zúñiga, 2005) y D’Alessio (2008) destacaron la importancia del área de operaciones para mantener la empresa sostenible y competitiva en el tiempo y proponen un proceso de toma de decisiones vertical

descendente para que todo proceso de operaciones sea congruente con la estrategia de la empresa. Adicionalmente, Zuñiga (2005) coincidió con Drucker (1990) en la importancia de las operaciones como aporte estratégico para la sostenibilidad de la empresa, porque es en operaciones donde se evidencia la capacidad de respuesta para atender los requerimientos del mercado. Por tal motivo, en el análisis de la parte operativa de Laive se recopiló información relacionada a sus centros de acopio, activos, equipos y maquinarias de proceso para la fabricación de sus diferentes líneas de productos. Según la memoria anual 2019, la empresa presenta una estructura vertical que administra directamente cuatro centros de acopio ubicados en Huacho, Mejía, Ongoro y Achoma, lo cual le permite depender menos de proveedores externos que se encuentran ubicados en la zona norte y sur de Lima. Para la fabricación y almacenamiento, la empresa cuenta con cinco terrenos de los cuales tres se encuentran en Lima y dos en Arequipa.

En el primer terreno de Lima, con 44,954.50 metros cuadrados, tiene construidas tres plantas de fabricación: (a) la planta de derivados lácteos: que tiene nueve líneas de producción (mantequilla, queso fundido, parmesano rallado, queso fresco, yogur, crema de leche, empaque de quesos, queso crema y manjar blanco) con 324 equipos y maquinarias principales para recepción, pasteurizadoras, tanques de llenado, tapadoras de botellas, etiquetadoras, empacadoras, entre otros; (b) la planta de cárnicos que tiene cinco líneas de producción (jamones, jamonadas, salchichas, tocinos, empaque al vacío de productos elaborados) con 142 equipos y maquinarias; y (c) la planta de productos UHT que tiene ocho líneas de envasado Tetra Pak y cuatro líneas de llenado de bolsas en donde se elaboran las leches, bebidas y jugos. El segundo terreno de Lima, con 10,000 metros cuadrados, consta de un almacén de productos terminados con una capacidad de 8,000 toneladas y el tercer terreno de cinco lotes

ubicado en el Fundo Quebrada de Huaycoloro, provincia de Huarochirí. En Arequipa tiene su planta de derivados lácteos de 2,203.97 metros cuadrados con cuatro líneas de producción, para quesos de maduración, mantequilla, crema de leche y suero; en Majes tiene una planta de procesamiento de leche fresca que va desde la recepción de la materia prima hasta la evaporación. Es preciso mencionar que sus plantas de producción cuentan con certificaciones de Calidad para sistemas HACCP e ISO-9001:2015, programas de adecuación, manejo ambiental y programas de seguridad en el trabajo (SMV, 2020).

1.4.4. Finanzas y contabilidad (F)

Por un lado, se tiene a las finanzas; Luna (2014) lo define como la capacidad que tiene la empresa para generar flujos de caja que le permiten invertir en más proyectos buscando maximizar el valor de la organización y EAFIT (2017) como la rama aplicada de la economía que estudia cómo las empresas asignan recursos en el tiempo y a partir de ello tomar decisiones considerando la incertidumbre y riesgo. Por otro lado, se tiene a la contabilidad; para Muñoz (2002) es la ciencia que se encarga de brindar la información económica financiera útil para la toma de decisiones empresariales y para IEBS (2019) el de obtener información económica de la empresa (interna y externa), la cual se analiza y sirve de base para proyectar los flujos de caja considerando la incertidumbre y cumpliendo con el objetivo de mejorar sus finanzas (decisiones sobre inversiones y su financiamiento). En el análisis financiero 2019, se revisó la composición del accionariado, márgenes de la operación, desempeño de sus principales gastos, interpretación de principales partidas del estado financiero y las políticas de dividendo.

En su accionariado, Laive cuenta con tres principales accionistas, los cuales son: Valores Agroindustriales S.A., con 37.5%; Comercial Víctor Manuel S.A. (compañía

domiciliada en Chile) con 37.7%; y Fundación Cristina e Ismael Cobian E. con 5.5%, que representan en conjunto el 80% de participación en acciones. Respecto al desempeño y resultados de la operación, en el año 2019 Laive, generó una utilidad bruta de S/ 120,8 millones y 20.2% de margen de ventas, una utilidad operativa de 3.5% sobre la venta y un EBITDA de 8% por encima de lo obtenido en el 2018. Respecto a los gastos de ventas y distribución incurridos en el 2019, éstos ascendieron a S/ 67.4 millones, es decir 1.3% por encima del periodo anterior. Los gastos administrativos se mantuvieron similares, de S/ 28.8 millones en el año 2018 a S/ 30.3 millones en el año 2019. El gasto financiero se incrementó de 0.9% en el 2018 a 1.2% en el 2019. Su exposición al riesgo cambiario se redujo debido a los pagos anticipados que realizó a sus proveedores del exterior, en el 2019 la diferencia en el tipo de cambio generó una ganancia de un millón de soles.

Los activos totales al 31 de diciembre del 2019 (SMV, 2019) ascendieron a S/ 486.9 millones, del cual el 39.1% corresponde a los activos corrientes (S/ 190.1 millones) y 60.9% a los activos no corrientes (S/ 296.7 millones). El incremento en los activos se dio por el aumento en la inversión de propiedades, planta y equipo y activos intangibles en S/ 59.1 millones con respecto al 2018. El pasivo corriente ascendió a S/ 174.7 millones debido a la obtención de financiamiento a corto plazo aprovechando las bajas tasas de interés. El patrimonio incrementó en S/ 4.3 millones debido al aumento de los resultados acumulados. En la Figura 11 se evidencia las principales *ratios* financieros del 2019: el índice de liquidez

arriba del valor uno muestra que sus activos corrientes superan a sus pasivos, sus beneficios representan el 4% frente a su inversión y 2% frente a sus activos.

Indicadores	2019	2018
Índices de Liquidez		
Prueba Corriente	1.09	1.43
Prueba Ácida	0.45	0.65
Índices de Solvencia		
Endeudamiento Activo	0.54	0.48
Endeudamiento Patrimonial	1.19	0.93
Índices de Rentabilidad		
Rentabilidad sobre Patrimonio	4.7%	9.8%
Rentabilidad sobre Activos	2.1%	5.1%

Figura 11. Principales Ratios Financieros.
Tomada de "Laive, 2019". Recuperado de
<https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%202019%20v2.pdf>

1.4.5. Recursos humanos (H)

Dentro de la cadena de Porter (2008) la gestión de recursos humanos es considerada como un recurso intangible, una actividad de apoyo relacionado con los mecanismos de reclutamiento, desarrollo y retención de los empleados, clima y entorno laboral, e inclusive un plan de comunicación y motivacional para los empleados. Para D'Alessio (2008) el recurso humano toma relevancia como el activo más valioso, pero a la vez el menos predecible, por lo que no se concibe una empresa competitiva sin personal capacitado, eficiente, motivado y comprometido con los objetivos. Laive cuenta con colaboradores altamente capacitados, entre funcionarios, empleados técnicos y administrativos con experiencia en la elaboración de alimentos y bebidas (SMV, 2020). En la Figura 12 se muestra que, a diciembre de 2019, Laive cuenta con un total de 2,120 colaboradores, de los cuales el 80% corresponde a empleados, 19% a operarios y 2% a funcionarios.

Modalidad de contratación	2018	2019	Participación (2019)
Funcionarios	36	35	2%
Permanentes	735	708	42%
Contratados	117	148	9%
Tercerizados	829	796	47%
Practicantes	45	37	2%
Empleados	1.726	1.689	80%
Permanentes	50	45	11%
Contratados	257	246	62%
Tercerizados	59	93	23%
Senati	20	12	3%
Operarios	396	396	19%
Total	2.158	2.120	100%

Figura 12. Modalidad de Contratación en Laive S.A. del año 2018 al año 2019.

Adaptada de “La Memoria Laive, 2019”. Recuperado de <https://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%202019%20v2.pdf>

1.4.6. Sistemas de información y comunicaciones (I)

Es la función empresarial que brinda el soporte necesario para la toma de decisiones gerenciales, ejecución de los planes y alcance de los objetivos de cada área de la empresa creando un sistema de información gerencial efectivo (D'Alessio, 2008). Según Infor (2015) Laive eligió al proveedor InforSCE para optimizar la comunicación en su centro de distribución a través de la implementación de un sistema tecnológico amigable a su ERP existente. Entre los resultados obtenidos fueron: un aumento de la productividad en *picking*, inventario en tiempo real y reducción de errores en despachos; también la empresa Aquarius Consulting le proveyó a Laive de un sistema de planillas y administración de personal, un sistema de control de asistencia y otro de evaluación de desempeño, todos en entorno web y con integración al ERP Baan de Laive (Aquarius, 2019). Asimismo, en el 2016, Laive implementó un sistema de comunicación para atender a los clientes externos referente al estado de sus pedidos, facturas, notas de crédito (Laive, 2016). No se cuenta con información adicional sobre sus sistemas de información; sin embargo, por la trayectoria de la empresa, el personal altamente capacitado y las soluciones tecnológicas adquiridas, se asume que cuenta

con un sistema de información y comunicación integrada con alcance hasta el consumidor final.

1.4.7. Tecnología, investigación y desarrollo (T)

Son los modelos de sistemas o métodos que sirven a la empresa como herramientas para lograr que los recursos humanos, financieros y materiales cumplan sus objetivos de ser eficientes y competitivos (Luna, 2014). Dentro de la estructura organizacional, Laive cuenta con una gerencia de Innovación y Desarrollo liderada en el 2018 por la Sra. María Teresa García Figari quien cuenta con amplia experiencia en posiciones gerenciales en producción, gestión de calidad y desarrollo. Coherentes con su estrategia de ser reconocida como una empresa innovadora, Laive trabaja en la renovación de su portafolio lanzando al mercado productos con mayor valor agregado en las categorías de leches evaporadas especializadas, yogures funcionales, quesos, mantequillas, jugos y jamones. Entre las acciones tecnológicas realizadas por la empresa se tienen el desarrollo del software para el ingreso de resultados de los análisis de producto en línea y liberación, emitidos por el área de control de calidad, de biotecnología y microbiología, el desarrollo del soporte tecnológico para los empaques, control y monitoreo de la temperatura y ruta durante la distribución de los productos (Laive, 2016; Laive, 2019). Respecto a la inversión en el rubro, Laive (2019) indica que, dentro de su principal inversión en activos, se aprobó las compras de hardware, software y licencias.

1.5. Matriz FODA

La creación de la matriz FODA es atribuida a Weihrich (1982) como una herramienta que permite el análisis situacional de la organización a través de la identificación y análisis de las amenazas y oportunidades en el entorno externo y la evaluación de las debilidades y fortalezas al interior de la organización; esta matriz por sus siglas en inglés también es

conocida como *swot* y en ella se resalta la coincidencia e interacción sistémica de los elementos que la componen. Las interacciones de los componentes de la matriz obligan a los gerentes a diseñar estrategias y definir las acciones que conllevan al logro de objetivos. No es suficiente definir y desarrollar cada componente de la matriz, ese sería un gran error, para Codina (2010) lo principal son las estrategias que se generarán a partir del diagnóstico realizado y la interacción de los componentes de la matriz, lo cual permitirá el planteamiento de estrategias ofensivas, defensivas, adaptativas o de supervivencia, según la interacción de los componentes. D'Alessio (2008) señaló que la matriz FODA es una de las principales herramientas para la generación y elección de estrategias, la cual posee cualidades intuitivas que permiten a los analistas conocer la situación actual de la empresa para la toma de decisiones estratégicas.

La toma de decisiones es un proceso cotidiano que permite la elección entre diferentes alternativas a efecto de resolver diversas situaciones, en este escenario el análisis de la matriz FODA muestra con claridad el camino para la toma de mejores decisiones informadas (Sarli, González & Ayres, 2015); siendo imprescindible comprender la situación actual de la organización, construyendo a través de la matriz la base primordial para el diagnóstico empresarial en un momento determinado, dejando a un lado los supuestos e hipótesis (Yáñez & Pazmiño, 2015) . Este diagnóstico está ligado al proceso estratégico, específicamente en la etapa de conocer el presente para definir las actividades que llevarán al futuro proyectado de la empresa, a través de las estrategias establecidas (D'Alessio, 2008). Asimismo, este proceso le permite a la organización ser competitiva en el mercado, es decir, le brinda las herramientas que le permitan ser capaces de crear valor siendo sostenibles e incrementando su posición en el mercado, frente a sus competidores (Ramírez, 2009).

De acuerdo a Gestión (2018b) el FODA sirve para evaluar la situación actual de una empresa con el propósito de planificar estrategias para el futuro (al corto o largo plazo) y revelar las fallas de las corporaciones para responder al entorno cambiante donde se desarrolla la empresa. El análisis permite identificar lo que hay que resolver y lo que hay que aprovechar, contribuyendo a identificar la ventaja competitiva sostenible de la organización, esto aplica desde la empresa más pequeña hasta la más grande, lo cual permitirá adaptabilidad y sostenibilidad en el sector al que pertenece (Trejo, N., Trejo, E., & Zúñiga, 2016). Asimismo, es importante considerar que cada variable dentro de la matriz FODA es única, en su operación y resultados, ante ello cada empresa responde a su entorno interno y externo de acuerdo a las situaciones que enfrenta por lo que no se pueden asumir reacciones similares (Ramírez, 2009), a pesar de pertenecer al mismo sector.

1.5.1. Oportunidades

Thompson (1985) definió a las oportunidades como factores externos no controlables, que poseen una influencia positiva la cual puede ser explotada favorablemente, contribuyendo a la obtención de ventajas competitivas para la empresa. Asimismo, para Sarli, González y Ayres (2015) las oportunidades son aquellos factores que otorgan una mejora o crecimiento a la organización, en cuanto estas estén identificadas en el entorno y aprovechadas a través de la inversión de recursos; también es importante reconocer que las oportunidades se brindan en un contexto y tiempo específico. Respecto al entorno en el que se desarrolla Laive, se podrían obtener beneficios del incremento del consumo per cápita de la leche y derivados lácteos, ya que, de acuerdo a lo analizado y señalado en los párrafos anteriores, se proyecta un incremento en su consumo; así como el aumento de la tendencia por el consumo de productos saludables que puede identificarse como una oportunidad para la empresa.

1.5.2. Amenazas

Harvard Business School Press (2006a) señaló que las amenazas son posibles eventos que están fuera del control de la empresa, siendo consideradas factores externos que podrían obstaculizar el logro de los objetivos establecidos por la empresa. Estas situaciones adversas pueden ir en contra de la empresa y poner en riesgo su permanencia y participación en el mercado. Asimismo, las amenazas al estar directamente relacionadas al aspecto externo, incluye un análisis que abarca a clientes, competidores, mercado, proveedores, cambios sociales, ambientales, políticos y económicos, entre otros (Helms & Nixon, 2010). Ante ello es imprescindible no perder de vista y monitorear constantemente el entorno en el que se desarrolla la empresa. En este escenario Laive podría verse amenazada por la alta competencia en su sector, así como su susceptibilidad a problemas del medio ambiente como el niño costero y el friaje en zonas alto andinas, los cuales podrían afectar al ganado vacuno y la distribución de los insumos, fuente primaria en la producción láctea.

1.5.3. Fortalezas

Para Sarli, González y Ayres (2015) las fortalezas son recursos considerados valiosos para la empresa, los puntos fuertes y activos competitivos que las organizaciones poseen y desarrollan en su interior, asimismo se caracterizan por ser capacidades especiales que permiten a la empresa contar con una ventaja frente a los competidores. Thompson (1985) coincidió en señalar que el desarrollo de dichas capacidades son las que le permiten a la organización contar con una posición privilegiada frente a la competencia, y al ser recursos controlables por la empresa son de su entera responsabilidad ya que contribuyen al desarrollo positivo de la misma. En este contexto, en Laive se han identificado como fortalezas la diversificación de sus productos, adecuándose a las diversas necesidades del mercado, la

innovación de sus procesos, así como el conocimiento del mercado y la trayectoria de su plana gerencial, todo ello debido a su experiencia y años de permanencia en el rubro.

1.5.4. Debilidades

Para Sarli, González y Ayres (2015) las debilidades son pasivos competitivos, en donde su identificación es el primer paso para trabajar en ellas y usarlas para impulsar a la empresa, ya que corresponden específicamente a los aspectos internos de la organización. Asimismo, las debilidades se definen como aquellos recursos que la empresa carece, así como habilidades que no se poseen; y que en términos generales son consideradas actividades que no han sido desarrolladas de manera satisfactoria, dando como resultado que la empresa se sitúe en una posición desfavorable respecto a sus competidores (Thompson, 1985). En Gestión (2018b) indicaron que las debilidades representan la adversidad, al igual que las amenazas, y la componen los problemas y limitaciones que impiden que la empresa alcance el nivel de gusto para su público objetivo. Para Laive una debilidad latente es la concentración de sus ventas en un solo sector como el lácteo, así como una débil estrategia de posicionamiento para liderar las ventas.

En términos generales, como se mencionó en los párrafos anteriores, las fortalezas y las debilidades pertenecen al análisis interno de la organización; para D'Alessio (2008) uno de los factores que permite definir el diagnóstico actual de la empresa es el entorno como factor básico que contribuye con el diagnóstico de la situación actual de la empresa, desarrollado a través de las variables externas no controladas: oportunidades y amenazas. Asimismo, el Harvard Business School Press (2006b) señaló que existen tres áreas claves en las que se deben evaluar las fortalezas y debilidades de la empresa: (a) competencia central, aquello que es excepcionalmente bueno en la empresa y que los clientes valoran; (b) condición financiera,

el rendimiento de la empresa sobre el capital invertido; y (c) gestión y cultura, reconociendo si la empresa está preparada para el cambio. Ante ello se recomienda que el análisis sea participativo e involucre un grupo de personas objetivas a fin de obtener resultados concluyentes. Codina (2010) indicó que un error común por parte de las empresas es la sobrevaloración de sus fortalezas ya que se podría estar realizando una identificación equivocada y que, al ser comparada con la competencia, queda en evidencia, pasando a convertirse en una debilidad por superar; esta situación puede darse por la falta de conocimiento del entorno en el que se desarrolla la empresa.

D'Alessio (2008) detalló la generación de la matriz FODA a través del emparejamiento de las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas; buscando emparejar las fortalezas internas con las oportunidades externas, las debilidades internas con las oportunidades externas, las fortalezas internas con las amenazas externas y las debilidades internas con las amenazas externas, lo cual debe brindar como resultado estrategias específicas. En el primer cuadrante se tiene la combinación FO (fortalezas y oportunidades) que usan las fortalezas para sacar ventaja de las oportunidades (*explote Maxi-Maxi*), donde la empresa es fuerte, aprovecha y explota la fortaleza para maximizar el aprovechamiento de la oportunidad (es el cuadrante ganador). El segundo cuadrante está compuesto por la combinación FA (fortaleza y amenazas) que utilizan las fortalezas para neutralizar las amenazas (*confronte Maxi-Mini*). Se evidencia lo fuerte que es una empresa y cómo ante las amenazas actúa para confrontarlas y neutralizarlas, maximizando sus fortalezas en aras de su sostenibilidad. El tercer cuadrante tiene la combinación DO (debilidades y oportunidades) donde se mejoran las debilidades para sacar ventaja de las oportunidades (*busque Mini-Maxi*), la empresa reconoce su control sobre las debilidades, por lo que puede mitigarlas apalancándose en las oportunidades. El cuarto

cuadrante está compuesto por la combinación DA (debilidades y amenazas), que se enfoca en mejorar las debilidades y evitar las amenazas (*evite Mini-Mini*). Este es el cuadrante más crítico por ser débil y estar amenazado por el entorno. Ante ello se debe buscar minimizar la debilidad para que la amenaza no sea significativa para la empresa.

D'Alessio (2008) señaló que no existe una fórmula para el emparejamiento de las variables de la matriz, el hacerlo correctamente tendrá como consecuencia un buen resultado al final del proceso estratégico. El desarrollo de la matriz es el resultado de la mezcla de la experiencia e intuición de los estrategas, quienes son conocedores del sector industrial, de la competencia y en general de la influencia del entorno. Ante ello es muy importante tener en consideración que la matriz FODA no es una imagen estática, esta debe de actualizarse de manera constante. Para Pickton y Wright (1998) el análisis FODA permite diseñar estrategias y por ende la mejora del desarrollo gerencial, por lo cual la matriz se convierte en el foco para discutir temas relevantes para la empresa. El análisis FODA permite la creación de un plan a través del uso de las fortalezas de la empresa para minimizar el efecto de sus debilidades, aumentar las oportunidades de la empresa y reducir el riesgo de amenaza (Kolbina, 2015).

Tabla 2

Matriz FODA

Fortalezas		Debilidades	
1	Constante inversión en activos fijos	1	Alta concentración de venta en un solo sector
2	Alta Infraestructura de planta	2	Decrecimiento de la participación en ventas en el sector de derivados de fruta
3	Portafolio de productos variados	3	Débil posicionamiento de la marca
4	Directorio y ejecutivos con trayectoria en el sector	4	No tiene desarrollado un mercado de exportación
5	Integración vertical		
6	Innovación de procesos y en productos		
7	Plantas con certificaciones de calidad		
Oportunidades		Amenazas	
1	Macroeconomía (inflación y dinámica de deuda) y Sistema Financiero (brecha crediticia) peruano estable	1	Fenómenos naturales que afectan la producción de leche
2	Crecimiento del sector agropecuario en industria agrícola y pecuario	2	Ley de Promoción de Alimentación Saludable que estimula el bajo consumo de azúcar.
3	Brecha del consumo per cápita de leche	3	Nivel de Inversión en I + D insuficiente
4	Incremento sostenido de la producción de leche cruda, impulso en ganadería e inversión en infraestructura de riego		
5	Tendencia de consumo de productos saludables		
6	Reducción de la pobreza monetaria y aumento en los niveles de educación que inciden en la decisión de consumo		
7	Requisitos que deben cumplir la leche y productos lácteos		
8	Reglamento que busca promover consumo de leche y proteger la salud de la población		

1.6. Análisis de las 5 Fuerzas de Porter

La sostenibilidad de la empresa está directamente ligada al conocimiento y entendimiento del mercado, de acuerdo a Porter (2008) existen cinco fuerzas que permiten conocer y entender de una manera holística la estructura de la empresa en aspectos específicos, respecto a su rentabilidad y a su nivel de competitividad. Ante ello, las cinco fuerzas de Porter contribuyen a conocer el sector en el que compite la empresa y a elaborar

una posición rentable y menos vulnerable para la ella, identificando las limitantes que pueden flexibilizarse para lograr una mejor posición competitiva en el mercado. Para D'Alessio (2008) el reconocimiento de la competitividad y la atracción de la industria son el resultado de la interacción de dichas fuerzas, la cual atraerá inversores. A continuación, se detalla el análisis de cada una de las fuerzas, reconociendo el poder de negociación de los proveedores, los compradores y la competencia, clasificada en competidores actuales, competidores nuevos y los sustitutos.

1.6.1. Poder de negociación de los proveedores

La leche fresca es la materia prima principal de Laive, Ministerio de Agricultura y Riego (2017) mostró que la producción de leche fresca se genera de manera intensiva y extensiva. Intensiva, por realizarse en las principales zonas de producción (Cajamarca, Arequipa y Lima) y dirigirla a las plantas de manufactura de gran escala quienes la utilizan en mayor porcentaje para la fabricación de leche evaporada, pasteurizada y yogur; y extensiva o artesanal por realizarse en zonas de baja producción y dirigirla al mercado local para la fabricación en menor escala de quesos, manjar blanco o autoconsumo. La estructura del mercado proveedor es un monopsonio (la oferta proviene de varios productores y la demanda de uno o muy pocos compradores) donde el precio es fijado por el comprador con limitación del poder de negociación por parte de los productores. Respecto al aprovisionamiento de la leche fresca, en el año 2012 se produjo 1'790,669 toneladas de leche con un total de 859,630 vacas; las cuales provinieron de 3 tipos de productores: (a) pequeños productores quienes producen el 39.4% de la producción total (equivalente a 706,384 toneladas) con 434,945 vacas, (b) medianos productores quienes producen el 37.6% de la producción total (equivalente a 672,479 toneladas) con 325,411 vacas, y (c) grandes productores quienes

producen el 23.0% de la producción total (equivalente a 411,806 toneladas) con 99,274 vacas. Por lo expuesto, la concentración de la oferta se deriva de los pequeños productores.

En el acopio, Laive representa el 9.9% de la participación total de la producción, por debajo de Gloria S.A. (en adelante Gloria) quien participa con el 72%. Gloria, Laive y Nestlé cuentan con centros de acopio distribuidos en distintas zonas evitando la competencia en un solo lugar, generando un monopsonio, con excepción de Lima en donde Gloria y Laive compiten por la adquisición de la leche. En el 2017 Laive acopió leche de la zona Sur y Costa Central haciendo alrededor de un total de 99 millones de kilos de leche (Laive, 2018). Laive administra directamente sus fuentes de acopio, teniendo un alto grado de poder en la negociación de precios con respecto a los productores. Este grado de poder sobre los productores se intensifica por 2 factores: pequeñas unidades de producción no asociadas y la dispersión geográfica para el acopio y entrega a las plantas de manufactura. Laive integra su acopio verticalmente hacia atrás incorporando actividades complementarias a su cadena productiva con la finalidad de ganar mayor control en el suministro clave del proceso, obteniendo beneficios en costo y disponibilidad (Tamayo y Piñeros, 2007). Otra de las estrategias corporativas que se utiliza para posicionarse en el mercado es la integración horizontal, en la cual la empresa adquiere o se fusiona con empresas del mismo sector para incrementar su participación en el mercado (Hill y Jones, 2009), lo cual fue implementado al absorber a NGBV Holding S.A. y al adquirir la empresa salchichería Suiza S.A. (Laive, 2019).

1.6.2. Poder de negociación de los clientes

Porter (2008) señaló la importancia de analizar la intensidad de cada fuerza y lo atractivo que puede ser para la industria, como resultado de la interacción de las fuerzas, la

obtención de amenazas y poderes de negociación. Asimismo, es importante reconocer quienes son los clientes de la empresa y considerar sus respectivos poderes de negociación (D'Alessio, 2008). El poder de negociación de los clientes, alude a la capacidad que tienen los mismos para generar mayor valor a través de la obligación a reducir los precios y exigir mayor calidad en los productos o mejores servicios, lo cual generaría mayores costos además de impactar negativamente en la rentabilidad del sector; asimismo, el poder del cliente es mayor cuando existen solo algunos clientes o la concentración del volumen de compra está en un pequeño grupo de clientes; también existe mayor poder cuando el producto es estandarizado, cuando no se genera costo por el cambio del proveedor, y cuando los clientes pueden lograr la unión y la integración hacia atrás (Porter, 2008). Si bien el consumidor peruano es considerado sensible a los precios, por lo que no solo hace comparación entre marcas sino entre los alimentos envasados y los frescos, en términos de costos (Gestión, 2018a) esto no es suficiente para ejercer el poder de negociación en el sector de productos masivos y concentrados en pocos ofertantes (Zavala, 2010).

1.6.3. Potenciales de nuevos ingresantes

La industria correspondiente al sector lácteo está representada por un oligopolio, debido a que son tres las empresas que abastecen más del 90% de la demanda de la población peruana (Ministerio de Agricultura y Riego, 2017). Estas empresas son Gloria (como el líder en el mercado), Laive y Nestlé (con su marca Ideal) como se evidencia en la Figura 13. Cuando se toman en cuenta estas estructuras de mercado, las barreras de entrada son muy elevadas debido a la fuerte integración vertical que ejercen las tres empresas por encargarse del acopio, procesamiento, envasado y distribución de sus productos, logrando altas economías de escala (SMV, 2019). Se analizan dos posibles vías de entrada en este sector,

primero en el ámbito nacional con Laive y otras pequeñas empresas de baja participación y la segunda en el ámbito internacional con Nestlé.

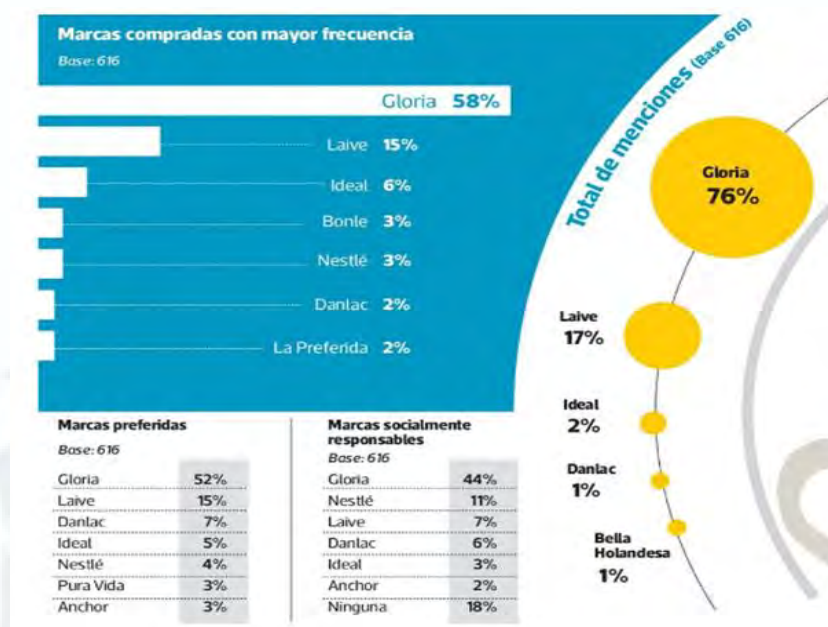


Figura 13. Ranking de marcas compradas con mayor frecuencia. Se aprecia el liderazgo de Gloria, seguido de Laive, Nestlé, Danlac y Bella Holandesa Tomado de El Comercio (mayo 2018).

En el ámbito nacional, según la Figura 13, se menciona a Danlac marca de P & D Andina Alimentos S.A., empresa de baja participación en el mercado que a pesar de tener otras marcas como Vigor y Yoleti, tiene con Danlac el 1% de participación en el sector, 7% de preferencia y 6% de reconocimiento como marca responsable. Danlac tiene como estrategia de entrada la transparencia por no usar leche en polvo en sus productos, mantener un marketing reservado a través de redes sociales y promover el envase de vidrio, enfocado en un nicho de mercado de niveles socio económicos A y B (Arellano, 2019c). En el ámbito internacional, la posibilidad del ingreso de una empresa extranjera siempre existirá; pero requiere romper las barreras de entrada actuales y contar con una gran inversión en infraestructura, acopio, distribución y marketing. Cabe recordar que la meta del Estado Peruano, de acuerdo al Plan Nacional de Desarrollo Ganadero 2021-2027, ha fijado para el 2021 un consumo per cápita de

96 litros al año y que sumado a la tendencia creciente del consumo, como se muestra la Figura 14, puede generar la necesidad de mayor abastecimiento por parte de los productores, mayor producción por parte de la industria, el ingreso de nuevas empresas con suministro seguro en el extranjero (productos terminados) o el fortalecimiento de Nestlé, una transnacional sueca que forma parte del oligopolio local, y que al incrementar sus inversiones en infraestructura puede superar a Laive y equiparar a Gloria con el tiempo.



Figura 14. Consumo per cápita de leche (en kilogramos) desde el año 2000 al año 2013 donde se aprecia la tasa creciente de consumo de leche por persona por año. Tomado de Perulactea (2014).

1.6.4. Potenciales sustitutos

Los sustitutos de un producto se presentan o fortalecen de acuerdo a la sensibilidad de sus consumidores y a factores como el precio, hábito de consumo, salud u otros. Los potenciales sustitutos identificados de los alimentos pertenecientes al sector lácteo son: (a) leche fresca o leche cruda de vaca (sin procesar o cruda): insumo principal de los productos lácteos industriales, y que de acuerdo al Decreto Supremo N° 007-2017-MINAGRI, no se encuentra reglamentada, caso contrario a los productos lácteos industriales; (b) leche en polvo: es otro de los insumos que en combinación con la leche fresca se utilizan en la elaboración de los productos lácteos. Desde el 2013 se han realizado disputas respecto al uso de la leche en

polvo debido a que los productores peruanos afirman que las grandes empresas (Gloria y Laive) disminuyen la compra de su producción de leche fresca al importar leche en polvo mientras que la Asociación de Industriales Lácteos (ADI) afirma que prohibir la importación de este insumo puede provocar una escasez ficticia, generar un incremento en precio de venta del producto y perjudicar al consumidor final (Perulactea, 2013). En el mercado existen productos elaborados en base a leche en polvo como las marcas Anchor, Bell's y Gloria que, al ser mezclas lácteas son motivo de desacreditación por no precisar su denominación de acuerdo al Decreto Supremo N° 007-2017-MINAGRI; y (c) alimentos orgánicos los cuales tienen un mercado en crecimiento continuo (El Comercio, 2015) que dado a su elevado precio son asequibles por un nicho específico (Campos, Cabrera, Pérez & Laura, 2017).

Entre los aspectos importantes a mencionar en esta sección se tienen: (a) el crecimiento progresivo, pero lento, de los productores (Higuchi, 2015) el cual no representa una amenaza para la industria láctea, sobre todo cuando los productores están enfocados en la exportación de sus productos, más que en el consumo interno; (b) el consumo de leche per cápita el cual se ha incrementado a lo largo de la última década y promete seguir así de acuerdo al Plan de Desarrollo Ganadero del 2017 al 2027 (Agencia Peruana de Noticias, 2019); y (c) los cambios de hábitos de consumo de la población, como sucede en Estados Unidos, donde el consumo de lácteos ha disminuido vertiginosamente, desde un consumo de 90 litros a 64 litros por persona al año debido al incremento en el consumo de jugos, refrescos y sustitutos de la leche hechos en base a soya y almendras, trayendo como consecuencia el cierre de miles de fincas lecheras (Gestión, 2020).

El Perú cuenta con tres cuencas importantes: Cajamarca, Lima y Arequipa y una producción de 900,000 toneladas por año (Perulactea, 2017) pertenecientes,

aproximadamente, a las 452,000 familias de productores (Agencia Peruana de Noticias, 2019). Al ser insuficiente la oferta para el consumo nacional, el Estado Peruano promueve, a través del MINAGRI, la ampliación de las cuencas para elevar el consumo per cápita actual por ser el Perú uno de los países con menor consumo de leche per cápita en América Latina, muy por debajo de Uruguay con un consumo de 240 litros y Brasil con un consumo de 170 litros de leche por persona al año (Gestión, 2018c). La inversión del Estado peruano en el plan de aumento del consumo per cápita, la ausencia de poder de negociación, la insuficiente producción nacional por parte de los productores y las leyes actuales desincentivan el ingreso de productos sustitutos al mercado nacional y disminuye su poder de negociación (Zavala, 2010).

1.6.5. Rivalidad de los competidores

Los principales competidores de Laive son Gloria y Nestlé. En el 2013, Gloria participó con el 79% del mercado, Laive con el 9% y Nestlé con el 8% (RPP, 2017); en el 2014, Gloria, aunque pierde algunos puntos en participación, lideró el mercado con el 72%, seguido de Laive con el 9,9% y Nestlé con el 8,9% (Ministerio de Agricultura y Riego, 2017) y en el 2018 Gloria llegó a tener una participación del 75% del mercado (Wayka, 2018) y mantuvo su liderazgo en toda la gama de productos lácteos en el Perú (SMV, 2019). La competencia entre las tres empresas se basa en diferentes estrategias, por ejemplo, durante la época del Fenómeno del Niño, en el año 2017, a pesar de las inundaciones y desbordes de los ríos, Nestlé siguió comprando a los productores lácteos, mientras que las demás empresas utilizaron como insumo la leche en polvo importada (Gestión, 2017a). Este accionar de Nestlé tiene correspondencia con la percepción del consumidor, pues teniendo 4% de preferencia, es percibida en un 11% como empresa responsable (El Comercio, 2018a).

Respecto a la competencia directa de Laive, Gloria tiene la mayor participación en el sector lácteo, posee una mayor cantidad de plantas de procesamiento y mayor demanda de insumos y que de acuerdo al Ministerio de Agricultura y Riego (2017) para el 2014 representó el 85% destinada a leche evaporada. En el 2017, el caso Pura Vida trajo para Gloria un descenso en sus ventas y consecuencias en su reputación, lo cual no fue aprovechado por su competencia de manera agresiva, y siguió siendo la marca favorita, debido a una adecuada respuesta de la empresa y a un efectivo control de daños (El Comercio, 2018a). Laive es percibida por el consumidor como una marca confiable, proyecta innovación en su historia, lo que se evidencia al ser pionero en producir quesos de maduración en el Perú desde 1930, yogures frutados, queso fresco pasteurizado y gran variedad de otros tipos de quesos como el gouda, dambo, edam, etc., reformular el contenido y concepto al agregar más beneficios saludables (como los cultivos probióticos), lanzar productos *biodefense*, producir la leche evaporada sin lactosa, la leche formulada para niños con DHA y desarrollar de forma industrial el yogur griego. Laive es una empresa con resiliencia (El Comercio, 2018b), innovadora y pionera que produce productos de calidad y a precios competitivos en el mercado. Por lo tanto, se considera que la rivalidad entre las tres empresas pertenecientes al oligopolio del sector lácteo es media y de manera continua.

Capítulo II: Problema Clave

2.1. Identificación del Problema

Schmidlin (2014) indicó que la valoración de la empresa está ligada al valor razonable de la misma, la cual no puede ser fijada objetivamente, sino que depende del juicio de quienes intervienen en el análisis de la valoración; asimismo, existen activos que no necesariamente están determinados por el valor en libros o los flujos de efectivo esperados, sino que intervienen factores adicionales con características intangibles, irracionales y en ocasiones sentimentales. Si bien existen diversos métodos para valorar empresas, ninguno de ellos asegura la precisión en el resultado, Damodarán (2012) señaló que el valor de un activo financiero subyace en la capacidad de este en generar flujos futuros de efectivo; es decir, la base de la valoración se origina en la proyección de dichos flujos, por lo que ante la incertidumbre que presenta el futuro, existe cierto riesgo en la obtención de un valor acertado. Si bien los métodos de valoración se basan en variables de amplio alcance que podrían considerarse subjetivos, cada método aborda el valor desde su perspectiva diferente por lo que la combinación de ellos permitirá el acercamiento a un resultado más próximo al real (Pignataro, 2013), un valor propio e intrínseco que no es el mismo que el valor del mercado, también llamado capitalización bursátil (Lodeiro, 2013).

2.2. Problema Clave

Para una empresa que cotiza en bolsa como LAIVE es importante tener claro el valor de sus acciones, por lo que, en el contexto específico de una pandemia mundial como la causada por el coronavirus, amerita una proyección de su valor intrínseco, considerando la metodología que mejor se ajuste a las características de la empresa. Por lo que conocer su valor intrínseco, le permitirá contar con una referencia complementaria para una mejor toma

de decisiones. Chu (2012) definió el valor intrínseco de la acción como el valor del dinero en el tiempo o como el resultado del valor presente de los flujos de caja descontado a un costo de oportunidad. En otras palabras, según Martin y Petty (como se cita en Chu, 2012) el valor intrínseco es el valor presente de los futuros flujos de caja de los activos actuales, más el valor presente de las oportunidades de crecimiento que avizora la empresa. Hyme (2003) mencionó que el valor intrínseco de la acción depende de la economía real de la empresa y no tanto de la bolsa en donde dominan las especulaciones y subjetividad. Adicionalmente, Shiller (2003) indicó que para que un mercado sea eficiente, el precio de la acción debe reflejar el valor intrínseco fundamental, y según Duarte (2014) debe estar relacionada a la cantidad de información, incluyendo los precios históricos de la acción.

Es importante tener en consideración que una de las características de la valoración de empresas está vinculada a la subjetividad; y si a ello se le agrega un factor exógeno como la pandemia, esto hace que la incertidumbre incremente, dificultando aún más la estimación del valor de cualquier empresa. Asimismo, el hecho que existan distintos métodos de valoración o que los analistas utilicen el mismo método, pero tengan criterios u opiniones diversas sobre el análisis interno y externo de la empresa, da como resultante valoraciones distintas (Lodeiro, F. (2013). Además, el resultado de la estimación está sujeto a error, debido también a la asociación con el riesgo, pero resulta necesario contar con un valor de referencia complementario que permita tomar mejores decisiones. Uno de los métodos de valoración es la capitalización bursátil, en la cual el precio de una acción se formula en función a la información económica financiera del mercado y se calcula multiplicando el número de acciones en circulación por el precio unitario de la acción (como se muestra en la Tabla 3); por lo tanto, el valor del mercado es el resultado de la suma del valor bursátil y el valor

complementario de control, la cual depende de la percepción del desempeño de la empresa en el mercado (Caballer & Moya, 1998).

Sánchez (1977) indicó que cotizar una acción requiere del análisis de los factores externos e internos de la empresa y de dos posturas en el análisis financiero de la acción: por un lado, la postura fundamental, la cual propone que el valor intrínseco de la acción viene con un nivel de cotización influenciado por el análisis de la empresa con respecto a sus políticas contables (relacionado al patrimonio), económicos (como resultado del análisis actual y proyectado del sector en que opera la empresa y su capacidad productiva), mixtas (en donde combina lo contable con lo económico) y bursátil; por otro lado, está la postura técnica, la cual se limita a la interacción entre la oferta y demanda de la bolsa, prescindiendo de conocer las causas que originaron variaciones y determinando la tendencia de la acción en base al comportamiento de la acción en el pasado. En la Tabla 3 se muestra el valor del precio de una acción y su nivel de capitalización bursátil para Laive.

Tabla 3

Cotización bursátil de Laive del 12 de mayo del 2020

Nro. De acciones negociables	Precio de una acción	Nivel de capitalización bursátil
9'425,879	S/ 0.78	S/. 7'352,185.62

Nota: Adaptado de "LAIVEBC1" de la Bolsa de Valores de Lima. Recuperado de https://www.bvl.com.pe/jsp/Inf_EstadisticaGrafica.jsp?Cod_Empresa=42500&Nemonico=LAIVEBC1&Listado=LAIVEBC1

Adicionalmente a la postura fundamental de considerar interacciones entre la oferta y demanda de la bolsa, se tienen en cuenta factores exógenos como la pandemia del coronavirus, ello con la finalidad de analizar el impacto a nivel cuantitativo en la valorización de la acción, obtener el parámetro que ajuste el valor de la acción de Laive y extrapolar

situaciones de efecto nacional o mundial. Cabe señalar que el efecto económico del coronavirus se inicia a fines de diciembre del año 2019, logra su efecto mundial en el mes de febrero del año 2020, el 16 de marzo se descubre el primer caso de contagio y el 16 de marzo del mismo año impacta a nivel nacional con el inicio del estado de emergencia, el inicio de la cuarentena obligatoria y la paralización de algunos sectores productivos.

2.3. Análisis de la Situación Actual

Las transacciones en el mercado de valores se realizan a través de valores negociables como son las acciones, los bonos, los instrumentos de corto plazo, etc. De acuerdo al tipo de valores, estos otorgan derechos a participar en los dividendos de la empresa, permiten la adopción de acuerdos sociales (derecho al voto en las juntas generales de accionistas) y permiten pagos periódicos de intereses a sus poseedores o titulares. Las acciones son negociadas a través de la Bolsa de Valores de Lima (en adelante BVL) en el mercado secundario; el mercado de acciones (o de renta variable) permite a las empresas registradas captar recursos a cambio de la entrega de acciones de la empresa, como es el caso de las acciones de capital, que confieren a sus titulares el derecho a participar de los dividendos, en la adopción de acuerdos sociales y en la división del patrimonio (en caso la empresa entre en proceso de liquidación); además los inversionistas pueden obtener una ganancia (o pérdida) de capital, resultado del diferencial entre los precios de compra y venta.

Para Rankia (2020) las empresas peruanas pueden componer su capital social de acciones con valor nominal (cuyo valor es asignado por los socios en sus estatutos), acciones de valor contable (cuyo valor es dependiente de una fórmula específica asignada por el área contable de la empresa emisora), acciones ordinarias o comunes (negociadas en el mercado de valores, que otorgan algunos derechos a sus propietarios), acciones de capital (otorgadas a los

socios que han aportado capital), acciones privilegiadas (pagadas en base a lo aportado por los socios y afectas a dividendos, disponiendo de beneficios políticos), acciones de valor de mercado (cuyo cálculo de su valor se basa en la ponderación de la empresa en general), acciones preferentes sin derecho a voto (están supeditadas al orden de prelación de pagos y suelen ser ofrecidas a inversionistas al requerir liquidez, su pago se realiza después de las acciones privilegiadas y no tienen derecho a voz ni voto), acciones nominativas (es un activo financiero que figura a nombre de una persona) y acciones de industria (no otorgan el título de socio en la sociedad comercial ni derecho de voz ni voto, salvo que el aporte se estime en su valor y paguen por completo).

La Bolsa de Valores de Lima en su Bolsa de Valores de Lima (2019b) menciona varios tipos de acciones las cuales son: (a) acciones de inversión como títulos cuyos tenedores originales fueron los trabajadores de las empresas industriales, pesqueras y mineras (que era por obligación emitir las) y que conforman la cuenta participación patrimonial del trabajo, denominada cuenta acciones de inversión, donde los titulares no tienen derecho a voto pero sí tienen derecho a participar en la distribución de utilidades en la misma oportunidad y condiciones que los accionistas de capital; (b) acciones liberadas, consideradas como las emitidas y entregadas de forma proporcional al número de acciones de cada propietario y surgen cuando la junta general de accionistas de la empresa acuerda reinvertirlas en la empresa y a cambio entregar acciones; (c) acciones líderes o *blue chips*, que tienen buena reputación y gozan de una importante frecuencia de negociación y liquidez en la bolsa; y (d) acciones comunes, para Gitman y Joehnk (2005) son acciones que permiten a los inversionistas participar en los beneficios de la empresa luego de que se haya cumplido con el resto de obligaciones. Villanueva (2007) las define como el activo financiero o título valor que

otorga al titular de la acción, el derecho político o al voto en la Junta General de accionistas y el derecho económico sobre las utilidades netas de la empresa o la distribución de dividendos.

Laive posee tres tipos de acciones: (a) acciones comunes tipo “A”, que son acciones que confieren a sus titulares o accionistas derechos de participación en las juntas de accionistas con derecho a voz y voto; (b) acciones comunes tipo “B”, que son acciones que no confieren a los accionistas derechos de participación en las Juntas de Accionistas, y por consiguiente no tienen derecho a voz y voto; y (c) acciones de inversión, que no confieren a el derecho de participación en el Directorio y en la Junta General de Accionistas (Laive, 2018) pero que les confiere derechos a participar en la distribución de dividendos, efectuar aportes a fin de mantener su proporción existente en la cuenta de acciones de inversión, en caso de aumento de capital por nuevos aportes, incrementar la cuenta de acciones de inversión por capitalización de cuentas patrimoniales, redimir de acuerdo a ley y participar en la distribución del saldo de patrimonio en caso de la liquidación de la empresa. En el mercado bursátil, Laive negocia las acciones de tipo B y las acciones de inversión (Laive, 2018), mientras que su principal competidor Gloria negocia solo acciones de inversión (El Comercio, 2019). En las Figuras 15 y 16 se evidencia la tendencia a la baja del desempeño independiente de la cotización bursátil de las acciones de Laive y Gloria durante el periodo de enero del 2016 hasta marzo del 2020.



Figura 15. Comportamiento de las acciones de Laive..

Se muestra la tendencia decreciente de las acciones desde enero del 2016 hasta marzo del 2020. Adaptado de https://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones42500_TEFJVkVCQzE.html



Figura 16. Comportamiento de las acciones de Gloria.

Se muestra la tendencia decreciente de las acciones desde enero del 2016 hasta marzo del 2020. Adaptado de https://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones36100_R0xPUklBSTE.html

En la Figura 17 se evidencia el desempeño conjunto de las acciones de Laive y Gloria y se infiere que el escándalo de Pura Vida en el año 2017 y la consecuente supervisión y acusaciones a Gloria y a Laive por publicidad engañosa en el 2019 afectaron al sector lácteo y la liquidez de Gloria (El Comercio, 2019b). Cabe señalar que Laive ha mantenido una posición bursátil decreciente pero moderada, diferente a Gloria quien a finales del 2019 fue señalada como aportante a campañas políticas muy cuestionadas. En la Figura 18 se presenta el desempeño de Nestlé como competidor internacional del sector cuyas acciones están en las carteras de inversión de todos los fondos internacionales (Broker de Forex, 2018).

El valor de las acciones de Nestlé muestra un comportamiento creciente, salvo el 15 de febrero del 2020 donde tuvo una fuerte caída atribuida a factores externos como la pandemia de la cual se recuperó a finales del mes de marzo. Una comparación integral de las tres empresas se muestra en la Figura 19.

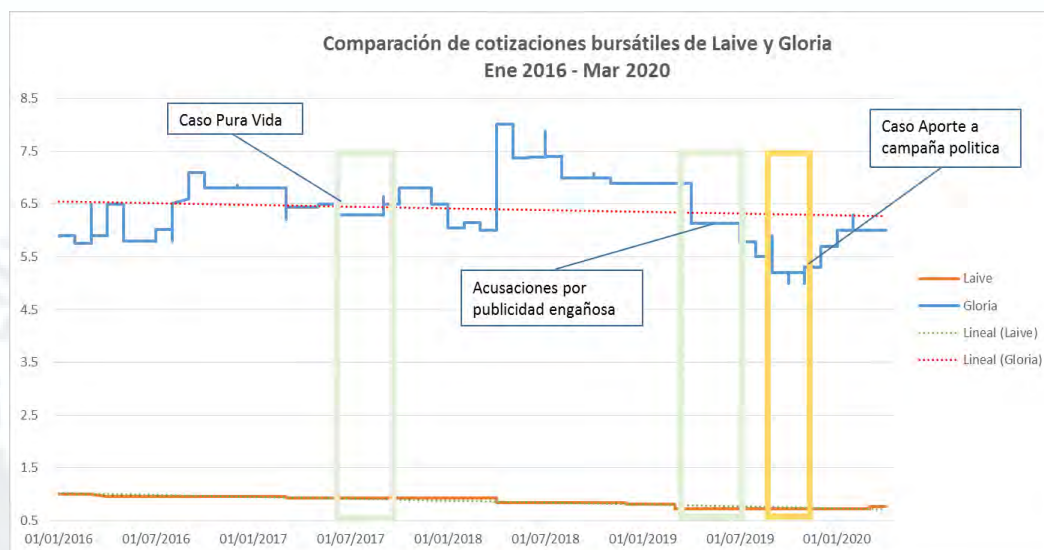


Figura 17. Comportamiento de las acciones de Laive y Gloria.

Se muestra la tendencia decreciente de ambas acciones desde enero del 2016 hasta marzo del 2020. Los marcos verdes enfocan el periodo donde sucedió el escándalo de Pura Vida y las acusaciones por publicidad engañosa, el marco naranja representa el periodo donde se evidenció el aporte de Gloria a las campañas políticas.

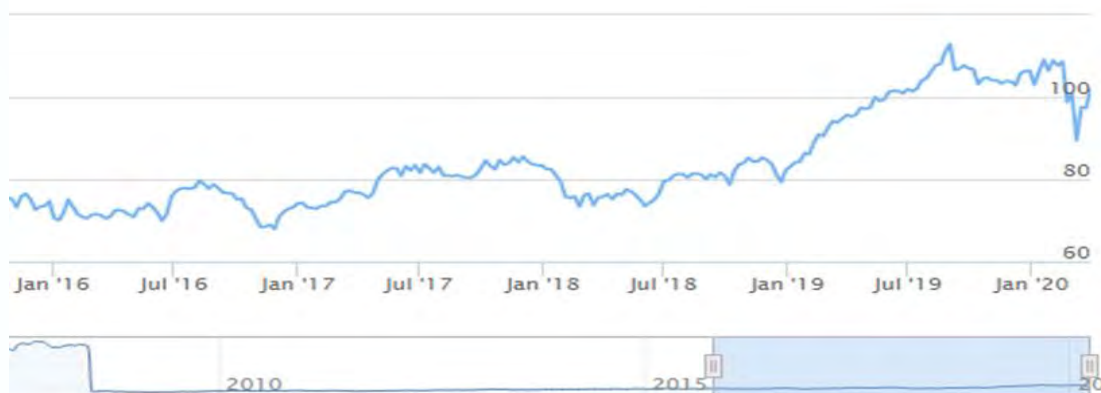


Figura 18. Comportamiento de las acciones de Nestlé.

Se muestra la tendencia de las acciones desde enero del 2016 hasta marzo del 2020. Tomado de <https://www.plus500.com/es/Instruments/NESN.VX?id=67073&tags=widg+chart+comocomprarnestle&pl=2&refurl=https%3a%2f%2fwww.brokerdeforex10.com%2fnestle%2f>



Figura 19. Comparación de comportamiento en los últimos cinco años de la cotización bursátil para las empresas Nestlé (Suiza), Laive (Perú) y Gloria (Perú).

Fecha de toma de datos: 11 de abril 11:30 p.m. Tomado de: <https://www.msn.com/es-pe/dinero/stockdetails/propiedad/fi-aqowxm>

2.4. Análisis del Valor de las Utilidades por Acción

Las empresas que cotizan en bolsa tienen la obligación de presentar en su estado de resultados el valor de la utilidad de acción básica y diluida cuyos principios están establecidos en la NIC 33 y que tiene como objetivo determinar la cifra de ganancias por acción de las empresas, mejorar la comparación de los rendimientos entre diferentes empresas en un mismo periodo y entre diferentes periodos para la misma empresa (IFRS Foundation, 2019). El cálculo de la utilidad de acción básica y diluida se realiza mediante el ajuste de las utilidades netas de los accionistas comunes y el ajuste del promedio ponderado de las acciones en circulación tomando en cuenta el efecto de todas las acciones consideradas comunes potenciales desde el inicio del periodo o posterior a la fecha de emisión para luego dividir la utilidad entre el promedio ponderado de las acciones comunes y de inversión en circulación durante el periodo (Ministerio de Economía y Finanzas, 2020). En las Tablas 4, 5, 6 y 7 se presentan la evolución de los valores por acción básica y diluida para las empresas Laive y

Gloria y los tipos de acciones declarados en los informes anuales auditados y presentados a la BVL desde el año 2008 hasta el año 2018.

Tabla 4

Histórico de los valores de las acciones Clase "A" y "B" y de inversión, valores de cotización bursátil, utilidades netas y utilidades básicas y diluidas para la empresa Laive desde el año 2008 al año 2013

LAIVE S.A.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Número de acciones comunes	72'425,879	72'425,879	72'425,879	72'425,879	72'425,879	72'425,879
Clase "A"	63'000,000	63'000,000	63'000,000	63'000,000	63'000,000	63'000,000
Clase "B"	9'425,879	9'425,879	9'425,879	9'425,879	9'425,879	9'425,879
Valor nominal acciones comunes	1	1	1	1	1	1
Cotización bursátil (clase B)	Sin cotización bursátil	Sin cotización bursátil	Sin cotización bursátil	Sin cotización bursátil	Sin cotización bursátil	Sin cotización bursátil
Número acciones de inversión	85,634	85,634	85,634	85,634	85,634	85,634
Valor nominal acciones de inversión	1	1	1	1	1	1
Total acciones	2'611,513	2'611,513	2'611,513	2'611,513	2'611,513	2'611,513
Utilidad	3,000	4'691,000	5'594,000	7'227,000	12'113,000	11'387,000
Utilidad por acción básica y diluida	0.00	0.06	0.08	0.10	0.17	0.16

Nota. Adaptado de los informes anuales auditados presentados por la empresa Laive a la BVL. Muestra la evolución histórica de la cantidad de acciones y del valor de la acción básica y diluida para la empresa Laive.

Tabla 5

Histórico de los valores de las acciones Clase "A" y "B" y de inversión, valores de cotización bursátil, utilidades netas y utilidades básicas y diluidas para la empresa Laive desde el año 2014 al año 2018

LAIVE S.A.	2014	2015	2016	2017	2018
Número de acciones comunes	72'425,879	72'425,879	72'425,879	72'425,879	72'425,879
Clase "A"	63'000,000	63'000,000	63'000,000	63'000,000	63'000,000
Clase "B"	9'425,879	9'425,879	9'425,879	9'425,879	9'425,879
Valor nominal acciones comunes	1	1	1	1	1
Cotización bursátil (clase B)	Sin cotización bursátil	Sin cotización bursátil	Sin cotización bursátil	Sin cotización bursátil	0.81
Número acciones de inversión	85,634	85,634	85,634	85,634	85,634
Valor nominal acciones de inversión	1	1	1	1	1
Total acciones	2'611,513	2'611,513	2'611,513	2'611,513	2'611,513
Utilidad	13'581,000	9'055,000	9'676,000	19'950,000	21'378,000
Utilidad por acción básica y diluida	0.19	0.12	0.13	0.27	0.29

Nota. Adaptado de los informes anuales auditados presentados por la empresa Laive a la BVL. Muestra la evolución histórica de la cantidad de acciones y del valor de la acción básica y diluida para la empresa Laive.

Tabla 6

Histórico de los valores de las acciones Clase "A" y "B" y de inversión, valores de cotización bursátil, utilidades netas y utilidades básicas y diluidas para la empresa Gloria desde el año 2008 al año 2013.

LECHE GLORIA S.A.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Número de acciones comunes	255'843,068	55'843,068	55'843,068	55'843,068	382'502,106	382'502,106
Clase "A"	0	0	0	0	0	0
Clase "B"	255'843,068	55'843,068	55'843,068	55'843,068	382'502,106	382'502,106
Valor nominal acciones comunes	1	1	1	1	1	1
Número acciones de inversión	26'164,145	26'164,145	26'164,145	26'164,145	39'117,107	39'117,107
valor nominal acciones de inversión	1	1	1	1	1	1
Total acciones	282'007,213	282'007,213	282'007,213	282'007,213	421'619,213	421'619,213
Utilidad	292,810	181,631	212,265	195,099	241,622	250,965
Utilidad por acción básica y diluida	1.04	0.64	0.80	0.69	0.57	0.60

Nota. Adaptado de los informes anuales auditados presentados por la empresa Gloria a la Bolsa de Valores de Lima. Muestra la evolución histórica de la cantidad de acciones y del valor de la acción básica y diluida para la empresa Gloria.

Tabla 7

Histórico de los valores de las acciones Clase "A" y "B" y de inversión, valores de cotización bursátil, utilidades netas y utilidades básicas y diluidas para la empresa Gloria desde el año 2014 al año 2018.

LECHE GLORIA S.A.	2014	2015	2016	2017	2018
Número de acciones comunes	382'502,106	382'502,106	382'502,106	382'502,106	382'502,106
Clase "A"	0	0	0	0	0
Clase "B"	382'502,106	382'502,106	382'502,106	382'502,106	382'502,106
Valor nominal acciones comunes	1	1	1	1	1
Número acciones de inversión	39'117,107	39'117,107	39'117,107	39'069,882	39'069,882
Valor nominal acciones de inversión	1	1	1	1	1
Total acciones	421'619,213	421'619,213	421'619,213	421'619,213	421'619,213
Utilidad	244,903	214,014	216,058	207,355	160,706
Utilidad por acción básica y diluida	0.58	0.51	0.51	0.49	0.38

Nota. Adaptado de los informes anuales auditados presentados por la empresa Gloria a la Bolsa de Valores de Lima. Muestra la evolución histórica de la cantidad de acciones y del valor de la acción básica y diluida para la empresa Gloria.

En la Figura 20 se evidencia que las curvas de las acciones básicas y diluidas con respecto a la utilidad neta declarada permiten un comportamiento convergente entre ellas. Desde el 2008 los valores de la utilidad básica y diluida de Laive han tenido una tendencia creciente mientras que los valores de la utilidad básica y diluida de Gloria se comportaron de manera inversa aproximándose ambas curvas a valores muy cercanos entre sí para el año 2018. La importancia de evaluar los valores de beneficios por acción radica en la medida de cuántas unidades monetarias de resultados se generan por cada unidad monetaria de capital

durante un período de tiempo. Es un *ratio* útil para medir empresas comparables, analizar la tendencia y generar información valiosa para la toma de decisiones de inversión y para el cálculo de indicadores como el PER. Pallarés (2008) define el PER como la relación entre el precio de la acción y los beneficios que genera. Al comparar el PER resultante de Laive de 2.75 con el de Gloria de 18.10 resulta que Gloria paga 18.10 veces el beneficio por acción mientras que Laive paga 2.75 veces. A lo largo de la última década el PER de Gloria aumentó mientras que el de Laive disminuyó hasta tener un PER que representa el 15% del PER de Gloria.

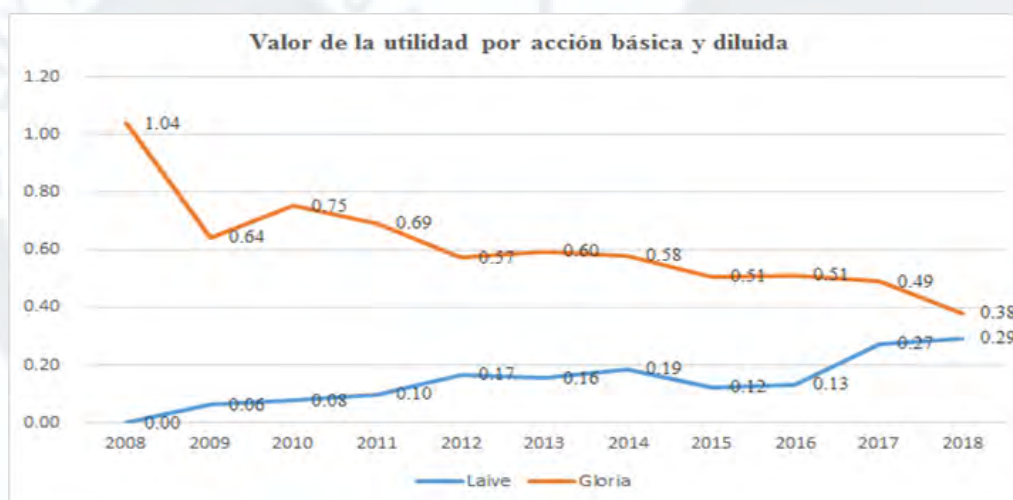


Figura 20. Comparación de la evolución de los valores de las utilidades por acción básica y diluida de Laive y Gloria en los periodos del 2008 al 2018. Ambos valores convergen al 2018.

2.5. Efecto de Factores Externos en las Acciones

Debido a la emergencia nacional que atraviesa la economía por efecto del coronavirus, el Instituto de Economía y Desarrollo Empresarial (IEDEP) de la Cámara de Comercio de Lima (2020) estimó una caída del PBI de 3.7% al cierre del año 2020 debido básicamente a la contracción de la demanda interna y la inversión privada que caerían en 2.7% y 14.5% respectivamente. A pesar de que Laive pertenece al sector de alimentos considerado como uno

de los pocos sectores de primera necesidad que opera en las semanas de aislamiento obligatorio desde la mitad del mes de marzo, no está exenta de sufrir un fuerte impacto como muchas empresas en el nivel de liquidez, compromisos de pagos y variaciones de los planes estratégicos, económicos y financieros. Entre algunos cambios se mencionan la obligación al trabajo remoto, caída de la demanda, dificultad en la cadena de abastecimiento y las pocas expectativas empresariales de crecimiento. Según la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas realizada por el Banco Central de Reserva del Perú (2020), el índice de expectativas de la economía se redujo drásticamente pasando de 21.8 puntos en marzo a 9.1 puntos en abril siendo la primera vez que se refleja un índice pesimista en los últimos dieciocho años.

Esta situación de expectativas también se refleja en la Figura 21 donde se observa que a partir del 24 de febrero del 2020 las acciones de Laive y Gloria iniciaron un proceso de caída de aproximadamente 5%, luego se mantuvieron constantes en el mismo valor hasta el 14 de abril que es la fecha límite en la cual terminan las gráficas de ambas curvas. En la Figura 22 se incluyen a otras empresas como son Alicorp y Ferreyros con el mismo comportamiento a la baja debido a los mismos factores externos (coronavirus) cuyo impacto ha sido mundial. Situación similar ocurrió con el índice Dow Jones el día 24 de febrero donde sufrió una importante caída después de que el número de casos de coronavirus aumentara en Italia, siendo ésta la tercera caída más fuerte en su historia (CNN, 2020). Por lo expuesto, se concluye que las proyecciones de los valores de las acciones a largo plazo pueden ser afectados por factores externos no predecibles.



Figura 21. Gráfico de las curvas que representan los valores de las acciones cotizables de Laive (celestes) y Gloria (negro) en el periodo de mayo del 2019 hasta abril del 2020. El 24 de febrero, las acciones de ambas empresas inician su caída.

Tomado de

https://www.bvl.com.pe/jsp/Inf_EstadisticaGrafica.jsp?Cod_Empresa=42500&Nemonico=LAIVEBC1&Listado=|LAIVEBC1



Figura 22. Gráfico de las curvas que representan los valores de las acciones cotizables de Laive, Gloria, Alicorp y Ferreyros en el periodo de mayo del 2019 hasta abril del 2020. El 24 de febrero, las acciones de todas estas empresas están en caída. Tomado de

https://www.bvl.com.pe/jsp/Inf_EstadisticaGrafica.jsp?Cod_Empresa=42500&Nemonico=LAIVEBC1&Listado=|LAIVEBC1

Capítulo III: Revisión de Literatura

El uso de metodologías de consultoría contribuye, a través de un análisis de valores cualitativos y cuantitativos, a determinar la causa raíz de un problema generando propuestas de solución a fin de obtener resultados específicos y alineados a los objetivos de los *stakeholders* de una empresa; por ejemplo, analizar los factores que influyen en el valor de la acción, determinar el valor de dicha acción y compararlo con el rendimiento esperado por los accionistas en un periodo de tiempo determinado. El presente capítulo tiene como objetivo mostrar información relevante obtenida de fuentes primarias, opiniones y conocimientos de autores en temas relacionados al *business consulting* y a la valoración de empresas. En el subcapítulo 3.1 se presenta el mapa de literatura que muestra de manera gráfica la ruta del desarrollo del capítulo. En el subcapítulo 3.2 se presentan los conceptos relacionados al *business consulting*, consultoría de negocios o consultoría organizacional, los tipos de consultoría y las fases que las componen. En el subcapítulo 3.3 se presentan los distintos métodos de valorización de empresas para determinar, desde distintos procedimientos y cálculos, el valor de mercado de una acción buscando aproximarse a una valorización real.

3.1. Mapa de Literatura

A través del análisis de las variables externas e internas que afectan el valor de una empresa, del estudio de los reportes financieros auditados, de la recopilación y entendimiento de los distintos métodos de *business consulting* y valorización de empresas se pretende recomendar las estrategias de negocio que favorecen el incremento del valor de las acciones de Laive. Los diversos autores de los cuales se ha recopilado información se muestran en la Figura 23.

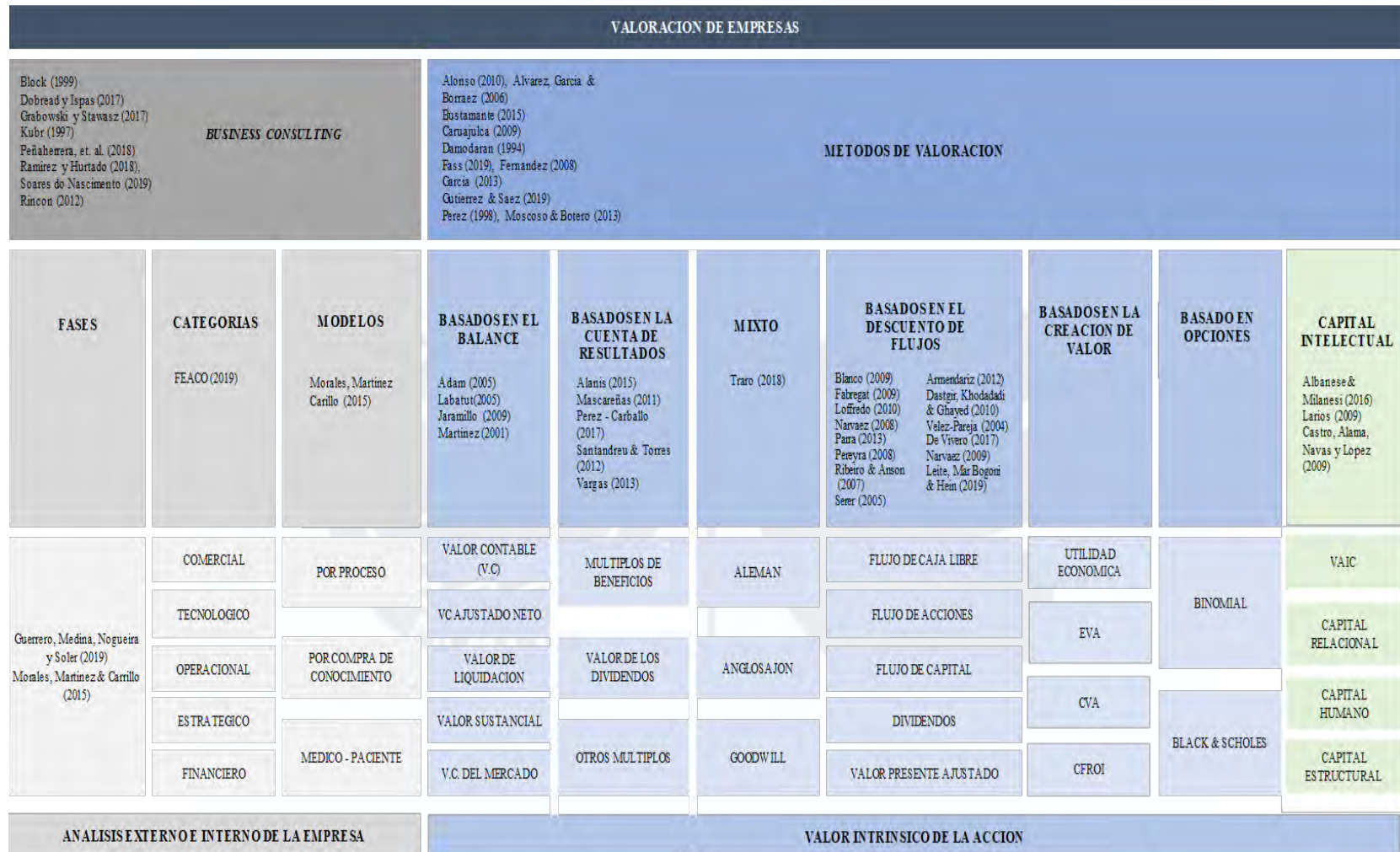


Figura 23. Esquema conceptual sobre *business consulting* y valorización de empresas.

Adaptado de Fernández, P. (2008a). Métodos de valoración de empresas. IESE Business School, DI (771), 1-52

3.2. Revisión de Literatura

3.2.1. Literatura sobre *business consulting*

El *business consulting*, consultoría en negocios o consultoría organizacional es un servicio de asesoramiento dirigido al gobierno de la empresa para que las recomendaciones y resultados de la consultoría permitan que la empresa alcance sus objetivos y genere valor a sus accionistas (Peñaherrera, Flores, Pincay & Vargas, 2018) mediante una relación entre quien tiene un problema (el cliente), quien tiene la posibilidad de solucionarlo (consultor) y quien no tiene control directo sobre la implementación (Rincón, 2012). Dobread e Ispas (2017) definieron la consultoría como un área de soporte del negocio para investigar e identificar problemas y oportunidades, así como la generación de las apropiadas recomendaciones de acciones y la asistencia para implementarlas. Ramírez y Hurtado (2018) señalaron que la consultoría organizacional comprende a la consultoría empresarial y que a través de ella se pretende brindar conocimiento, mayor experticia y recursos, diseñar soluciones en aras de la gestión del cambio organizacional, generar competencias para el crecimiento organizacional y brindar valor a la empresa elegida; también indicaron que el objetivo de una consultoría es emplear el conocimiento para convertirlo en soluciones para la organización que contribuyan a alcanzar sus objetivos.

El proceso de consultoría se construye con la organización, siendo ésta la responsable de brindar la información confiable y oportuna. Kubr (1997) definió el proceso de consultoría como una actividad conjunta entre el consultor y el cliente quienes buscan resolver un problema concreto y aplicar los cambios deseados en la organización. Rodrigues da Mota, Silva y Soares do Nascimento (2019) definieron la consultoría empresarial como un proceso donde se identifican los problemas y se propone su solución sin interferencia directa, mientras

que Kubr (1997) lo definió como un servicio de asesoramiento profesional independiente que ayuda a los gerentes y organizaciones a la consecución de sus objetivos mediante la solución de problemas empresariales, el descubrimiento y evaluación de oportunidades, el mejoramiento del aprendizaje y la ejecución de cambios. De acuerdo a Grabowski y Stawasz (2017) el *business consulting* se percibe como un soporte externo y varía de acuerdo al tipo de empresa y objetivos.

Peñaherrera et al.(2018) clasificó las consultorías en: (a) gestión y dirección estratégica integral enfocada a la alta gerencia, (b) gestión financiera, (c) gestión comercial y mercadeo, (d) gestión de los procesos internos, productividad y calidad, y (e) gestión de sistemas de información y tecnología siendo las tres últimas orientadas a la gerencia funcional, mientras que la FEACO (2019) identificó los siguientes tipos de servicios de consultoría: (i) tecnología, (ii) operaciones, (iii) estrategia, (iv) personas, (v) cambio organizacional, (vi) riesgos, (vii) finanzas, (viii) marketing y ventas, y (iv) otros servicios de consultoría. En cuanto a los modelos usados, Rincón (2012), Morales, Martínez y Carrillo (2015) mencionaron que existen, de acuerdo al instrumento metodológico de Schein, los siguientes modelos: (a) modelo de consultoría de compra de información o de experiencia en donde la empresa conoce el problema, sabe qué necesita para solucionarlo y quién puede solucionarlo, (b) modelo médico-paciente en donde la empresa sabe que tiene un problema pero no sabe cuál es; el consultor realiza el diagnóstico, selecciona el mejor modelo y propone la solución, y (c) modelo de la consultoría en procesos en donde el consultor ayuda a la empresa a percibir, comprender y actuar sobre los procesos de su entorno, transfiriendo las prácticas y teorías.

Con base en las definiciones anteriores, el presente trabajo de tesis corresponde a una consultoría especializada que utilizará el modelo médico-paciente y que abordará la categoría de gestión financiera. FEACO (2019) definió el modelo como el conjunto de actividades que soportan a la organización en el análisis y redefinición de su planeamiento, en su presupuesto, en el desempeño de sus modelos de gestión, en la mejora de sus capacidades, en la optimización de sus riesgos empresariales (de crédito, mercado, operacional, ambiental, de calidad, etc.), en el direccionamiento de la regulación de sus requerimientos y en el desarrollo de la gestión del cumplimiento. Cabe señalar que existe una definición que colinda con la de consultoría y es la de intervención definido por Block (1999) como el poder influenciar en las decisiones de la organización. Guerrero, Medina, Nogueira y Soler (2019) analizaron 21 modelos de consultoría de los cuales se obtuvieron las siguientes fases: a) concertación del servicio correspondiente a la comprensión del problema, b) exploración en donde se procede con el diagnóstico, c) planificación del servicio en donde se listan las acciones de capacitación al cliente, d) ejecución del servicio en donde se elaboran las evidencias de la solución al problema, y (e) entrega y conformación del expediente.

Respecto a las fases del *business consulting* las propuestas de Kubr (1997), Morales, Martínez y Carrillo (2015) y Rincón (2012) basadas en el Modelo de Gordon y Ronald Lippit son: (a) contacto inicial de entrada, (b) establecimiento de la relación de ayuda, (c) identificación del problema y análisis del diagnóstico, (d) establecimiento de metas y planeación de acciones, (e) implantación de acciones y retroalimentación, y (f) terminación del contrato. Debido a que las fases del Modelo de Gordon y Ronald Lippit guardan concordancia con el modelo mencionado en Guerrero, Medina, Nogueira y Soler (2019) se ha optado para el desarrollo del presente trabajo de tesis un modelo mixto que consiste en las

siguientes fases: (a) contacto inicial de entrada, (b) establecimiento de la relación de ayuda, (c) conocimiento sobre la empresa y comprensión del problema, (d) diagnóstico y análisis del problema a través de reportes financieros auditados de 10 años de antigüedad, (e) planificación del servicio a partir del análisis y evaluación de las metodologías de valorización, (f) elaboración de las evidencias de la solución al problema (definición de la metodología a utilizar, cálculos y la conclusión en base a los datos obtenidos), y (g) entrega del presente trabajo y sustentación. De acuerdo a la procedencia la consultoría en negocios será del tipo externo al ser provisto por personal externo a la empresa (Rincón, 2012).

3.2.2. Literatura sobre valorización de empresas

Bugger (como se cita en García, 2013, p. 1) definió la valorización como “el proceso por medio del cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de la empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica susceptible de ser valorada”. Asimismo, la valorización de una empresa va más allá de la asignación de un precio, ésta depende de los beneficios futuros que es capaz de ofrecer a los inversionistas a través de la generación de valor, y en la práctica representa un gran desafío debido a los diversos factores de riesgo que decantan en un valor justo de la empresa (Gutiérrez & Sáez, 2019). Debido a ello es importante reconocer que los conceptos de valor y precio son diferentes en cuanto a su alcance; el valor está directamente asociado a la expectativa, es decir, lo que se quiere o espera conseguir, mientras que el precio corresponde a lo real, es decir, la cantidad que el vendedor y el comprador acuerdan al realizar una operación de compraventa de una empresa (Fernández, 2008a).

La creación de valor no solo implica ser rentable, la rentabilidad debe superar el costo de oportunidad, siendo este uno de los limitantes al momento de estimar el valor creado

(Pérez, 1998), es decir, no sólo significa esperar lo mínimo deseado, sino de superar las expectativas. Caruajulca (2009) indicó que las empresas no valen por sí mismas, sino por la capacidad que demuestran en mejorar su condición actual, así como no valen por el valor de sus activos individualmente, sino como una unidad económica que opera con un propósito en común. Asimismo, Fernández (2013) indicó que el valor de la empresa es una variable que depende del contexto en el que se desarrolla la operación, ya que existen diversos factores que pueden intervenir en el proceso de valoración de una empresa. Por otro lado, en un estudio de Moyer, McGuigan y Kretlow (2004) la riqueza del accionista está representada por el valor de las acciones; por lo tanto, la valoración debe estar alineada con el objetivo financiero de una empresa, que es el de maximizar la riqueza de la misma.

Caruajulca (2009) indicó que la generación de beneficios futuros puede considerarse un tema crítico para las empresas, ya que se estaría especulando sobre lo que se podría generar en un futuro incierto; ante ello se puede afirmar que la valoración de una empresa es una opinión sustentada en base al análisis de información actual y las proyecciones que permiten decisiones de calidad y administración eficiente de recursos. Bustamante (2015) señaló que la valoración utiliza una metodología con componentes subjetivos compuestos por la emisión de juicios y opiniones; ello justifica el por qué es común determinar diversos valores para una misma empresa (Álvarez, García y Borraez, 2006). Por tanto, la percepción del valor debe estar respaldada por la realidad en la que se desarrolla lo que conlleva a asegurar que el precio pagado por un activo debe reflejar los flujos de efectivo que se espera que éste genere dejando de lado el objetivismo y enfocándose en el valor que los idealistas desearían que se convirtiera (Damodarán, 1994).

Álvarez et al. (2006) señalaron que una de las preguntas que contribuye con la articulación del componente subjetivo de cualquier valoración económica es el ¿para qué?, ante ello clasificaron los motivos de valoración de una empresa en: (a) conflictos legales, (b) oportunidades de mercado, y (c) cambios estructurales internos, mientras que Caruajulca (2009) los clasificó de la siguiente manera: (a) conocimiento de la situación real del patrimonio, (b) conocimiento y análisis de la capacidad de la deuda de la empresa, (c) monitoreo del trabajo de los directivos en un periodo determinado, (d) compra de acciones de una empresa, (e) adquisición y fusión de empresas, (f) apalancamiento a través de la emisión de bonos, y entre otros. En todas las situaciones mencionadas la valorización como herramienta, permite la toma de decisiones con información de calidad. Otros autores como Fernández (2013) incluyeron otros escenarios como el diseño de remuneraciones basadas en creación de valor, planificación estratégica, continuidad de la empresa y procesos de arbitraje.

En términos generales los motivos por el cual se valoriza una empresa pueden ser de naturaleza endógena, como conocer la situación patrimonial, medir el rendimiento de la dirección, establecer una política de dividendos, estudiar la capacidad de endeudamiento, política de capital y su posible reestructuración, entre otras; o de naturaleza exógena, comúnmente, cuando se realiza una fusión o absorción, por solicitud de deuda o para vender la empresa o parte de ella (García, 2013). Todos los motivos mencionados coinciden con la necesidad de cuantificar el valor que tiene la empresa para la toma efectiva de decisiones estratégicas y con el objetivo de crear valor, aumentando el valor de las acciones por encima de la rentabilidad exigida, atacando con fuerza los proyectos de inversión con rentabilidad esperada superior al coste de los recursos empleados y/o realizando un cambio estratégico en

la empresa que sea valorado positivamente por el mercado haciendo que la cotización de la acción suba (Fernández, 2013).

Para valorar una empresa existen diversos métodos; pero hay que tener en cuenta que la valorización no solamente es exclusividad de los tangibles, sino también de los intangibles como las marcas, las patentes, las licencias, los diseños industriales, los modelos económicos, las políticas y formas de organización, los recursos humanos, los planes de desarrollo y capacitación, el modelo del negocio y el posicionamiento de la empresa; que en algunos casos podrían tener un valor mucho más alto al ser considerada su riqueza implícita (Saavedra, Morales & Bernal, 2012). Considerando, en primer lugar, la valoración de tangibles Bustamante (2015) siguió la misma clasificación de los métodos de valoración propuesta por Fernández (2008a) los cuales se muestran en la Figura 24: (a) métodos basados en el balance patrimonial, (b) métodos basados en la cuenta de resultados, (c) métodos mixtos o basados en el Goodwill, (d) métodos basados en el flujo de caja, y (e) creación de valor y opciones. Adicionalmente, en Gutiérrez y Sáez (2019) se toman en cuenta la metodología de opciones reales.

METODOS DE VALORACION DE EMPRESAS					
BASADOS EN EL BALANCE	BASADOS EN LA CUENTA DE RESULTADOS	MIXTO	BASADOS EN EL DESCUENTO DE FLUJOS	BASADOS EN LA CREACION DE VALOR	BASADO EN OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de beneficios	Aleman	Flujo de caja libre (FCL)	Utilidad económica	Binomial
Valor Contable Ajustado neto			Flujo de caja para las acciones (FCA)	EVA	
Valor de liquidación	Valor de los dividendos	Anglosajón	Capital Cash Flow	CVA	Black & Scholes
Valor Sustancial	Otros Múltiplos	Goodwill	Dividendos	CFROI	
Valor Contable del mercado			Adjustment Present Value (APV)		

Figura 24. Clasificación de los métodos de valorización de empresas.

Se muestran los principales métodos de valoración conocidos y aplicados en las empresas. Adaptado de Métodos de Valoración de Empresas, por Fernández, P. (2008a), Documento de Investigación. España, Business School, Universidad de Navarra, pp. 52

3.2.2.1. Métodos basados en el balance. Los métodos basados en el balance son métodos donde se calcula el valor de la empresa a través del valor del patrimonio que se refleja en el estado financiero, sin considerar los factores externos de la empresa (Gutiérrez & Sáez, 2019). Moscoso y Botero (2013) indicaron que éste es un método que no supone el valor del dinero en el tiempo ni el costo de oportunidad, por ello el cálculo debe tener como punto de partida un balance contable bien estructurado en un determinado periodo (Álvarez et al. 2006). Martínez (2001) lo definió como el saldo de dinero que resulta de la venta de los activos, los pagos de la deuda y de los gastos de liquidación. Para Bustamante (2015) éstos métodos son una metodología estática por no considerar situaciones del sector en donde se encuentra la empresa ni el desempeño proyectado de la empresa para un periodo. Asimismo, Labatut (2005) señaló que este tipo de valoración proviene de una metodología tradicional y analítica basada en inventarios y en la tasación individual de las partidas que componen el patrimonio sin tomar en cuenta los proyectos futuros ni la rentabilidad futura. Debido a ello, éstos métodos al ser estáticos y de fácil cálculo no toman en consideración los factores externos del sector en que opera la empresa y que impactan en varios aspectos como el

desarrollo organizacional, el desempeño de la empresa en el mercado, la capacidad de la generación de flujos de caja futuros, la sub o sobre utilización de activos y la generación de rentabilidad futura (Parra 2013).

Fernández (2008a) lo sub-clasificó en 5 métodos: (a) valor contable de las acciones, (b) valor contable ajustado neto, (c) valor de liquidación, (d) valor sustancial, y (e) valor contable del mercado. El método valor contable de las acciones es conocido como valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa. Martínez (2001) indicó que el valor contable de una empresa resulta de la diferencia entre el valor de los activos y el pasivo exigible: proveedores, deuda a corto y largo plazo. El método valor contable ajustado neto, valor del activo neto real o patrimonio neto se calcula tomando en consideración las expectativas y referencias de los valores del mercado en cada cuenta del activo y pasivo como son: ajuste de las cuentas del inventario, descuento de la deuda incobrable en las cuentas por cobrar, nueva tasación de los activos fijos (terrenos, edificios y maquinarias, etc.). El tercer método es el valor de liquidación el cual resulta de la diferencia del patrimonio neto ajustado, los gastos como indemnizaciones a empleados y gastos fiscales correspondientes a gastos propios de la liquidación; este tipo de valorización es menor comparado con cualquier otro método que considere a la empresa como un ente de generación de flujos en el futuro (Fernández, 2019). Jaramillo (2009) acotó acerca de las posibles causas que originan la decisión de una valoración por liquidación, entre ellas: obtención de rentabilidad por debajo del costo de oportunidad (negativa), la subjetividad del dueño de la empresa al considerar su empresa como un negocio no atractivo, la finalización de la concesión o contrato y/o el agotamiento del recurso natural no renovable como base productiva u objeto de explotación.

El cuarto método es el de valor sustancial o valor de reposición de los activos que al asumir la continuidad de la empresa requiere reestructurar el balance de la empresa considerando el valor de los bienes (activos), su uso y utilidad ajustados al precio del mercado (Martínez, 2001). Según Jaramillo (2009) las referencias de los valores del mercado pueden darse por valores de reposición o por valores de realización; valores de reposición significan determinar el monto que cuesta reemplazar los activos en el valor presente por activos al precio de mercado aplicando la técnica básica contable de valoración de activos y los valores de realización consisten en conocer el precio al que están dispuestos a pagar los compradores en el mercado por los activos y pasivos de la empresa. Este método tiene tres formas de presentación: (i) Valor sustancial bruto que es el valor de los activos ajustado al precio del mercado, (ii) valor sustancial neto que es el resultado de los activos ajustado al mercado descontando los gastos exigibles o llamado patrimonio neto ajustado, y (iii) valor sustancial bruto reducido que es el valor de los activos ajustado al precio del mercado menos la deuda sin costo proveniente de los proveedores. El último método de la categoría del balance es el valor contable del mercado o modelo de activo neto real el cual resulta de la división del precio de la acción con su valor contable.

3.2.2.2. Métodos basados en la cuenta de resultados. El segundo grupo de métodos de valoración son los basados en la cuenta de resultados o múltiplos. Álvarez et al. (2006) y Bustamante (2015) indicaron que para calcular el valor de una empresa se compara el precio de la acción con algún parámetro como pueden ser los beneficios, ingresos por ventas, valor patrimonial u otro indicador para luego obtener un índice, coeficiente o múltiplo el cual se comparará con otras empresas similares del mismo sector o el posicionamiento de la empresa en el mercado (Santandreu & Torres, 2012). Mascareñas (2011) mencionó que este método

consiste en asumir que la empresa que se valora tiene *ratios* económicos – financieros o comportamientos parecidos a otras empresas comparables en cuanto a su tamaño, productos o servicios, mercados, liquidez, nivel de ingresos, nivel de financiamiento, riesgo, etc., y en caso no existiesen empresas similares se utiliza el valor medio de los multiplicadores del sector industrial o servicios en el que opera.

Para Fernández (2019) este grupo se divide en dos subgrupos: en múltiplos de beneficios y en otros múltiplos. La valoración basada en los múltiplos de beneficios resulta multiplicar los ingresos por ventas por un coeficiente. Entre los métodos basados en los múltiplos de beneficios se tienen: (a) PER (*price o earning ratio*) como el coeficiente que al multiplicarse con el beneficio neto anual calcula el valor de las acciones (Fernández, 2019). Para Scott-Quinn (2012), Alonso (2014) y Bustamante (2015) el PER es el coeficiente que representa el número de veces que la bolsa acepta pagar un beneficio de la acción y el tiempo en que se recupera la inversión de comprar una acción, mientras que para Krishnan y Chen (2020) es una función creciente del *ratio* de pago, de la tasa de crecimiento, del decrecimiento del riesgo de la empresa, del riesgo financiero y del costo de oportunidad.

Jaramillo (2009) y Mascareñas (2011) lo definieron como la relación precio – beneficio la cual consiste en dividir el precio de la acción en el mercado entre el beneficio por acción de la empresa. Asimismo, Jaramillo (2009) mencionó algunos factores adicionales que afectan la variación del PER como son la rentabilidad, el patrimonio, el nivel de dividendos que se paga, el nivel de rendimiento exigido por los accionistas y el nivel de *franchise factor*, referida a la rentabilidad de las inversiones. Fernández (2002) indicó que *el franchise factor* mide la calidad del crecimiento desde el punto de vista del costo de capital empleado. Existe otro tipo de PER definido por Fernández (2019) como el PER relativo el cual mide la relación

del PER de la empresa con el PER del país en que opera la empresa, (b) múltiplos de dividendos que es el método que permite conocer el valor de la acción al dividir el dividendo por acción repartido por la empresa (DPA) entre la rentabilidad exigida a las acciones (K_e). En el caso de un crecimiento anual indefinido y a un ritmo constante g el valor de la acción viene dado por la división del dividendo por acción pagada al accionista el siguiente año entre la diferencia del beneficio mínimo esperado por el inversionista y el valor g (modelo de Gordon y Shapiro). En este método la relación del valor de la acción es inversamente proporcional al pago de los dividendos. Fernández (2008a) definió los dividendos como “los pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones”, y (c) múltiplo de ventas en donde el valor de la acción se calcula multiplicando las ventas generadas por la empresa por un coeficiente o múltiplo.

Con respecto a otros múltiplos, Fernández (2019) y Vargas (2013) coincidieron en mencionar en este subgrupo al EBIT (*Earning before interest and taxes* o beneficio antes de intereses e impuestos), EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* o beneficio antes de amortización, intereses e impuestos), *cash flow* operativo y valor contable. Damodaran (1994) recomendó cuatro pasos para evitar el mal uso de este método: (a) definir un múltiplo consistente y con medición uniforme entre las empresas comparables, (b) evitar sesgos al momento de la comparación, (c) disponer entre cuatro a siete empresas comparables, y (d) conocer los factores múltiplos que intervienen en la comparación.

3.2.2.3. Métodos mixtos o basados en el goodwill. Conocidos como el fondo de comercio (Fernández, 2019) o valor llave (Bustamante, 2015) considera los activos ajustados no reflejados en el balance y el valor de los beneficios proyectados. Mileti (como se cita en

Moscoso & Botero, 2013) mencionó que el fondo de comercio considera los activos de gran valor o ventajas competitivas intangibles como son el liderazgo en el mercado, posición de marcas, cartera de clientes, prospectos, entre otras características que hacen de la empresa un ente competitivo y sostenible en el tiempo. Asimismo, Adam (2005) comentó que algunos analistas utilizan este método para medir la capacidad que tiene una empresa de generar o destruir valor económico.

Labatut (2005) presentó dos maneras de valorar la empresa: (a) método clásico o alemán conformado por el activo neto real (activos menos pasivos exigibles ajustados a precios de referencia del mercado) más el valor del fondo del comercio el cual se calcula multiplicando el número de años en que el comprador amortizará su inversión (usualmente cinco años) por la media de los beneficios netos de la empresa de ejercicios anteriores reflejados en el balance financiero y (b) método directo o anglosajón, conformado por el valor sustancial neto (activo neto real de explotación más los gastos de constitución) más el valor del fondo del comercio o también llamado valor del potencial (Jaramillo, 2009) que se calcula como la diferencia entre la utilidad neta y el valor contable ajustado a una tasa de interés libre de riesgo para una duración infinita.

3.2.2.4. Métodos basados en el descuento de flujos. En el cuarto grupo se encuentran los métodos de valoración basados en el descuento de flujos. El flujo de caja descontado (en adelante FCD) se basa en que la empresa genera flujos que al ser llevados al futuro resultan igual al valor económico (Gutiérrez & Sáez, 2019). Pereyra (2008) expresó que este método procura hallar el valor de la empresa con la estimación de los ingresos económicos los cuales son reflejados a lo largo de la vida de la empresa. El modelo de FCD determina el valor del activo descontando los flujos de dinero que dicho activo generará en el futuro; éstos flujos son

descontados a una tasa definida en función al riesgo asociado a dichos flujos (Blanco, 2009). Fernández (2008a) señaló que este modelo muestra la capacidad que tienen las empresas para la generación de flujos futuros de ingreso, es decir, una empresa no se mide ni tiene relevancia por lo que fue o aconteció en el pasado, sino por el contrario, por lo que puede llegar a ser. Adicional a determinar una tasa de descuento que traiga al presente los flujos de ingresos, el costo de oportunidad y el riesgo de la inversión, los métodos de valoración por flujos de caja descontados requieren de un análisis de factores internos, microeconómicos (como son las estrategias de mercado, portafolio de productos, ventajas comparativas y distintas de la empresa, estructura organizacional sólida, etc.) y macroeconómicos (como son el sistema económico del sector, niveles de inflación, volatilidad del tipo de cambio, tasa de interés, etc.) para estimar los flujos de ingresos en el futuro partiendo del supuesto de perpetuidad de la empresa (Rigail y Jurado, 2016).

Fernández (2008a) describió que una clasificación de los métodos de valoración basados en el descuento de flujos de caja estaría conformada por el modelo basados en el descuento de: flujos de caja libre, flujos de caja para el accionista, dividendos, flujos de caja del capital y valor presente ajustado. El primer método de la clasificación FCD es el flujo de caja libre, también llamado, flujo de efectivo libre o flujo de caja operativo (en adelante FCL); Pinto et al. (como se cita en Vargas, 2013) indicó que el FCL es el monto disponible para el pago a los accionistas luego que la empresa cubra sus gastos operativos y las necesidades de inversión de capital. Fernández (2008a) señaló que el FCL es el flujo generado por las operaciones sin tomar en cuenta el endeudamiento después de impuesto, es el dinero disponible en la empresa luego de cubrir la reinversión en activos fijos y las necesidades operativas considerando que no existe deuda ni cargas financieras. Fabregat (2009) lo define

como el flujo de caja de explotación en el cual a la suma de los beneficios más amortizaciones se le resta las inversiones en activos corrientes y no corrientes. Para Damodarán (1994) el FCL es una herramienta que permite la valorización de empresas a través de traer a valor presente los diferentes flujos de efectivo que tiene la misma; es decir, es un flujo de los fondos que generan las operaciones de la empresa luego de pagar impuestos, sin considerar la deuda financiera de la empresa. El FCL se obtiene mediante la Ecuación 1, donde $BExp$ es el llamado beneficio de explotación después de impuestos (NOPAT o *Net Operating Profit After Taxes*), A son las amortizaciones, $IactNC$ son los ajustes de las inversiones adicionales en activos no corrientes (CAPEX) y $IactC$ son las inversiones adicionales en activos corrientes o capital de trabajo

$$BExp + A - IactNC - IactC = FCL \quad (1)$$

Fernández (2008a) mencionó que el valor de la empresa a través del método FCL utiliza como tasa de descuento el costo promedio ponderado de capital (CPPC) o *weighted average cost of capital* (en adelante WACC). El WACC es el costo promedio de la deuda y acciones o costo promedio ponderado de los recursos de la empresa en un momento determinado. Desde el punto de vista de la empresa es la tasa mínima que esperan los accionistas y acreedores de su proyecto para generar valor. El cálculo del WACC (mostrado en la Ecuación 2) consiste en determinar la relación proporcional de las fuentes de financiamiento de la empresa: pasivo y patrimonio, las cuales deben estar valoradas a su vez con sus tasas de financiamiento Kd como el coste de deuda antes de impuesto o la tasa de interés (promedio ponderado de las tasas de interés) que le cobran a la empresa por el préstamo del dinero, y Ke como el coste del *equity* o rentabilidad exigida por los accionistas al invertir dinero en la empresa (Pereyra, 2008) calculado a través del modelo CAPM o *Capital*

Asset Pricing Model en inglés (Fernández, 2008a). Otras de las variables indicadas en la Ecuación 2 son: D como el valor de mercado de la deuda obtenida de los acreedores (entidades financieras), E como el valor de mercado de las acciones obtenida de los inversionistas o socios, E+D como el capital total o el total de las fuentes de financiamiento de la empresa y (1-T) como el escudo fiscal generado por la deuda.

$$WACC = \frac{E * K_e + D * K_d * (1 - T)}{E} + D \quad (2)$$

El segundo método de la clasificación FCD es el flujo de caja disponible para el accionista (en adelante FCA). Fernández (2008a) indicó que con el FCA se obtiene el valor de las acciones de la empresa o valor del patrimonio que unido con el valor de deuda existente puede establecer el valor total de la empresa. Loffredo (2010) también indicó que el FCA representa lo que queda de efectivo para los inversionistas después de que la empresa ejecute los desembolsos asociados a las operaciones y obligaciones. De acuerdo con Fernández (2008a) al actualizar el FCA se valoran las acciones de la empresa por lo que la tasa de descuento asociada debe estar representada por la rentabilidad exigida por el accionista (K_e). La Ecuación 3 muestra la fórmula para calcular el FCA en donde I corresponde a los intereses pagados, T es la tasa impositiva, PP es el pago del principal y ND es la nueva deuda; es decir, el FCA que se encuentra disponible para la empresa es un remanente que puede ser destinado a dividendo o a recompra de acciones. Armendáriz (2012) mencionó que de no existir deudas el FCA sería igual a la utilidad neta menos la depreciación.

$$FCA = FCL - I * (1 - T) - PP + ND \quad (3)$$

La tasa de descuento asociada al FCA es el coste del equity (K_e). Narváez, 2009 lo definió como una herramienta que permite valorar activos que relacionan el riesgo y la

rentabilidad esperada para obtener la cartera de renta fija y acciones que proporcionen la máxima rentabilidad esperada para un riesgo determinado. Armendáriz (2012) señaló que el K_e o tasa de rentabilidad exigida por los accionistas considera varias tasas: (a) la rentabilidad que ganan las empresas del sector; (b) la tasa de interés del mercado; y (c) el riesgo país. La tasa K_e calculada a través del modelo CAPM se muestra en la Ecuación 4 la cual se compone de la suma de R_f (tasa de rentabilidad libre de riesgo de bonos del Estado a largo plazo) con el producto del beta apalancado (β_L) y el *equity premium* ($R_m - R_f$) en donde R_m corresponde al rendimiento del mercado. Para países emergentes algunos analistas suman al resultado la tasa de inflación y el riesgo país (R_p).

$$K_e = R_f + \beta_L * (R_m - R_f) + \text{Inflación} + R_p \quad (4)$$

El tercer método de la clasificación FCD es el de dividendos. Leite, Mar Bogoni y Hein (2019) señalaron que el primer enfoque respecto a la política de dividendos surgió en el año 1938 cuando el economista John Burr Williams estableció una relación entre el valor de empresa y los dividendos definiendo el valor de la acción como “el valor presente de los dividendos futuros” (Hagaman & Jensen, 1977, p 63). El método de dividendos desarrolla la misma mecánica que el FCD con la diferencia de que los flujos que se descuentan son los dividendos (Fabregat, 2009). El método de dividendos está enfocado en liberar recursos de la empresa para retribuir a los accionistas por lo que se puede inferir que una empresa valdrá más en la medida que genere recursos que le permitan retribuir a sus accionistas (Parra, 2013). Es importante tener en cuenta que la razón de ser de un inversionista es recibir un beneficio luego de un periodo determinado teniendo en consideración el riesgo asumido (Pereyra, 2008). El modelo de valuación de dividendos puede ser representado con la Ecuación 5 en donde P_0 es el precio de la acción al día de hoy y D corresponde al dividendo para cada año.

La fórmula presentada puede tener variaciones de acuerdo a las circunstancias que presenten los dividendos. Para una empresa que distribuya sus dividendos de manera perpetua el valor de la acción corresponderá a la perpetuidad de los dividendos esperados a una tasa exigida por el accionista (Pereyra, 2008) y utilizará la Ecuación 6. Para una empresa que distribuya sus dividendos con un crecimiento constante utilizará la fórmula establecida por Gordon y Shapiro en donde interviene la tasa de crecimiento esperada de los dividendos representada por la letra g (Serer, 2005) que se muestra en la Ecuación 7.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+Ke)^1} + \frac{D_2}{(1+Ke)^2} + \frac{D_3}{(1+Ke)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+Ke)^\infty} \quad (5)$$

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{Ke} \quad (6)$$

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{(Ke-g)} \quad (7)$$

El cuarto método de la clasificación FCD es el flujo de caja del capital o *capital cash flow* (en adelante FCC) también llamado método del flujo de efectivo o de fondos de capital. Este método se define como la suma del flujo de efectivo para los poseedores de deuda (suma de los intereses de la deuda más la devolución del principal) más el flujo de efectivo o de fondos para los accionistas; es decir, el flujo disponible para la deuda y las acciones (Rodríguez & Aca, 2010; Pereyra, 2008 y Dastgir, Khodadadi & Ghayed, 2010). Por un lado, Vélez-Pareja (2004) definió al FCC como la remuneración que reciben los dueños del capital o como la suma del flujo de caja de la deuda (CFd) con el flujo de caja del accionista (CFs). La Ecuación 8 muestra la fórmula para hallar el FCC en donde D es el valor de la deuda y K_d la rentabilidad exigida a la deuda. Por otro lado, Bustamante (2015) indicó que el FCL se representa por el valor presente del FCA cuya fórmula está en función del parámetro K_u de la Ecuación 9 y K_a como el retorno esperado de los activos dependiendo del riesgo de los

activos. Se debe tener en cuenta que la diferencia entre el FCC y el flujo de caja de los accionistas y acreedores es que los accionistas reciben el rendimiento esperado a partir de una inversión previa, y en el caso de los acreedores se les devuelve periódicamente sus préstamos adicionando una cantidad adicional que deriva de los intereses de la deuda contraída.

$$FCC = CF_s + CF_d = CF_s + I - D; \text{ donde } I = D \times K_d \quad (8)$$

$$\sum_{t=0}^{t=n} \frac{FCL}{(1+K_u)^t} + \sum_{t=0}^{t=n} \frac{D \times K_a \times T}{(1+K_a)^t} \quad (9)$$

El quinto y último método de la clasificación FCD es el *adjusted present value* o valor presente ajustado (en adelante VPA) que considera que existe un ahorro fiscal proveniente de los intereses generados por la deuda en la empresa; esto es, que la empresa recibe un financiamiento a partir de una deuda y el financista o inversionista espera que la empresa asuma el costo de la oportunidad a través de los intereses que se generen traducidos a una pérdida los cuales sirven de beneficio fiscal al reducir el pago de impuestos cuando la empresa ejecute dicha pérdida (Pereyra, 2008). En la Ecuación 10 se muestra que para el cálculo se requiere hallar tanto el valor de la empresa sin deuda o apalancamiento financiero como los ahorros generados por el escudo fiscal en cada periodo (Pereyra, 2008) en donde D es el monto de la deuda total, E es el valor de mercado del patrimonio, D+E representa el valor del VPA equivalente al valor total de la empresa y VP (FCL; Ku) al valor presente de la empresa sin deuda. El valor de la empresa sin deuda es el valor presente del FCL descontado a la tasa del costo de capital y Ku es la tasa de retorno no apalancada para financiar los recursos de la empresa (Pereyra, 2008) o costo de capital desapalancado sin deuda (Vélez-Pareja, 2004) tal como se muestra en la Ecuación 11.

$$D + E = VP(FCL; K_u) + \text{Valor presente del escudo fiscal (ahorro de impuestos)} \quad (10)$$

$$\sum_{t=0}^{t=n} \frac{FCL}{(1+Ku)^t} \quad (11)$$

El ahorro generado por el escudo fiscal equivale a $Dn \cdot Kd \cdot (1-T)$ y el escudo fiscal a $Dn \cdot Kd \cdot T$. Asimismo, el valor de ahorro en impuestos es igual al valor presente del escudo fiscal descontado a la tasa de la deuda como se puede observar en la Ecuación 12 en donde Kd es el costo financiero de la deuda o rentabilidad exigida a la deuda. A mayor endeudamiento, más valor creará para la empresa; es decir Kd podría aumentar hasta alcanzar a Ke (rentabilidad exigida por los accionistas) pero es recomendable no usarlo al pie de la letra para economías inestables (Pereyra, 2008). Según Dastgir, Khodadadi y Ghayed (2010) la razón de esta separación es permitir el uso de diferentes tasas de descuento dependiendo de la tasa de riesgo para las dos partes: flujos de caja operativos no apalancados y flujos de efectivo dependiendo del proyecto de financiación. En los modelos de VPA y FCC el valor presente del flujo de caja se descuenta a la tasa de retorno esperado de los activos (Ka). Si el escudo fiscal se descuenta a la misma tasa, los modelos son equivalentes.

$$\sum_{t=0}^{t=n} \frac{D \cdot Kd \cdot T}{(1+Kd)^t} \quad (12)$$

3.2.2.5. Métodos basados en la creación de valor. Miden la generación de valor de la empresa para los *stakeholders* garantizando la sostenibilidad financiera en el futuro; Jaramillo (2009) los definió como el deber de la empresa en buscar alternativas de crear valor para los accionistas y propuso cuatro parámetros para medir el valor: (a) la utilidad económica, (b) el valor económico agregado, (c) el valor de caja agregado, y (d) el CFROI. El primer parámetro, la utilidad económica, se calcula restando a la utilidad neta el costo del patrimonio o a partir de la utilidad operativa o utilidad antes de intereses e impuestos menos el WACC; el segundo parámetro, el valor económico agregado (EVA - *Economic Value Added*), es una herramienta

que sirve para medir el rendimiento o desempeño de la gerencia y de las unidades de negocios (Jaramillo, 2009) cuyo valor es posible que coincida con el del método de flujo descontado para lo cual el valor del WACC debe ser calculado con el valor del mercado del FCL.

Jaramillo (2009) indicó que este parámetro sirve para demostrar cómo las empresas logran sus metas y generan valor en base a la utilidad económica que resulta de la resta de la utilidad operacional después de impuestos y el resultado de la multiplicación del WACC con la inversión del capital.

El tercer parámetro, el valor de caja agregado o *Cash Value Added* (en adelante CVA), fue propuesto por el *Boston Consulting Group* (como se cita en Jaramillo, 2009) como una alternativa al EVA y se calcula sumando la utilidad antes de intereses e impuestos con la depreciación contable y restando la depreciación económica con el resultado de la multiplicación de la inversión inicial por el WACC. Para el CVA en el tiempo t su valor se calcula mediante la diferencia de dos sumandos: uno la del beneficio de la empresa sin deuda (NOPAT) sumado a la amortización contable y el otro la suma de la amortización económica con el costo de los recursos utilizados. El cuarto parámetro, el CFROI que busca medir la verdadera tasa de rentabilidad generada por las inversiones de la empresa, es el retorno sobre la inversión con base en los flujos de caja (CFROI- *Cash Flow Return on Investment*) considerado como una tasa de rentabilidad en donde los flujos de caja y las inversiones se estiman a precios constantes (sin considerar la inflación) y miden la verdadera tasa de rentabilidad generada por las inversiones de una empresa (Jaramillo, 2009). Este modelo podría ser contradictorio debido a que se aplica el WACC basado en valores de mercado a los valores en libros del patrimonio y del capital invertido tomados del balance general para

calcular los costos monetarios del patrimonio y del capital invertido respectivamente (Vélez & Tham, 2004).

3.2.2.6. Métodos basados en opciones. Álvarez et al. (2006) mencionó que una opción real brinda el derecho, pero no la obligación de llevar a cabo una acción determinada (diferir, expandir, crecer, aprender, abandonar, reducir, etc.) a un precio de ejercicio prefijado y durante un plazo conocido con fecha de vencimiento. Las opciones reales intentan valorar la flexibilidad de la toma de decisiones de la gerencia acción que los métodos tradicionales o estáticos no hacen. Este método se basa en el cálculo de varios escenarios inciertos al que se le une la probabilidad de éxito de los mismos para luego obtener un precio medio de la empresa el cual se ajusta con en el tiempo a medida que la empresa vaya evolucionando. Jaramillo (2009) mencionó dos tipos de valoración en opciones: el modelo binomial en el que se considera el valor de una opción en un sólo periodo considerando los factores que determinan el valor como son: el precio de la acción, del ejercicio, volatilidad, tasa libre de riesgo, dividendos y el tiempo que falte para su vencimiento y el modelo *Black and Scholes* en el que se valora a través de la distribución binomial o derivadas fundamentándose en el supuesto de que la volatilidad histórica es la misma a la del futuro. Rozo (2009) indicó que los gerentes o directivos, ante una incertidumbre, pueden cambiar el rumbo de la empresa, por ello definió a las opciones como derivados que le otorgan a la empresa el derecho mas no la obligación de tomar una acción; se les conoce como derivado porque derivan de un bien subyacente como acciones, bonos, proyectos de inversión, contratos de seguros, etc.

3.2.3. La valorización mediante el uso de herramientas tecnológicas

Las tecnologías de la información son herramientas que están a disposición de los analistas para ser aplicadas junto a las metodologías de valoración de empresas y que permiten

a las organizaciones utilizar las denominadas herramientas *analytics* como *machine learning* con las que son posible correlacionar grandes volúmenes de datos adquiridos (*big data*) en periodos específicos y de realizar pronósticos más exactos de manera automática. El *ratio* de utilización de los datos por las organizaciones sigue siendo muy bajo y según Fass (2019) existe una correlación entre el uso de *analytics* y los márgenes de ganancias, por lo que es recomendable que la organización utilice herramientas de *analytics* para afinar sus decisiones. Un ejemplo claro son las exigencias que surgen a partir de la Ley *Sabarnes-Oxley* (SOX) de Estados Unidos el cual ha sido replicado a nivel mundial como metodología y en cuya sección 409 se establece que las empresas den a conocer a través de internet y en tiempo real la información de los factores que pueden afectar su posición económica y financiera y las transacciones accionariales que se den entre los directivos y principales accionistas de las empresas poniendo claro énfasis en el uso de la tecnología (Alonso, 2010). El uso de la tecnología utilizando *big data* y *machine learning* pueden proporcionar la rapidez para brindar resultados que permitan obtener pronósticos en menor tiempo apoyando a la toma de decisiones estratégicas en las empresas.

3.2.4. Valorización de intangibles: El capital intelectual

En los estados de situación financiera, generalmente, no se considera al capital intelectual por ser un valor subjetivo. Sin embargo, este tipo de activo tiene un valor diferencial inherente para la organización ligado al dicho “nuestro activo más valioso es nuestra gente”, un *cliché* que según Heitman (2016) debería cambiarse a “nuestro activo más valioso es nuestra gente y el trabajo que realiza”; el autor en mención indicó que el error de los directores es no considerar el conocimiento del trabajo como complementario al trabajo fabril u operativo, ya que una porción de los activos intangibles corresponde a la propiedad

intelectual: patentes, marcas registradas, etc., siendo el resto competencias que incluyen los métodos del trabajo, donde reside el conocimiento del mismo. Asimismo, Heitman (2016) agregó que la identificación del conocimiento del trabajo no es fácil, ni siquiera medir el desperdicio de éste, pero dado que es un activo intangible es función del gerente financiero medirlo para crear valor. Este conocimiento del trabajo se llama capital intelectual el cual también podría ser valorizado en las empresas.

De acuerdo a Larios (2009), así como de Castro, Alama, Navas y López (2009) el capital intelectual se divide en tres dimensiones: (a) el capital estructural correspondiente al conocimiento de los procesos, la tecnología, los procedimientos y los sistemas de trabajo desarrollados; (b) el capital humano correspondiente a las habilidades, experiencias y actitudes de una persona, que reside en los miembros de la organización; y (c) el capital relacional correspondiente al conocimiento de las necesidades del cliente y los creados a partir de la relación con proveedores y competidores. Las dimensiones anteriores se definen a través de indicadores que son ponderados para obtener un valor de capital intelectual general y que puede ser correlacionado con el valor del ROI como indicador de crecimiento de la empresa. Muchos autores tratan el tema de intangibles de una organización desde dos puntos de vista: como activos o como pasivos intangibles (García, Simo, & Sallán, 2006). Dentro de las definiciones de activos intangibles se tienen a la propiedad intelectual, la fidelidad de los clientes, el potencial de innovación y el capital intelectual (López & Nevado, 2016) quien tiene foco especial por ser establecido en el proceso de gestión del conocimiento.

3.3. Conclusiones

De la revisión literaria, por un lado, se concluye que el *business consulting* se clasifica según la necesidad de un área de la empresa de requerir de un análisis de evaluación,

asesoramiento y generación de estrategias para mejorar los campos de actuación del área y de la empresa en conjunto y, por otro lado, según el grado de conocimiento de la empresa para buscar soluciones al problema que le aqueja. Para el presente trabajo de tesis, el enfoque del *business consulting* es financiero por lo que se requiere del diagnóstico y levantamiento de la información tanto del factor interno y externo de la empresa, así como del análisis de los estados financieros para la proyección. Respecto a los métodos de valoración se concluye que el objetivo de los inversionistas es conocer el valor de la empresa en base a parámetros intrínsecos como información adicional al de la capitalización bursátil, para ello existen varios métodos de valoración que evalúan los activos tangibles e intangibles como son los que se basan en la información histórica de los estados financieros (por ejemplo los basados en el balance y en la cuenta de resultados) y los que requieren de la estimación de los flujos de ingresos descontados a una rentabilidad mínima, costo de oportunidad y nivel de riesgo (como el FCD) para generar valor. Entre los activos intangibles destaca el capital intelectual compuesto del capital estructural, capital humano y el capital relacional cuyos valores se consideran de forma inherente como parte del desempeño de los activos tangibles.

Capítulo IV: Metodología de Consultoría

En este capítulo se desarrolla el modelo de *business consulting* elegido con el propósito de abordar el problema clave. Asociado al método de investigación se identifica el modelo a utilizar, la definición de las fases que comprenden la consultoría y los instrumentos utilizados para culminar con la estructura de presentación de los resultados obtenidos.

4.1. Modelo para el *Business Consulting*

Existen diversos tipos de servicios o categorías de consultorías asociadas a un problema en particular de la empresa. Los diversos tipos de consultoría pueden ser clasificados en (i) tecnología; (ii) operaciones; (iii) estrategia; (iv) personas; (v) cambio organizacional; (vi) riesgos; (vii) finanzas; (viii) marketing y ventas; y (iv) otros servicios de consultoría (FEACO, 2019). Los modelos de acuerdo al instrumento metodológico de Schein (Rincón, 2012) son: (a) modelo de consultoría de compra de información o de experiencia; (b) modelo médico-paciente; y (c) modelo de la consultoría en procesos. Debido a la necesidad de Laive por la estimación del valor intrínseco de su empresa, teniendo en consideración el contexto atípico de pandemia, se ha sugerido una consultoría financiera basada en el modelo del médico-paciente la cual requiere de un diagnóstico para seleccionar el modelo de valorización que mejor se adapte a los factores y variables de información de la empresa para obtener un rango de valoraciones sustentado y probado bajo la responsabilidad del equipo consultor.

4.2. Fases del *Business Consulting*

Antes de detallar las actividades correspondientes a cada fase definida es importante mencionar que se hará uso del método científico utilizando un análisis cuantitativo, cualitativo y mixto (Hernández, 2014). Mediante el análisis cuantitativo se trabaja en un conjunto de

procesos secuenciales y probatorios, bajo un orden riguroso, recolectando datos para probar la hipótesis con base en la medición estadística y mediante el análisis cualitativo se trabaja, por áreas o temas de investigación, en la recolección y análisis de los datos para afinar preguntas de investigación o relevar nuevas preguntas en el proceso de interpretación. Para el presente trabajo se ha utilizado el enfoque mixto es decir una combinación del análisis cuantitativo y cualitativo; cuantitativo a través de la identificación del modelo que permite recabar y analizar los datos y cualitativo a través de la revisión literaria correspondiente a los temas de *business consulting* y valorización de empresas.

Respecto a las fases de la consultoría, se optó por un modelo mixto de fases concordante con el Modelo de Gordon y Ronald Lippit el cual se detalla a continuación: (a) contacto inicial de entrada; en esta fase el acercamiento a la empresa se logra a través de la coordinación con el departamento de tesis de CENTRUM. En este primer acercamiento se busca mostrar las opciones de servicios a brindar que generen interés para Laive generando orientación hacia el resultado de la valorización de la empresa; (b) establecimiento de la relación de ayuda; con la aceptación de la invitación de Laive y la definición de los lineamientos que formarán parte del acuerdo entre la empresa y los consultores se inicia la reunión *kickoff* para la firma del acta de compromiso y confidencialidad. Cabe señalar que uno de los principales compromisos de Laive será brindar toda la información posible para desarrollar el *business consulting*.

Para la fase (c) de conocimiento sobre la empresa y comprensión del problema se hace uso del análisis cualitativo debido a que se revela información interna sobre Laive y al sector al que pertenece; esta información proporciona a los consultores una mejor perspectiva para mejorar el criterio de evaluación de la empresa. Asimismo, se procede a revisar la literatura

correspondiente al *business consulting* y a los métodos de valorización de empresas con el fin de obtener información relevante y definiciones que permitan conocer sobre las metodologías correspondientes a la investigación. El relevamiento de la información de la primera fase brinda como resultado el mapa de literatura y el contenido del Capítulo III.

Para la fase (d) de diagnóstico y análisis del problema, se procede a relevar información detallada sobre cada método de valorización de empresas, analizar las ventajas y desventajas de cada método y enfocar la investigación al valor intrínseco de las acciones que representan el valor de la empresa. A través del análisis cuantitativo se analizan los datos de los valores históricos bursátiles de las acciones desde el año 2009 al 2019 teniendo como fuentes de información a la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Asimismo, en base al enfoque mixto, se procede con la revisión de datos históricos de eventos políticos, legales y de salud (como la pandemia del coronavirus) que al analizarlos pretenden mostrar el impacto de los factores externos sobre el valor de las acciones.

En la quinta fase (e) de planificación del servicio se procede a analizar los métodos de valoración aplicables a la empresa; esta evaluación se realiza considerando la relevancia en los resultados obtenidos con cada método y su aplicación en el sector. Asimismo, en esta fase se muestran las ventajas y se asumen algunas variables limitantes como desventajas que permiten seleccionar los métodos de valoración que sirven para dar solución al problema clave. Para la sexta fase (f) que corresponde a la elaboración de las evidencias de la solución al problema se procede a realizar la explicación de las metodologías seleccionadas, paso a paso, para luego proceder con los cálculos (análisis cuantitativo) de acuerdo a las metodologías explicadas utilizando la información financiera histórica pública disponible y analizando cada resultado

obtenido y su congruencia con cada paso de los métodos explicados. Los resultados de esta fase serán desarrollados en los Capítulos VI y VII.

Finalmente, la última fase (g) de entrega del presente trabajo y sustentación consta de una lista de planes de acción viables derivados del análisis de los resultados de la fase anterior. Cabe señalar que se espera que los resultados de la fase anterior sean similares mas no iguales, es decir, se comparan los valores obtenidos por cada método utilizado y se analizan cuantitativamente para su explicación. Asimismo, se realiza el análisis del contexto actual de la empresa, las potenciales repercusiones de los factores externos antes mencionados para luego emitir el informe final donde se consignen las conclusiones y recomendaciones con respecto a la valorización de la empresa además de las recomendaciones para los inversionistas de la misma. El documento debe ser sustentado para su aprobación y como condición para el cierre de la consultoría.

4.3. Supuestos y Limitaciones

El problema clave se basa en la necesidad de identificar el valor intrínseco de Laive, teniendo en consideración el contexto atípico de la pandemia; ya que este valor le servirá de referencia complementaria para la toma de mejores decisiones. Debido a ello se pretende realizar estimaciones basadas en los métodos de valorización que contemplen los principales factores que permiten a una empresa crear valor. Entre estos factores están: el desempeño en el sector, el impacto ante eventos como la pandemia del coronavirus, la comparación con otras empresas similares en el sector y la flexibilidad para calcular el valor futuro basado en criterios de proyección (en este caso a 10 años).

Asimismo, el problema de Laive de identificar el valor intrínseco de la empresa, en el contexto de incertidumbre debido a la pandemia no solo se halla a través de métodos de

valorización, sino también de supuestos en base a dicho contexto. Con la consultoría financiera entregaremos a Laive el valor intrínseco de su empresa el cual podría orientar a Laive a complementar información para su toma de decisiones. La información histórica considerada abarca desde el año 2009 hasta el 2019 y las proyecciones desde el año 2020 hasta el 2029. Se asume que en la próxima década podrían surgir diversos factores como el incremento exponencial de la tecnología a nivel mundial, el cambio en las costumbres de los consumidores (sobre todo en la preferencia por los servicios provistos a través de *marketplaces*, *delivery*, etc.), el crecimiento de la demanda para el sector lácteo en el Perú, el impacto en la demanda y cambios en los factores macroeconómicos como el PBI del Perú.

4.4. Conclusiones

De acuerdo a lo desarrollado anteriormente, se concluye que la consultoría en *business consulting* será del tipo financiera utilizando el método médico-paciente y realizada por personal externo a la empresa Laive. Las fuentes de información serán públicas teniendo como base la información financiera publicada por Laive en la SBS y en la BVL. Las fases de la consultoría se basan en el Modelo de Gordon y Ronald Lippit y en cada fase se utilizará el análisis cualitativo, cuantitativo o mixto dependiendo de la fase. El proceso de la consultoría se inicia con una reunión *kickoff* para definir los términos de colaboración y confidencialidad, seguido de un análisis de información interna y de datos históricos de factores externos, se evalúan los métodos de valorización identificados tomando en cuenta las características financieras de la empresa, así como el sector al que pertenece y el entorno que la rodea. Se selecciona el método o métodos que más se ajustan a las especificaciones de Laive, se procede con el cálculo del valor de la acción y comparaciones que permitan obtener un rango de valores sobre la acción para culminar con la entrega del presente trabajo y sustentación.

Capítulo V: Alternativas de Solución

En el presente capítulo se analizan e identifican las ventajas y desventajas de los métodos de valorización que se mencionaron en el Capítulo III con la finalidad de elegir el método o los métodos a utilizar para determinar el valor de la empresa Laive. Para tomar la decisión del método o de los métodos a utilizar se consideran las distintas variables como el tamaño y sector al que pertenece la empresa, la información disponible con que se cuenta, el objetivo que se quiere lograr con la valoración (Aguar, 2014), las recomendaciones de distintos autores e inclusive las preferencias en el mercado del uso de determinados métodos por parte de los analistas financieros.

5.1 Identificación de las Ventajas y Desventajas de los Métodos de Valoración

5.1.1. Método basado en el balance (valor patrimonial)

Entre las ventajas de este método se encuentran el simple cálculo matemático, la identificación rápida de las partidas contables requeridas en el cálculo por encontrarse dentro del balance reportado, la evaluación de eventos pasados y presentes al ajustar las partidas contables a un valor aproximado del mercado (patrimonio neto ajustado) y el resultado del valor mínimo de la empresa en caso se decida liquidar a la empresa. Entre las desventajas de este método se encuentran el considerar información que solo se refleja en los estados financieros (Fernández, 2008a), el no considerar la proyección de flujos de caja futuros, el valor del dinero en el tiempo (Adam, 2005) ni el impacto de los factores internos y externos de la empresa ni la dinámica del sector en que se desarrolla.

Después de analizar los factores externos e internos de la empresa e identificar el potencial que tiene Laive en el sector en que se desenvuelve y la capacidad que presenta para generar liquidez futura a un costo de oportunidad exigido por sus inversionistas se considera

que este método no es el adecuado para Laive por las siguientes razones: (a) limita el resultado de una valoración más realista. Si bien dentro de este grupo, para corregir algunas desactualizaciones en el valor, se mencionan los métodos de balance con ajuste de los activos netos al valor de mercado (Parra, 2013) no deja de ser un método estático al no considerar ningún activo y pasivo fuera del balance ni la capacidad de la empresa para generar flujos de efectivos, (b) se considera a Laive una empresa resiliente y en marcha con una proyección de ventas continúa sin entrar en un proceso de disolución o liquidación, y (c) no reconocería en su cálculo, por ejemplo, el impacto de la crisis existencial del cierre de algunos mercados lácteos, la contracción en la demanda y la distribución que enfrentan los productores de leche provocada por el coronavirus.

El impacto negativo del coronavirus en el sector lácteo considerado, por las Naciones Unidas, como uno de los mercados más importantes en el mundo con el 14% del comercio agrícola mundial y un valor de \$700,000 millones de dólares (Gestión, 2020) estimuló, con la finalidad de reactivar el sector, que los gobiernos de países desarrollados intervengan con fondos de dinero y en países emergentes como el peruano que se busquen implementar programas de formalización de productores, reanudar el transporte y logística para la distribución de la leche fresca y producto terminado. Por tanto, valorar a Laive en base a los datos reportados en el balance del cierre del año anterior sin contemplar los factores internos y externos del mercado puede generar un resultado de sobrevaloración más aun cuándo el 80% de las ventas provienen de su categoría de lácteos en el que la crisis del coronavirus restringió algunas cadenas de suministro afectando el desempeño de la demanda y del sector consumo en general.

5.1.2. Método basado en la cuenta de resultados

Este método busca determinar el valor de la empresa a través del resultado de las ventas, beneficios (dividendos) o de un coeficiente (múltiplo). La ventaja más resaltante de este método es que permite valoraciones rápidas mediante el uso de un múltiplo de comparación que puede ser el coeficiente PER, valor de dividendos, el múltiplo de las ventas u otros múltiplos como EBIT, EBITDA. Asimismo, Mascareñas (2011) mencionó que es un modelo útil basado en un valor relativo en línea al mercado, de fácil cálculo y de resultados claros y relevantes por basarse en datos estadísticos conocidos por los inversionistas. Sin embargo, se identifican dos desventajas más resaltantes: la primera que implica la búsqueda de una empresa similar para determinar el múltiplo comparador Perez-Carballo (2017) siendo difícil encontrar empresas con activos similares y con precios estándar (Alanis, 2015) y la segunda que no considera el rendimiento futuro del negocio ni el comportamiento cambiante del mercado. A pesar de nombrar de manera general la ventaja y desventaja del método como un todo, se creyó conveniente identificar las ventajas y desventajas de cada uno de los múltiplos de comparación.

El método PER considera el precio de la acción como un múltiplo del beneficio, es decir que para hallar el valor de la empresa se debe multiplicar el beneficio neto actual por el coeficiente del beneficio. Entre las ventajas se encuentran: la facilidad en el cálculo, ser el *ratio* frecuente por parte de los analistas al valorar empresas que cotizan en bolsa (Fernández, 2008a) y la facilidad de obtener PER futuros porque el beneficio por acción suele ser una de las proyecciones más estudiadas por los inversores (Badenes y Santos, 1999). Entre las desventajas se encuentran: que sus resultados pueden conllevar a juicios de sobrevaloración o subvaloración debido al nivel de apalancamiento de las empresas analizadas, ser un *ratio*

sensible en empresas con diferentes ciclos de ventas y el de no aconsejar su uso para economía inestables con un bajo número de empresas comparables (Pereyra, 2008). El método de dividendos como segundo método de múltiplos, representa el valor de la empresa como el valor actual de los dividendos que esperan obtener los accionistas. Entre las ventajas se encuentran: la facilidad en el cálculo y su utilidad para empresas en sectores maduros (Badenes y Santos, 1999). Entre las desventajas se encuentran: la interpretación errada de pensar que un mayor dividendo implica el incremento del valor de las acciones. Según Fernández (2008a) la evidencia empírica demuestra que las empresas que reparten más dividendos reducen su nivel de reinversión y, por tanto, reducen el valor de las acciones.

El método por múltiplos de ventas es el método que consiste en determinar el valor de la empresa multiplicando sus ventas por un coeficiente que se define según la coyuntura del mercado. Entre las ventajas se encuentran: la facilidad en el cálculo y su utilidad para empresas con márgenes de ventas similares (Badenes y Santos, 1999). Entre las desventajas se encuentran: el no brindar una relación constante entre el *ratio* de precio/ventas y la rentabilidad de las acciones y resultado inconsistente al comparar empresas con márgenes muy variables. El múltiplo EBIT y EBITDA son los métodos que implican utilizar los múltiplos de empresas comparables. Entre las ventajas se encuentran: la obtención de resultados realistas al comparar empresas cíclicas, el no considerar el grado de apalancamiento y ser el *ratio* más común (EBITDA más que EBIT) al comparar empresas de diferentes países (Badenes y Santos, 1999). Entre las desventajas está el encontrar o definir a las empresas más comparables y generar resultados de valoración distorsionados al no conocer las diferencias en las políticas contables de las empresas comparables. Asimismo, el EV/EBITDA como método de valoración no es relevante para países emergentes como el Perú por lo que se descarta

como un método de múltiplos válido (Arana y Burneo, in press). Para Bifani (2020) los mercados emergentes no necesariamente tienen un historial de transacciones con respecto a una empresa o tipo de activo por lo que valorar las métricas del mercado se considera un gran desafío.

El método del flujo de caja operativo como otro método basado en múltiplos presenta la siguiente ventaja: su uso a diferencia del método anterior no requiere conocer las diferencias de las políticas contables. Entre las desventajas se encuentra que al calcular el valor no se estiman los flujos de caja futuros y que no es recomendada para empresas cíclicas de alto crecimiento. Y el último método el de valor contable el cual tiene como ventaja principal su utilidad para analizar empresas con capital alto y como desventaja el inconveniente en distinguir aquellos pasivos como recursos propios y otros como recursos de terceros.

Se concluye que para el mercado en que se encuentra Laive es complicado determinar una empresa comparable por la razón principal que en el sector lácteos no existen muchos competidores y la participación en el mismo lo lidera Gloria con un 80% seguido por Laive con 17% y de dos pequeñas empresas no representativas que no cotizan en bolsa. Sin embargo, a pesar de lo expuesto se busca comparar el estado de resultados de Laive respecto al líder del mercado (Gloria) y a otras tres empresas del sector industrial (sector en que se encuentra Laive según la BVL) que más se asemejen a Laive y que coticen el mismo tipo de acción a fin de tener como referencia el rango de los múltiplos que resultan de las comparaciones. Expuesto lo anterior, se decidió utilizar dos de los métodos basados en la cuenta de resultados: el PER y los múltiplos de dividendos por usarse en empresas que cotizan

en bolsa y por no considerar, en su cálculo, apalancamientos financieros, impuestos, ni costos de amortización.

5.1.3. Método goodwill

Este método es una combinación entre los métodos estáticos y dinámicos y que para valorar a la empresa intenta tener en cuenta el valor patrimonial en un momento dado, así como la posible evolución que la compañía pueda tener a lo largo del tiempo (Bustamante, 2015). La ventaja más relevante de este método es considerar el capital intelectual como parte de la valorización de la empresa. Entre las principales desventajas se encuentran: el requerir de un análisis exhaustivo del sector y de la misma empresa en cuanto a su visión y posición estratégica a fin de garantizar un resultado confiable del método, el no estar contemplado en la normativa vigente como parte de los estados financieros y el no contar con un acuerdo generalizado de su cálculo. Por lo expuesto en las desventajas se ha decidido no utilizar este método de valorización por tener la limitación de acercamiento con la alta gerencia de Laive para conocer a detalle la gestión estratégica desarrollada, por no estar regulado lo que genera que su medición resulte compleja (Vazzano, 2015), por no contar con un acuerdo generalizado de su cálculo lo que puede generar un resultado arbitrario del criterio de los analistas. La influencia de parámetros como el capital humano y el aspecto relacional posibilitan estrategias que generan de manera implícita el logro de valores contables; por ejemplo, el conocimiento y experiencia de un vendedor sumado a las buenas relaciones de éste con sus proveedores o clientes pueden dar como resultado un incremento en los ingresos por ventas, asimismo, las buenas decisiones estratégicas tomadas por los ejecutivos de la alta dirección de la empresa pueden mejorar la cuenta de inversiones.

5.1.4. Métodos basados en el descuento de flujos

El cuarto grupo de métodos son los basados en el descuento de flujos que consideran a la empresa como un generador de activo de flujos de caja en el futuro lo suficiente como para cubrir los pasivos y asumir nuevos proyectos. Entre las ventajas de este método se encuentran: (a) el permitir medir la capacidad de la empresa para generar flujos de efectivo, (b) el permitir proyectar los flujos de caja basados en el valor activo neto o VAN (Mascareñas & Leporati, 2010), (c) por parecer, conceptualmente, el más adecuado de los métodos de valoración de empresa debido a que el valor se da por lo que el mercado esté dispuesto a ofrecer en función de su capacidad de generar fondos directamente o indirectamente después de su adquisición (Pereyra, 2008), (d) por considerar una tasa de descuento para traer al presente los flujos de efectivo futuro, (e) porque los flujos se evalúan a un mayor valor de horizonte para determinar la perpetuidad del crecimiento de los flujos (Gutiérrez & Sáez, 2019), y (f) porque gestiona el riesgo e incertidumbre que produce el futuro tomando mejores decisiones con la información que se cuenta (Damodarán, 1994). Varios autores respaldan el uso de este método para valorar empresas, uno de ellos, Hermoza (2017) quien mencionó algunas características positivas de uso como: permitir un análisis adecuado que evalúe la capacidad de la empresa para generar fondos sin basarse en un análisis estático ni desempeño histórico de la empresa, incorporar el elemento de riesgo (tasa de descuento) e incluir el concepto del valor del dinero en el tiempo. Pereyra (2008) mencionó que las proyecciones, en este método, no se basan en percepciones subjetivas de los dueños de la empresa o de los potenciales compradores sino de la información que se obtiene del sector en que se desarrolla la empresa. Un estudio realizado por Ribeiro y Anson (2007) a 34 empresas brasileñas resultó que las empresas recurren frecuentemente al método de flujo descontado, un resultado similar se obtuvo en el 2003

cuándo la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) encuestó a 66 empresas españolas. Las empresas utilizan un enfoque a largo plazo y a un tiempo determinado (Gutiérrez & Sáez, 2019), otras empresas involucran variables de corto y largo plazo (Arriaza, 2015) para brindar información más precisa respecto a los flujos futuros para la toma de decisiones. Copeland, Koller y Murrin (2002) mencionaron que para desarrollar este modelo se debe proyectar la situación financiera de la empresa, estimar el costo de capital, el valor de perpetuidad y culminar con la interpretación de los resultados. Asimismo, García (2013) manifestó que el método FCD es considerado el más completo y evolucionado.

Si bien este método tiene varias ventajas, el análisis permite identificar algunas desventajas como: la precisión en el pronóstico de los flujos de fondos y en el uso de la tasa de descuento adecuada para obtener el valor presente del flujo de fondos (Pereyra, 2008), el afinar el resultado teniendo en consideración el análisis exhaustivo de la información disponible del sector, la empresa y *stakeholders* también conocido como *due diligence* (Narváez, 2008), el ponderar el resultado con otros métodos de valoración para estimar de manera más precisa el valor económico de la empresa (Martínes, 1999), la complejidad para el cálculo, el considerar solo activos que generen flujo de efectivo (Hermeza, 2017) y el suponer que la empresa tenga proyectos estáticos y que los flujos futuros son determinados y predecibles para sobrevalorar o subvaluar los proyectos (Parra, 2013). A pesar de identificar ventajas y desventajas del método FCD se considera relevante analizar cada uno de los métodos que conforman el FCD antes de decidir por el método de valoración más adecuado a la realidad de Laive.

El flujo de caja libre (FCL) es el flujo generado por las operaciones después de impuestos. Es el dinero disponible que tiene la empresa luego de haber cubierto las necesidades operativas y de reinversión de activos fijos y asume que la empresa no tiene carga financiera para enfocarse en el rendimiento económico de los activos de la empresa antes de impuestos. Entre las ventajas de este método se encuentran: ser el método más utilizado por los analistas al valorar una empresa debido a que los fondos de la empresa provienen de la misma capacidad de la empresa para generar dichos fondos (Fernández, 2008a ; Moscoso y Botero, 2013 y Parra, 2013), permite conocer el rendimiento de los activos de la empresa antes de impuestos, utiliza como tasa de descuento al costo promedio ponderado de la estructura del capital (WACC) el cual se usa bajo tres enfoques el primero como activo (al usarlo como tasa para descontar el flujo de caja esperado), el segundo desde el pasivo (porque es la tasa que se ofrece para atraer capital) y el tercero como inversionista (porque es el retorno esperado al invertir en un proyecto) adicional a las otras ventajas mencionadas en el FCD.

El flujo de caja del accionista (FCA) el cual utiliza como insumo base al FCL para descontar todo gasto financiero o sumar nuevos apalancamientos mide la capacidad de la empresa para pagar los intereses, amortizaciones de la deuda y la rentabilidad del patrimonio invertido. Este método de valoración utiliza el modelo CAPM para calcular la tasa de rentabilidad mínima exigida por los accionistas (K_e). Entre las ventajas se encuentran: el permitir conocer el dinero disponible que tiene la empresa luego de haber cubierto las necesidades operativas, de reinversión de activos fijos y de carga financiera para la distribución de dividendos o recompra de acciones, el utilizar el modelo CAPM para hallar la

tasa de descuento y el permitir ajustar la tasa de descuento a la inflación y riesgo país al valorar empresas ubicadas en países emergentes como es el caso de Laive.

Otro de los métodos de FCD es el método del dividendo el cual trae al valor presente los dividendos o beneficios proyectados a una tasa de rentabilidad mínima exigida por los accionistas; el método consiste en valorar una acción actualizando los dividendos futuros (Fabregat, 2009) por lo cual depende de la política de dividendos que adopte la empresa. Si bien se considera como ventaja el traer al presente los dividendos proyectados asumiendo que la empresa genera dividendos en el futuro de manera indefinida, se considera como desventajas el no saber el horizonte de la inversión, es decir el no saber por cuánto tiempo el inversionista seguirá teniendo la acción o decidirá venderla (para Rigail y Jurado, 2016 es casi imposible conocer ese dato) y el asumir que los dividendos y las utilidades crecen en igual proporción; esta suposición es cierta en casos en que una empresa distribuya anualmente un porcentaje fijo de sus utilidades (Rigail & Jurado, 2016). Por los motivos expuestos, se ha descartado el uso de este método porque la perpetuidad de descuentos de flujos generados por los dividendos no es estable por la incertidumbre en el compromiso de pagos fijos por dividendos que, a diferencia de la relación por múltiplos, la comparación es anual.

El método del *capital cash flow* (FCC) que resulta del FCL y el valor presente del escudo fiscal de los intereses. Es el flujo disponible que tiene la empresa luego del pago de la deuda financiera, impuestos y de costos de inversiones de capital. Se ha descartado este método porque para calcular el valor de la empresa se debe calcular el FCL y el FCA.

El método VPA es el método que se calcula sumando el flujo de caja sin carga financiera y el flujo de caja del ahorro fiscal. Pereyra, 2008 mencionó que este método no es recomendable usarlo al pie de la letra para economías inestables. Se ha decidido seguir la

recomendación de Pereyra y desestimar este método porque la proyección de Laive se ha realizado bajo una incertidumbre económica e inestable provocada por el coronavirus.

5.1.5. Métodos basados en la creación de valor

A pesar que los métodos basados en la creación de valor están compuestos de cuatro parámetros para medir el valor: (a) la Utilidad económica; (b) el Valor económico agregado; (c) el Valor de caja agregado y (d) el CFROI se considera un método no adecuado para valorar a Laive porque mide la gestión de los directivos y las unidades de negocio (Álvarez et al. 2006 & Jaramillo, 2009) sin considerar las expectativas de futuro. Al considerar a Laive una empresa con capacidad para generar flujos futuros se prefiere un método que traiga al presente, descontado a una tasa de riesgo, los ingresos de caja proyectados no sólo en base a la capacidad económica financiera sino a las habilidades directrices de su plana gerencial en la toma de decisiones.

5.1.6. Métodos basados en opciones

Álvarez et al. (2006) mencionó que una opción real toma gran importancia ya que proporciona herramientas adecuadas para valorar determinados instrumentos financieros (activos o pasivos) que son muy difíciles de medir con otros métodos tradicionales de valoración, permite valorar la facilidad o dificultad en las decisiones respecto a inversiones y proyectos necesitando para su cálculo la estimación del valor de mercado de la empresa (activos) mediante el descuento de flujos de explotación, la estimación del valor de la deuda (su plazo medio de vida) y de la volatilidad del activo. Para Fernández (2008b), este tipo de método de valoración es utilizado para entornos con alto grado de incertidumbre y volatilidad, en los cuales existe más de una alternativa a considerar como escenario futuro; por ejemplo, es el caso de la minería, *commodities* o las nuevas tecnologías. Como indica Lamothe & Méndez

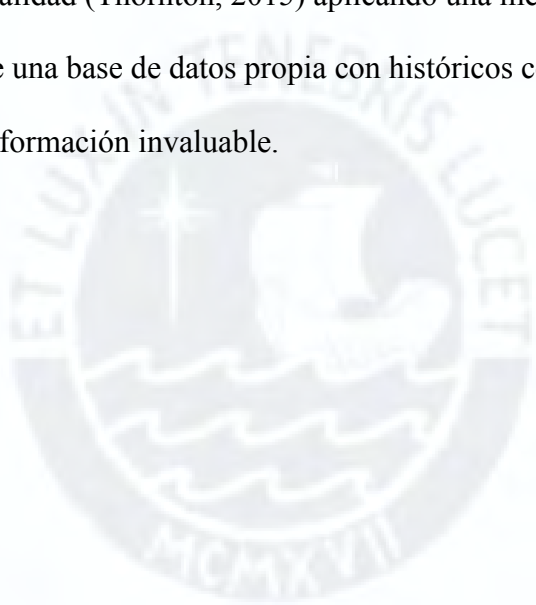
(2013), las opciones reales no generan valor en entornos donde los flujos se comportan de manera predecible, para ello bastará con aplicar el método de flujo de caja descontado.

5.2. Métodos Seleccionados

Después de analizar las ventajas y desventajas de cada método de valoración se ha decidido calcular el valor de Laive en base a dos métodos de valoración; el de flujo de caja descontado (libre y del accionista) y el de múltiplos (PER y múltiplos de dividendos). La decisión por el primer método se basó en las siguientes razones: primero por ser el método más utilizado por los analistas al valorar una empresa, segundo por utilizar una tasa de descuento para traer los flujos futuros al presente como el WACC y la tasa K_e que se obtiene con el modelo CAPM y tercero porque después de conocer la trayectoria de Laive, con más de 100 años en el mercado, ha demostrado ser una empresa sobresaliente de varias crisis que sigue invirtiendo y aún en estos tiempos en donde la pandemia del coronavirus impacta de manera negativa a varias empresas se reinventa y brinda nuevas alternativas de compra, por estas razones y más se ha asumido que Laive es una empresa capaz de generar tanto flujos de caja sostenible en el tiempo, como valor a sus accionistas. La decisión por el segundo método, el de múltiplos, se basó en hallar resultados complementarios debido a que Laive tiene como competencia directa a empresas como Gloria, Nestlé y Danlac siendo Gloria la única de las dos empresas que cotiza en bolsa de valores de Lima. Se decide comparar el desempeño de Laive con el principal competidor y líder del sector lácteo (Gloria) y con otras dos empresas del sector industrial (por ser el sector que la BVL coloca a Laive) a fin de conocer el rango de valores generados y comparar el valor con el valor que se obtenga de los métodos de FCL y FCA.

En términos generales, los especialistas en procesos de valoración recomiendan no utilizar un solo método, sino por el contrario, el uso de más de una metodología por que permitirá conocer qué tan alineados están los resultados en base a diferentes enfoques.

Asimismo, las comparaciones con otros métodos de valoración también contribuyen a conocer más del entorno de la empresa y, por ende, a disminuir el margen de error a través de predicciones acertadas. Narváez (2008) recomendó de manera complementaria un análisis comparativo basado en multiplicadores de empresas similares lo que permitirá conocer más el sector y el enfoque que las empresas utilizan para la valoración. También es recomendable llevar un control de las proyecciones realizadas y evaluar qué tan cercanas estuvieron a la realidad (Thornton, 2015) aplicando una metodología más sólida e integrada. La construcción de una base de datos propia con históricos contrastados con la realidad, pueden convertirse en información invaluable.



Capítulo VI: Metodología de Valorización de Acciones

En este capítulo se describe paso a paso la metodología, procedimientos, parámetros y cálculos para determinar el valor de la empresa Laive a través de los métodos seleccionados en el Capítulo V, como son: el flujo de caja libre descontado al WACC, el flujo de caja del accionista descontado a la tasa mínima exigida por los accionistas y el de los múltiplos.

Asimismo, se describen las fuentes de datos que se usan en cada método y el cálculo realizado en cada caso a fin de mostrar el desarrollo de cada metodología y el uso de los parámetros que comprenden las fórmulas de valorización.

6.1. Procedimiento para el Método de Flujo de Caja Libre Descontado al WACC

Milla y Martínez (2007) mencionó que la metodología basada en los flujos descontados debe considerar el horizonte de proyección, la tasa de descuento, los flujos de efectivo libre y el valor de continuidad o residual, información que se explica conforme se desarrollan las etapas del proceso del método seleccionado. De acuerdo con Tovar y Muñoz (2018) se identifican ocho etapas que se deben desarrollar para determinar el valor de la empresa, las cuales son:

6.1.1 Recopilación de información

En esta etapa se realiza una recopilación profunda de datos externos e internos de la empresa, el sector en el que se desarrolla, su competencia, el nivel de relación con los proveedores y clientes, amenazas de productos sustitutos, la posición estratégica, cultura organizacional, dirección y administración, estructura organizacional, tecnología, línea de productos, capacidad instalada, etc.; así como la recopilación de información financiera extraída de los estados financieros auditados de la empresa (de los últimos 10 años consecutivos) donde se identifican los datos o parámetros presentados en el Estado de

Situación Financiera, el Estado de Resultados y los Flujos de Efectivo, con sus respectivas notas generales y específicas. Ortiz (2015) sugirió identificar la información de la cuenta de distribución de activos, composición y evolución del pasivo, la relación de la deuda sobre el patrimonio, crecimiento de la utilidad operacional y neta, los ajustes por inflación y otros. A partir de la información obtenida del Estado de la Situación Financiera y del Estado de Resultados históricos se construyen los Flujos de Efectivo Libre (FCL). En la construcción de éstos se utilizan las siguientes cuentas: Ingreso por ventas, costo de ventas, gastos de administración y ventas, depreciaciones y amortizaciones, impuesto a la renta, cambios en el capital neto del trabajo y en los activos fijos o CAPEX. Cabe precisar que las depreciaciones y amortizaciones son deducciones que al no representar una salida física de efectivo se suman a la utilidad o NOPAT. Asimismo, las depreciaciones son gastos asociados a los ingresos y gastos generados por los activos fijos. Respecto a los cambios en el capital neto del trabajo, éstos se refieren a las inversiones corrientes y al financiamiento propio o de terceros que realiza la empresa para mantener su funcionamiento habitual; es el cálculo que resulta de la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente. En los cambios en el activo fijo o CAPEX se colocan las inversiones en activos fijos de largo plazo, como equipos y maquinarias; es el cálculo que resulta del incremento de los activos netos más los gastos de amortización y depreciación del periodo (Tovar & Muñoz, 2018). La estructura del FCL se muestra en la Figura 25.

Ingreso por ventas
(-) Costo de ventas
<hr/> Utilidad Bruta
(-) Gastos de administracion y ventas
(-) Depreciaciones y amortizaciones
<hr/> Utilidad Operativa o EBITDA
(-) Impuesto a la renta
<hr/> Utilidad Operacional Neta despues de Impuestos o NOPAT
(+) Depreciaciones
(+) Amortizaciones
(+/-) Cambios en el Capital Neto del Trabajo
(+/-) Cambios en los Activos Fijos (CAPEX)
<hr/> Flujo de Efectivo Libre (FCL)

Figura 25. Estructura del flujo de caja libre (FCL).

Se muestran las variables que componen el FCL. Adaptado de Metodología para valoración financiera de Pymes colombianas utilizando flujos de efectivo, por Tovar, M. & Muñoz, I. (2018). *Ciencias Sociales y Humanas* 18(35), 139-162

6.1.2. Análisis de datos históricos

Después de recopilar los estados financieros auditados de los últimos 10 años consecutivos, se registra cada una de las partidas contables con sus respectivos años y valores en el programa de hoja de cálculos. Se utiliza una hoja por cada balance de pérdidas y ganancias y de situación financiera a fin de visualizar de manera clara la información, hacer cálculos y simulaciones para determinar la variación de los flujos de efectivos históricos, elegir la técnica de proyección, proyectar los valores a 10 años y evaluar el rendimiento económico y financiero de la empresa.

6.1.3. Desarrollo de las bases de proyección

En esta etapa se requiere conocer aspectos internos de la empresa como planes estratégicos y gerenciales, de inversión, políticas contables y administrativas, de dividendos, proyecciones de indicadores macroeconómicos, entre otros, que sirvan de insumo para consolidar las bases de proyección financiera de los próximos 10 años. Asimismo, se

determina el valor del crecimiento final a través del cálculo de cada una de las tres técnicas de proyección como la media aritmética, geométrica y la de suavización exponencial simple, siendo este último un método de promedio móvil ponderado que calcula el promedio de una serie de tiempo dando mayor peso a las demandas recientes que a las anteriores, tomando en consideración todo el dato histórico. La decisión de utilizar este método se basó en: (a) la sencillez de su cálculo; (b) en que requiere tres datos, como son el pronóstico del último periodo, la demanda real del periodo actual y una constante de suavización alfa (α), que determina el nivel de uniformidad y la reacción ante las variaciones del pronóstico y la demanda real; (c) en la importancia que se da al nivel de la demanda más reciente (Krajewski, Ritzman & Malhotra, 2013); y (d) en el pronóstico estratégico a largo plazo, tomando en cuenta el comportamiento promocional de Laive para satisfacer la demanda. Para Jacobs & Chase (2019) los hechos más recientes son mejores indicadores del futuro que los del pasado; si esta premisa es válida, entonces el método más preciso y sencillo en tiempo de coronavirus es el de suavización exponencial simple, una técnica de pronóstico muy común que forma parte integral de la mayoría de programas de pronósticos por computadora cuyo uso es frecuente en empresas mayoristas. Finalmente, para una mejor visualización de los datos, se sugiere trabajar la proyección en la misma hoja de cálculo en donde se coloca los datos históricos. Adicionalmente a lo expuesto, según Ballou (2004) este método es útil para pronósticos de corto plazo y se caracteriza debido a que busca atenuar los valores picos de la función a través de la constante de suavización alfa. Sin embargo, esto no es excluyente para el largo plazo, ya que este método es utilizado para demandas que no presentan una tendencia que pueda ser observable (Chopra & Meindl, 2008), es decir cuando los números son muy

aleatorios o heterogéneos, como en tiempos de la pandemia del coronavirus, por lo que el uso del método de suavización exponencial simple sería válido.

6.1.4. Proyección de los estados financieros

Permite obtener los flujos de efectivo esperados en función al comportamiento histórico, las bases de proyección y al crecimiento establecido. Tovar y Muñoz (2018) recomendaron elaborar cuadros de presupuestos con la finalidad que las proyecciones financieras resulten fácil de entender como, por ejemplo: presupuesto de venta, de caja, de gastos de ventas, administrativos y financieros, presupuestos de costos, etc. Para la preparación del flujo de caja de Laive se asume que la empresa tiene una vida ilimitada de operaciones, por lo tanto, la información y análisis se divide en dos partes: análisis del pasado (en base a los estados financieros auditados de los últimos 10 años consecutivos) y análisis del futuro (en donde la información es desconocida y se asumen varios factores para proyectar). En el análisis hacia el futuro existen dos periodos: el periodo explícito y el periodo de continuidad. En el primer periodo, se proyectan los flujos de efectivo a 10 años consecutivos (algunos autores mencionan que el periodo del horizonte de proyección depende del nivel económico y de los planes de desarrollo de la empresa; si el nivel macroeconómico es inestable sugieren un periodo menor). En el segundo periodo, el cual se inicia después del último año del periodo explícito, se estima un Valor de Continuidad o Valor Residual (Tovar & Muñoz, 2018). Para Laive se desarrollan ambos periodos y se asume una vida ilimitada de operaciones.

6.1.5. Cálculo de la tasa de descuento

Los flujos de efectivo libre proyectados se traen al valor presente a una tasa de descuento. Para calcular la tasa de descuento anual, se utiliza la Ecuación 2 del WACC (o

CPPC), del Capítulo III (numeral 3.2.2.4) la cual consiste en el promedio ponderado del costo del financiamiento propio y de terceros que tiene la empresa. Las variables que se consideran son las siguientes: (a) Costo de la deuda (K_d) que es el costo medio de los préstamos de corto y largo plazo contraídos por la empresa con terceros sujetos al pago de intereses; es decir, es la tasa de financiamiento que se obtiene por los créditos, préstamos o financiación de deudas; en el caso de un solo tipo de financiamiento, se refleja el TEA (Tasa efectiva anual), pero si se tienen varias fuentes de financiamiento de terceros, se utiliza el promedio ponderado de todas las tasas obtenidas en la financiación; (b) Costo del patrimonio o *equity* (K_e) tasa que se obtiene con el modelo CAPM indicado en la Ecuación 4 del Capítulo III (numeral 3.2.2.4) el cual considera los valores esperados de la tasa libre de riesgo (R_f), tasa de riesgo país (R_p), prima de riesgo del mercado ($R_m - R_f$), tasa de inflación y del Beta por industria y sectores (β); (c) escudo fiscal, que se refiere a los gastos que ayudan a disminuir los impuestos fiscales (deducibles al impuesto a la renta), lo que significa que al deducirlo de la utilidad se pagan menos impuestos. El impuesto a la Renta es el impuesto vigente de acuerdo a la Ley publicado en el portal de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT). Con los resultados de las variables mencionadas y la estructura de capital de la empresa se procede a calcular la tasa de descuento o costo promedio ponderado de los recursos (WACC).

6.1.6. Cálculo del valor presente de los flujos de efectivo libre

Después de obtener el flujo de efectivo para cada año proyectado se procede a traer a valor presente los flujos de efectivo libres esperados para los años de proyección (se toma el mismo tiempo del horizonte de la proyección) y a la tasa de descuento calculada en la Etapa

6.1.5. Se recomienda ordenar las partidas contables en base a la estructura del FCL de manera que al aplicar la formula el cálculo del valor presente se convierta en una matemática simple.

6.1.7. Cálculo del valor de continuidad o valor residual

El valor de continuidad o residual es el valor esperado por la empresa, generado por los flujos de efectivo futuros a perpetuidad. Para el cálculo del valor en mención se utiliza el flujo de caja efectivo del último año proyectado y la tasa de crecimiento (g) de largo plazo la cual debe ser sostenible en el tiempo (Tovar & Muñoz, 2018). Sosa (2014) expresó que la tasa de crecimiento no debe ser superior a la inflación o al PBI del país en donde la empresa desarrolla sus actividades. Por otro lado, Milla y Martinez (2007) señalaron que la tasa de perpetuidad debe ir a la par con el crecimiento y competitividad del mercado. Según la Ecuación 13, para calcular el valor residual se utilizan las variables como el Flujo de Efectivo Libre en el periodo n+1 (es decir un crecimiento a una tasa de perpetuidad g) y el WACC calculado en el Etapa 6.1.5. Cabe señalar que, de acuerdo a Álvarez, García y Borraez (2006), la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) debe ser menor a la tasa exigida por los accionistas y menor o igual a la tasa de inflación (BCRP, 2019). Sequeda (2014) indicó que esta no debe ser mayor al Producto Bruto Interno del país en donde se desarrolla la empresa, adicionalmente Sánchez (2014) indicó que se suelen utilizar en la práctica tasas entre 1% y 3%. Asimismo, para escoger una tasa g apropiada se puede aplicar el análisis de sensibilidad (Realp, 2009).

$$Perpetuidad\ FCL = \frac{[FCL\ último\ año * (1+g)]}{\frac{WACC-g}{(1+WACC)^{último\ año}}} \quad (13)$$

6.1.8. Cálculo del valor de la empresa

Esta es la etapa final en donde el valor total de la empresa es el resultado de la suma del valor presente de los flujos de efectivo libre (Etapa 6.1.6) y el valor de continuidad (Etapa 6.1.7) según la Ecuación 14. Para calcular el valor de cada acción unitaria se utiliza la

Ecuación 15, el cual se compara con los valores que se obtengan de los otros métodos de valoración a desarrollar.

$$\text{Valor de mercado de los activos} = \sum_{i=1}^n \frac{FCL_i}{(1+WACC)^i} + \text{Perpetuidad FCL} \quad (14)$$

$$\text{Valor de acción usando FCL} = \left(\sum_{i=1}^n \frac{FCL_i}{(1+WACC)^i} + \text{Perpetuidad FCL} - \text{PASIVO} + \text{CAJA} \right) / \text{Nro. De Acciones} \quad (15)$$

6.2. Procedimiento para el Método de Flujo de Caja del Accionista Descontado a la Tasa

Ke (Basado en el Modelo CAPM)

6.2.1 Recopilación de información

El flujo de caja del accionista es el efectivo disponible para el accionista luego de cubrir las necesidades operativas, de reinversión de activos fijos y de carga financiera. Esta etapa es igual a la etapa 6.1.1 del método del flujo de caja libre, en donde se realiza el análisis de los datos externos e internos de la empresa y la revisión histórica de los estados financieros auditados de la empresa de los últimos 10 años consecutivos. A partir de la información histórica, obtenida del Estado de Situación Financiera y del Estado de Resultados, se construyen los flujos de caja del accionista (FCA). La construcción del FCA considera la estructura del FCL y otras variables como los gastos, intereses, amortizaciones y nuevos préstamos. En la Figura 26 se muestra la estructura del FCA:

Ingreso por ventas
(-) Costo de ventas
Utilidad Bruta
(-) Gastos de administracion y ventas
(-) Depreciaciones y amortizaciones
Utilidad Operativa o EBITDA
(-) Impuesto a la renta
Utilidad Operacional Neta despues de Impuestos o NOPAT
(+) Depreciaciones
(+) Amortizaciones
(+/-) Cambios en el Capital Neto del Trabajo
(+/-) Cambios en los Activos Fijos (CAPEX)
Flujo de Efectivo Libre (FCL)
(-) Intereses
(-) Escudo Fiscal
(-) Amortizacion de la deuda
(+) Emision de nuevos prestamos
Flujo de Caja del Accionista (FCA)

Figura 26. Estructura del flujo de caja del accionista (FCA).

Se muestran las variables que componen el FCA. Adaptado de Metodología para valoración financiera de Pymes colombianas utilizando flujos de efectivo, por Tovar, M. & Muñoz, I. (2018). *Ciencias Sociales y Humanas* 18(35), 139-162

6.2.2. Análisis de datos históricos

Consiste en revisar y analizar el histórico de los estados financieros de los últimos 10 años consecutivos con la finalidad de determinar los flujos de efectivos históricos del accionista. Muy similar al procedimiento del flujo de caja libre en donde se utiliza una hoja por cada balance de pérdidas y ganancias, y de situación financiera, a fin de visualizar de manera clara la información, hacer cálculos y simulaciones para determinar la variación de los flujos de efectivos históricos, elegir la técnica de proyección, proyectar los valores a 10 años y evaluar el rendimiento económico y financiero de la empresa.

6.2.3. Desarrollo de las bases de proyección

Consiste en determinar el porcentaje de crecimiento o decrecimiento para la proyección de las partidas o rubros de los estados financieros para los próximos 10 años, lo cual requiere conocer el desempeño interno de la empresa y en el sector en que opera.

6.2.4. Proyección de los estados financieros

Consiste en obtener los flujos de efectivo esperados siguiendo la misma metodología de la Etapa 6.1.4 del Flujo de Caja Libre.

6.2.5. Cálculo de la tasa de descuento

El costo de los recursos propios o del patrimonio se basa en el modelo CAPM y se calcula en base a la Ecuación 4 expresada en el Capítulo III (numeral 3.2.2.4). Las variables que se utilizan para calcular la tasa de descuento K_e son: (a) la tasa libre de riesgo, que es la rentabilidad para un accionista por una inversión con riesgo nulo o mínimo de recuperación; por lo tanto, como referencia se utiliza el rendimiento anual que ofrecen los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 30 años por ser considerados bonos libres de riesgos con liquidez y respaldo del Estado, y que dada la perpetuidad que se utiliza, se asume que el proyecto durará para siempre bajo el principio de negocio en marcha. En países emergentes como Perú, adicional a la tasa del Tesoro de Estados Unidos, se utiliza la tasa del riesgo país y la inflación. Damodaran (2002) plantea la inclusión del efecto de riesgo país en el modelo de CAPM; es decir, al costo de oportunidad del capital bajo el modelo CAPM se adiciona una prima del riesgo país. Según Damodaran (2013) los inversores de economías emergentes sufren de una sobre ponderación en su país de origen siendo la inversión internacional menor. Rozas (2015) menciona que es necesario contar con un modelo de valoración que incluya el riesgo país. Martínez, Ledessma, & Russo (2013) indican que una prima por riesgo país, adicionado al rendimiento esperado, obtenido por el Modelo CAPM, es una adaptación que se usa con frecuencia, aunque no tiene justificación teórica y que podría sobreestimar el riesgo para inversiones en países emergentes.

La tasa de riesgo país se calcula como la diferencia (*spread*) entre la tasa que pagan los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y la tasa que pagan los bonos, en este caso los peruanos, lo cual corresponde a los puntos básicos adicionales que representa invertir en un país emergente. El riesgo país y la tasa de inflación utilizada de 1,61% y 2,73% respectivamente corresponden al promedio anual de los últimos años (2010 - 2020) publicados en la página del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP); (b) el Beta apalancado, en relación al sector donde opera la empresa, es el coeficiente de volatilidad del riesgo operativo y financiero; y (c) la prima del riesgo del mercado, que es la diferencia del riesgo del mercado y la tasa libre de riesgo. El Equity Risk Premium y R_f (T-Bonds de 30 años) utilizado de 7,57% y 3,19%, respectivamente, corresponden al promedio anual de los últimos años (2010 - 2020), resultando un valor R_m de 10,76%. El resultado del CAPM tradicional resulta de 8,03%. Sin embargo, al estar Laive ubicada en un mercado emergente, se ajusta el valor de CAPM sumando las variables de riesgo país e inflación resultando un CAPM de 12,37% valor que se utiliza para el desarrollo del Capítulo VII.

Para Hooke (2001) los mercados emergentes son mercados financieros en países en vías de desarrollo que basan sus economías en commodities y corren el riesgo de caer en una situación política inestable. Edison y Warnock (2004) indicaron algunas características que hacen de los mercados emergentes mercados pocos eficientes como son: un menor número de empresas que cotizan en la bolsa de valores; por tanto, el volumen de transacción, liquidez, negociación y capitalización son menores a las de las bolsas de valores de países desarrollados, la situación política inestable, la reforma monetaria, el nivel de inflación, la inseguridad institucional con información poco confiable sobre el desarrollo del mercado y el costo de capital. Por tanto, en un mercado emergente, al no observarse una eficiencia de

mercado se aplican las primas de riesgo país y la variable macroeconómica inflación a fin de ajustar el modelo CAPM tradicional y estimar el costo de capital de empresas que se encuentran en esos mercados. Al aplicar estas primas al modelo CAPM tradicional, a los países emergentes, resulta en costos de capital altos que representan el riesgo que los inversionistas pueden incurrir en colocar su dinero en proyectos. En este caso, Laive, al estar en un país considerado emergente, en donde el nivel de riesgo es mayor, el rendimiento esperado en las inversiones se expresa a través del riesgo país. El riesgo país es un indicador que estima la capacidad del país para cumplir con sus obligaciones financieras y que suele medirse a través de la prima de riesgo (diferencia de la tasa ofrecida entre bonos de, por ejemplo, Perú y los del Tesoro de Estados Unidos).

6.2.6. Cálculo del valor presente de los flujos de efectivo del accionista

Luego de obtener el flujo de efectivo para cada año proyectado, se procede a traer a valor presente los flujos de efectivo del accionista esperados para los 10 años (se toma el mismo tiempo del horizonte de la proyección), a la tasa de descuento calculada en la Etapa 6.2.5.

6.2.7. Cálculo del valor de la empresa

Etapa final donde se presenta el resultado de los flujos de efectivo del accionista descontados a la tasa de descuento del modelo CAPM (Etapa 6.2.5) utilizando las siguientes ecuaciones que permiten hallar el valor de la acción unitaria.

$$Perpetuidad FCA = \frac{\frac{[FCA \text{ último año} \times (1+g)]}{CAPM-g}}{(1+CAPM)^{\text{último año}}} \quad (16)$$

$$Valor \ de \ mercado \ del \ patrimonio = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCA_i}{(1+CAPM)^i} + Perpetuidad FCA \quad (17)$$

$$Valor \ de \ acción \ usando \ FCA = \left(\sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCA_i}{(1+CAPM)^i} + Perpetuidad FCA + CAJA \right) / Nro. \ De \ Acciones \quad (18)$$

6.3. Procedimiento para el Método PER

Para el método PER (*Price to Earning Ratio* de sus siglas en inglés), se necesitan dos parámetros, la capitalización bursátil (que es el valor de la acción en bolsa multiplicado por el número de acciones emitidas) y las utilidades. El valor del PER varía diariamente y es sensible a la fluctuación del valor de la acción en la bolsa y al incremento de acciones, pues al incrementarse el número de acciones en el mercado, los accionistas tendrán que esperar más años para recuperar su inversión medida por las utilidades por acción (Neffa, 2018). El valor del PER está dado por las ecuaciones 19 y 20, nótese que al multiplicar el numerador y denominador de la Ecuación 19 por el número de acciones emitidas, da como resultado la Ecuación 20.

$$PER = \frac{\text{Precio de una acción}}{\text{Utilidad por acción}} \quad (19)$$

$$PER = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Utilidad anual}} \quad (20)$$

Fernández (2019) mencionó el uso del PER relativo, el cual es la relación del PER de la empresa y el PER del país en que opera la empresa; y Damodarán (2006) comentó que la comparación de los PER entre países se realiza con la intención de evaluar la valoración de sus mercados; resultando que los mercados con bajo PER son considerados como devaluados y con alto PER como sobrevaluados, en el caso de Perú el PER en el 2006, de acuerdo a Damodarán (2006), obtuvo el valor de 38. Los países como Perú, con un alto PER tienen bajas tasas de interés (a corto y largo plazo) por lo que el PER de Perú tiene una tendencia a la devaluación. Asimismo, otro múltiplo utilizado es el EPS (*Earnings per Share*, de sus siglas en inglés) que corresponde a las ganancias por acción y cuyo valor es el inverso del PER. En Damodarán (2020) se encuentran los valores del PER por sectores de negocio para Estados

Unidos, para el sector de procesamiento de alimentos donde se sitúa Laive, el PER actual (al 20 de enero del 2020) es de 55.19, el PER anterior (*trailing*) tiene un valor de 42.25 y el PER a futuro o pronosticado (*forward*) vale 43.94. Se espera que el PER de una empresa se encuentre entre el rango mínimo y máximo del sector, si su valor se encuentra en un rango menor al del sector, su valor será más atractivo.

El PER por sí solo presenta ciertas desventajas, por lo que se requiere complementarlo con otros *ratios* como (a) el CAPE, que es el PER ajustado cíclicamente o PER de Shiller, el cual utiliza las utilidades promedio de los últimos 10 años ajustados cíclicamente; pero aun así el CAPE es sujeto de errores debido a que no considera factores externos atípicos que pueden haber influido en las utilidades y que la empresa no pudo prever (como la pandemia o las elecciones), para ello se usa (b) el PER *peak* o PER a utilidades pico, que compara el PER actual con la utilidad pico de un determinado periodo (Alonso, 2014). Es posible que en algunos periodos una empresa acceda a endeudamientos de bajo costo de financiamiento (como el de los bancos centrales), y debido a eso los márgenes de las empresas crecen y sus utilidades también, para luego descender, en ese caso se utiliza (c) el *Price to sales* (PTS) o precio a las ventas, que indica en cuánto tiempo se recupera el precio invertido en una acción a partir de las ventas, y ya no a partir de las utilidades.

Para comparar el PER de una acción con respecto al mercado donde se invierte, se utiliza (d) el Market CAP/GDP (PER Mkt), que consiste en la división de la capitalización bursátil entre el PBI del país; este *ratio* indica cuantas veces se paga el precio de las acciones del mercado dado el nivel de producción de una determinada economía (sea una plaza importadora o exportadora, lo cual puede dar un error), o mediante la división entre la capitalización bursátil del mercado de acciones y el total de utilidades de dichas acciones;

finalmente, también se puede utilizar (e) la Q de Tobin que se calcula mediante la división de la capitalización bursátil de una empresa entre el total de activos de la misma, tomando en consideración que para poseer una empresa, bien se pueden comprar todas las acciones y deuda de la misma o se pueden comprar los mismos activos que posee incluyendo el valor de marca, este *ratio* tampoco es perfecto y suele ser poco efectivo en empresas con pocos activos tangibles, como las empresas financieras (Alonso, 2014). Las fórmulas para cada *ratio* descrito se muestran en la Tabla 8.

Tabla 8

Ratios complementarios al PER

Nombre del <i>ratio</i>	Fórmula
CAPE	$\text{CAPE} = \frac{(\text{Ratio de pago de dividendos}) * (1+g)}{(r-g)}$
	$\text{Precio de la acción} = \frac{\frac{D_0}{(\text{Utilidades por acción}) * (1+g)}}{(r-g)}$
	$D_0 = \frac{\text{Total de dividendos pagados}}{\text{Número de acciones emitidas}}, \text{ ó}$
	$D_0 = \text{Utilidades por acción} * \text{ratio de pago de dividendos}$
	<p>Donde:</p>
	<p>D_0 es el DPS o valor del dividendo por acción</p>
	<p>r es la tasa requerida de retorno o costo de capital,</p>
	<p>g la tasa de crecimiento sostenible de la empresa para un futuro inmediato</p>

PER Peak	$\text{PER Peak} = \frac{\text{PER actual}}{\text{Utilidad pico del periodo}}$
----------	--

Price to sale (PTS)	$\text{PTS} = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Ventas totales}}$
---------------------	---

Market CAP/GDP	$\text{PER mkt} = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{PBI}}$
----------------	--

Q de Tobin	$Q = \frac{\text{Valor total de la empresa en el mercado}}{\text{Total de activos}}$
------------	--

g (tasa de crecimiento anual para dividendos)	g = tasa de retención x ROE
	tasa de retención = $1 - \left(\frac{\text{Dividendo anual}}{\text{Utilidad anual}} \right)$, expresado en porcentaje

Método de múltiplo de dividendos (Gordon y Shapiro)	$\frac{\text{Dividendo por acción}}{Ke - g}$
--	--

El procedimiento para calcular los *ratios* complementarios asociados al PER se detalla a continuación.

6.3.1. Selección de las empresas comparables

Entre las recomendaciones para elegir a empresas comparables entre si resaltan: (a) que las empresas coticen preferiblemente en la BVL con la misma clase de acciones y que pertenezcan al mismo sector, además deben tener la información actualizada en el mismo rango que la empresa a evaluar; (b) la base de información podría ser pública (como la publicada en la BVL o en la SMV); (c) el número de empresas debe ser representativo, en un

rango de tres o cuatro empresas como mínimo, dado que es muy difícil encontrar empresas que sean similares (Badenes & M^a Santos, 1999).

6.3.2. Relevamiento de información y extracción de parámetros

Una vez seleccionadas las empresas, se procede a extraer la información de sus Estados financieros: número de acciones comunes por clase (si es que hay más de una), número de acciones de inversión, ventas totales, utilidad neta, utilidad por acción diluida, precio de la acción bursátil, dividendos repartidos por cada tipo y clase de acción, y adicionalmente el valor del PBI del país y el histórico de la tasa de cambio por año (para el caso de Estados Financieros presentados en moneda extranjera). Todos los valores mencionados son anuales (en el mismo rango a evaluar en la empresa base), deben ser expresados en la misma moneda de presentación de los Estados Financieros de la empresa base a evaluar. Se sugiere que estos datos sean ordenados en una tabla como la mostrada en la Tabla 9, para realizar los cálculos de manera ordenada.

Tabla 9

Tabla sugerida para el cálculo de los ratios PER y complementarios

Valores anuales	Año 1	Año 2	Año 3	...	Año N
Número de acciones comunes					
Clase "A"					
Clase "B"					
Número de acciones de inversión					
Total de número de acciones					
Ventas totales					
Utilidad anual					
Utilidad por acción diluida					
Precio de la acción bursátil					

Dividendos
 Tasa de retención
 Patrimonio Neto
 g (tasa de crecimiento para dividendos)
 ROE
 Dividendo por acción común "A"
 Dividendo por acción común "B"
 Dividendo por acción de inversión
 PBI (x 1000) millones de soles
 Valor de activos
 PER
 Precio de la acción con CAPE
 PER Peak
 PTS
 PER Mkt
 Q de Tobin
 Gordon & Shapiro

6.3.3. Cálculo de los *ratios*

Se procede a calcular cada *ratio* utilizando las fórmulas de la Tabla 8, considerando la información registrada en el formato de la Tabla 9. Una vez calculados los *ratios* se procede a calcular los promedios de cada *ratio* en el rango a evaluar. De tener una distribución asimétrica con valores que pueden distorsionar el significado del promedio, se podrá utilizar la mediana; en los demás casos se podrá utilizar la media aritmética, de esta manera se tendrán los valores promedios por cada *ratio*. Es necesario para el CAPE utilizar el valor del K_e que es la tasa de rendimiento exigida a las acciones por el accionista y el valor de crecimiento anual de los dividendos determinado por la variable g . De acuerdo a Betancur y Jiménez (2019) la

variable g (tasa de crecimiento de dividendos) resulta del producto de la tasa de retención (que es la razón entre los dividendos y la utilidad neta expresada en porcentaje) y el valor del ROE.

6.3.4. Cálculo del precio de la acción de la empresa evaluada

Una forma práctica para hallar el precio de una acción es utilizar las fórmulas de cada *ratio*, hallar el múltiplo promedio de las empresas comparables, y multiplicarlo por la utilidad por acción diluida. Otra forma de hallar los valores mínimos y máximos del precio de la acción es utilizar los mínimos y máximos de los rangos hallados por cada múltiplo, para luego multiplicarlo por la utilidad por acción diluida. Finalmente, también se puede hallar una función lineal utilizando regresión lineal múltiple, considerando como variable dependiente al PER de cada empresa comparable y como variables independientes a cada valor promedio de las demás *ratios* pretendiendo hallar de esta manera una correspondencia lineal entre todas las *ratios* de las empresas comparables. La ecuación lineal hallada será utilizada con los valores de las variables que correspondan para la empresa evaluada y esto resultará en el valor del PER de la empresa evaluada que, al ser multiplicada por la utilidad por acción diluida, proporcionará el valor de la acción. Este valor puede proporcionar un valor más ajustado y que comprenda a todos los *ratios* a la vez. Cabe señalar que el resultado de utilizar el CAPE y el múltiplo de dividendos es el precio de la acción.

6.4. Procedimiento para el Método de Múltiplo de Dividendos

Para el método del múltiplo de Dividendos se utilizan los valores de los dividendos que han sido repartidos por la empresa en un rango determinado. De acuerdo a Fernández (2008a), el valor de una acción es igual al valor actual de los dividendos que se esperan obtener de ella. Este método asume que la empresa realiza la repartición de dividendos de manera continua y

constante. Para este método se utilizará la Ecuación 21 conocida como el modelo de Gordon y Shapiro.

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{K_e - g} \quad (21)$$

En la Ecuación 21, K_e es la tasa o rentabilidad exigida por los accionistas que se obtiene con el modelo CAPM y g es la tasa de crecimiento anual de los dividendos. De acuerdo a los valores registrados en el formato de la Tabla 9, se procede a hallar el valor de la acción en cada periodo utilizando el modelo de Gordon y Shapiro para luego hallar la mediana o la media aritmética de los valores hallados en el rango histórico evaluado. Este procedimiento se puede repetir con cada empresa comparable en el mismo periodo de evaluación, por lo que se asume que los dividendos son pagados por las empresas comparables de manera continua. El valor de la acción está dado por el valor promedio de todos los valores de la acción hallados en cada empresa comparable, también se pueden calcular los mínimos y máximos de todos los valores para establecer un rango en donde podría estar el valor de la acción.

Capítulo VII: Resultados de la Valorización

En este capítulo se ejecutan, en base a la información histórica y proyectada de Laive, los procedimientos de los métodos de valoración seleccionados y explicados en el Capítulo VI. Se mostrarán los resultados de cada cálculo realizado, los cuales se analizarán y explicarán en el Capítulo VIII.

7.1. Ejecución del Método de Flujo de Caja Libre Descontado al WACC

7.1.1 Recopilación de información

A partir de la información obtenida de los Estados de Resultados históricos de Laive se consolidan las partidas contables del Estado de Pérdidas y Ganancias y de Situación Financiera desde el periodo 2009 al 2019 tal como se muestran en la Figura A1 y en la Figura B1, respectivamente. Asimismo, en una hoja excel adicional se han ordenado las partidas de acuerdo a la estructura de la Figura 25 indicada en el Capítulo VI (etapa 6.1.1); en la Figura C1 se muestra la estructura del FCL de los datos históricos.

7.1.2. Análisis de datos históricos

Se procedió a calcular cada uno de los porcentajes de variación año a año (en el rango histórico seleccionado) según cada partida contable, los cuales son tomados como base para calcular las tres técnicas de proyección utilizadas: aritmética, geométrica y método de suavización exponencial simple con un factor de 0.50. El valor de 0.5 ha sido elegido por ser un valor medio. Al simular valores mayores a 0.5 existe poca sensibilidad en el crecimiento de partidas, a diferencia de valores más pequeños donde presenta una alta sensibilidad. Para calcular la variación de las partidas se tomó la información del año actual descontando la información del año anterior, cuyo resultado se dividió entre el año anterior. Esta fórmula se aplicó para la mayoría de las partidas a excepción de la partida de costo de venta, impuesto a

la renta y dividendos, los cuales se calcularon como porcentaje del ingreso a la venta, utilidad antes de impuestos y utilidad neta, respectivamente. En la Figura D1 se muestra el resultado de las variaciones históricas desde el 2009 al 2019.

7.1.3. Desarrollo de las bases de proyección

En base a los resultados de las variaciones halladas en la Etapa 7.1.2 se calcularon los valores para cada técnica de proyección de cada una de las partidas contables. En la Figura E1 se presentan los resultados de las técnicas de proyección por partida contable.

7.1.4. Proyección de los estados financieros

En esta etapa se definió el porcentaje de crecimiento o decrecimiento que se aplicaron a las partidas contables de los años 2020 al 2029. Para la proyección de las partidas contables del Estado de Ganancias y Pérdidas se consideró la variación de las siguientes partidas : (a) Ingresos por ventas: crecimiento de 2.229% desde el 2020 hasta el 2026; en el 2027 se proyectó un crecimiento del 3% y desde el 2028 al 2029 un crecimiento del 5%; (b) Costo de ventas: se utilizó el porcentaje de la técnica de suavización exponencial simple de 76.479% para todos los años a partir del 2020; (c) Ingresos financieros: se utilizó el porcentaje de la técnica de suavización exponencial simple y crecimiento final de 2.997% para todos los años a partir del 2020; (d) Impuesto a la renta: como crecimiento final se utilizó el porcentaje de la media aritmética de 29.50%; el resto de las partidas se mantuvieron sin variación consignando el mismo valor del año 2019. Para la proyección de las partidas contables del Estado de Situación Financiera se consideró la variación de las siguientes partidas: (a) Cuentas por cobrar comerciales, neto: se determinó el periodo promedio de cobranzas de los últimos 4 años, su promedio se multiplicó por la venta proyectada y se dividió entre 360; (b) Existencias, neto se determinó el periodo promedio de cobranzas de los últimos 4 años, su

promedio se multiplicó por el costo de venta proyectado y se dividió entre 360; (c) Cuentas por pagar: se determinó el periodo promedio de cobranzas de los últimos 4 años, su promedio se multiplicó por el costo de ventas proyectado y se dividió entre 360; (d) Inmuebles, maquinaria y equipos, neto: se halló sumando el activo fijo bruto inicial más la depreciación acumulada. El activo fijo inicial del año en proyección se halló con variables del año anterior al año de proyección las cuales son la suma del activo fijo bruto inicial con la inversión anual y la resta de la depreciación anual ; (e) Activos intangibles, neto: se utilizó como crecimiento final el 1% hallado por la media geométrica para todos los años de proyección; (f) Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes: se incrementaron en 15% los tres primeros años, y a partir del 2023 en adelante se mantuvo el resultado del 2022; (g) Pasivo corriente y no corriente por arrendamiento y por derecho de uso: se incrementaron en un 10% los tres primeros años, y a partir del 2023 en adelante, se mantuvo el resultado del 2022; (h) Transferencia a reserva legal: se utilizó el 10% de la utilidad neta para cada año proyectado, de acuerdo a la legislación peruana; (i) Dividendos en efectivos declarados: se utilizó el 23% de la utilidad neta para cada año proyectado. En la Figura F1 se muestran los valores numéricos proyectados para los 10 años proyectados.

7.1.5. Cálculo de la tasa de descuento

Para el cálculo de la tasa de descuento WACC, se identificó la estructura del capital de la empresa y las tasas de interés respectivas. En la Figura 27 se muestra que Laive al 31 de diciembre del 2019 presenta un pasivo de 54% y patrimonio de 46%. En la Figura 28 se muestra la composición de la deuda que asciende a S/ 264,270 expresado en miles de soles de los cuales el 36% es deuda con costo y el 64% deuda sin costo. En la Figura 29 se muestra la composición de la deuda con sus respectivas tasas de interés; como Laive tiene deudas con

cuatro entidades bancarias, para hallar el Kd se utilizó la tasa de interés promedio siendo el resultado de 5.11%.

Activo 486,884 (100%)	Pasivo 264,270 (54%)
	Patrimonio 222,614 (46%)

Figura 27. Estructura de financiamiento de Laive en miles de soles.
Se muestran el financiamiento que tiene Laive al 31 de diciembre 2019

Pasivo 264,270 (100%)	Deuda sin costo 169,343 (64%)
	Deuda con costo 94,927 (36%)

Figura 28. Estructura de la deuda de Laive en miles de soles.
Se muestran las deudas que tiene Laive al 31 de diciembre 2019

Nombre de entidad bancaria	Monto (miles de S/.)	Tasa de interés
Banco Scotiabank	21,522	5,31%
BCP	43,943	4,85%
Banco Internacional del Perú	9,355	5,57%
BBVA	20,107	5,26%
Total de deuda con costo	94,927	5.11%

Figura 29. Estructura de la deuda con costo de Laive en miles de soles.
Se muestran los préstamos que tiene Laive al 31 de diciembre 2019 con sus respectivas tasas de interés promedio

La tasa del patrimonio o *equity* de Laive (K_e) se calculó a través del modelo CAPM el cual utiliza las siguientes variables: R_f de 3.19%, R_m de 10.76%, β apalancado de 0.64, tasa de Inflación de 2.73%, Riesgo País de 1.61%. El valor de K_e de 12.37% resulta de $3.19\% + 0.64(10.76\% - 3.19\%) + 2.73\% + 1.61\%$. Luego de contar con las tasas del costo de deuda y

del costo del *equity*, se procedió a calcular la tasa de descuento WACC en donde: E (*equity* o patrimonio) equivale a S/ 222,614 (expresado en miles de soles), D (deuda con costo) igual a S/ 94,927 (expresado en miles de soles) y $E+D = S/ 486,884$ (expresado en miles de soles). Utilizando el valor de K_d de 5.11%, K_e de 12.37% y $t = 29.5\%$ se obtuvo el valor del WACC, equivalente a 6.36%.

Si bien la estructura de capital de Laive está conformada por 54% (pasivo) y 46% (patrimonio), el desglose de la misma evidencia lo siguiente: (a) el 36% del total de pasivo corresponde a la deuda con costo equivalente a 94,927 soles y el 64% al aporte de proveedores sin costo; (b) el total de la deuda con costo asciende a 317,541 soles de los cuales el 30% corresponde al financiamiento de terceros con un tasa de interés (k_d) de 5.11% y el 70% de recursos propios a un costo (K_e) de 12.37% es decir a un costo más alto que el costo de la deuda, y (c) la tasa que paga al accionista no es deducible del impuesto a la renta (escudo fiscal); beneficio que si obtiene por los intereses pagados por la deuda; por lo anterior expuesto, se considera que la estructura de capital de Laive no es óptima. Para esto se realizó un análisis cuantitativo en donde se muestra la relación de la rentabilidad del accionista, el valor del WACC y el valor de la empresa. La relación entre el nivel de deuda, riesgo y de la rentabilidad del accionista es directamente proporcional. Sin embargo, esta premisa no siempre se cumple con el valor del WACC debido a que en el análisis se muestra un punto mínimo del WACC en donde se reemplaza deuda cara (patrimonio) por deuda financiera de un costo menor. La estructura de capital óptimo se da en el punto en donde el WACC es mínimo y un valor de empresa mayor (Van, J. & Wachowicz, J. 2020). Por tanto, en el análisis de la estructura de financiamiento con costo actual de Laive de 30% por terceros y de 70% por recursos propios no es óptima. El valor mínimo del WACC de 8.61% se muestra en la

proporción del financiamiento de 60% por terceros y de 40% por recursos propios el cual resulta de un valor de mercado mayor (219,414.32 soles), rendimiento sobre el capital accionario de 15.75% y ROE 5.83%.

Estructura de Capital Optima de Laive	
Items	Valores
Inversion	317.541,00
EBIT	20.901,00
Tasa de impuestos	29,50%
Valor b: dividendo / utilidad neta	61%
Patrimonio	222.614,00
Numero de acciones	9.425.879
Valor contable de la accion	0,02362
Beta desapalancado	0,53
Prima de mercado	7,57%
Tasa libre de riesgo	3,19%
Riesgo Pais	1,61%
Inflacion	2,70%

% de deuda	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
Deuda	0,00	31.754,10	63.508,20	94.927,00	127.016,40	158.770,50	190.524,60	222.614,00	254.032,80
Ratio de Cobertura (EBITDA / Intereses)		18,28	8,03	4,31	3,15	2,47	2,01	1,40	1,14
Tasa de Interes	0%	3,60%	4,10%	5,11%	5,22%	5,34%	5,46%	6,69%	7,24%
Beta apalancado	0,53	0,57	0,62	0,69	0,78	0,90	1,09	1,41	2,02
Rentabilidad requerida por el accionista	12%	11,83%	12,22%	12,72%	13,40%	14,34%	15,75%	18,15%	22,83%
EBIT	20.901,00	20.901,00	20.901,00	20.901,00	20.901,00	20.901,00	20.901,00	20.901,00	20.901,00
Intereses	0,00	1.143,15	2.603,84	4.850,77	6.630,26	8.478,34	10.402,64	14.892,88	18.391,97
EBT	20.901,00	19.757,85	18.297,16	16.050,23	14.270,74	12.422,66	10.498,36	6.008,12	2.509,03
Impuestos	6.165,80	5.828,57	5.397,66	4.734,82	4.209,87	3.664,68	3.097,02	1.772,40	740,16
Utilidad neta	14.735,21	13.929,29	12.899,50	11.315,41	10.060,87	8.757,97	7.401,34	4.235,73	1.768,86
Deuda	0,00	31.754,10	63.508,20	94.927,00	127.016,40	158.770,50	190.524,60	222.614,00	254.032,80
Valor de mercado del patrimonio (Dividendos / rentabilidad requerida por accionistas)	78.713,64	72.431,14	64.919,82	54.713,15	46.179,69	37.556,37	28.889,72	14.355,29	4.765,50
Valor de mercado del proyecto	78.713,64	104.185,24	128.428,02	149.640,15	173.196,09	196.326,87	219.414,32	236.969,29	258.798,30
Valor contable de la deuda	0,00	31.754,10	63.508,20	94.927,00	127.016,40	158.770,50	190.524,60	222.614,00	254.032,80
Valor contable del patrimonio	317.541,00	285.786,90	254.032,80	222.614,00	190.524,60	158.770,50	127.016,40	94.927,00	63.508,20
numero de acciones tipo B	13.445.260	12.100.734	10.756.208	9.425.879	8.067.156	6.722.630	5.378.104	4.019.381	2.689.052
Valor contable del proyecto	317.541,00	317.541,00	317.541,00	317.541,00	317.541,00	317.541,00	317.541,00	317.541,00	317.541,00
ROIC : Return investment capital	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%	4,64%
ROE	4,64%	4,87%	5,08%	5,08%	5,28%	5,52%	5,83%	4,46%	2,79%
Precio de la accion (Valor mercado Patrimonio / numero de acciones)	0,00585	0,00599	0,00604	0,00580	0,00572	0,00559	0,00537	0,00357	0,00177
EPS (utilidades por accion)	0,0011	0,0012	0,0012	0,0012	0,0012	0,0013	0,0014	0,0011	0,0007
Price Earnings Ratio (Precio / EPS)	5,34	5,20	5,03	4,84	4,59	4,29	3,90	3,39	2,69
Costo de capital promedio ponderado	11,51%	10,90%	10,35%	9,99%	9,51%	9,05%	8,61%	8,73%	8,65%

Figura 30. Análisis cuantitativo para hallar la estructura de capital óptima de Laive Se muestran el mix de financiamiento y el WACC resultante

7.1.6. Cálculo del valor presente de los flujos de efectivo libre

En la Figura H1 se presenta la estructura del FCL de los datos proyectados. Las variables que se utilizaron para calcular el valor presente de los flujos de efectivo libre son: los flujos de efectivo de cada año proyectado, información que se encuentra en la fila correspondiente al FCL, el WACC calculado de 6.36% y “n” como el número del periodo que se usó para traer cada uno de los flujos de caja; es decir para el periodo 2020 el valor de n es 1, para el 2021 el valor de n es 2, para el 2023 el valor de n es 3 y así sucesivamente hasta el 2029, en donde el valor de n es igual a 10. El resultado del valor presente de los flujos de caja es dado por la sumatoria de los valores obtenidos utilizando: $FCL/(1+WACC)^n = 11,069.99+ 31,491.68+ 38,890.77+ 41,457.31+ 40,143.68+ 38,865.07+ 47,677.09+ 41,094.02+ 50,353.66+ 44,447.20$ lo que resulta en S/ 385,490.48 expresado en miles de soles.

7.1.7. Cálculo del valor de continuidad o valor residual

En el valor de continuidad se utilizó el flujo de efectivo libre del periodo n+1 en donde a partir de ese periodo se consideró una tasa de crecimiento o de perpetuidad (g), la cual ha sido definida de acuerdo a las consideraciones del numeral 6.1.7. Dado que el valor de la tasa de inflación promedio de los últimos 20 años según el BCRP es de 2.73%; y que, por lo tanto, el valor de g puede oscilar entre 0% y 3%, se realizó un análisis de sensibilidad para determinar el valor de perpetuidad de g. En la Tabla 10 se muestra la sensibilidad del FCL a perpetuidad en donde el valor de g igual a 1% logra un crecimiento conservador (con diferenciales mínimos) de los FCL perpetuos para un mismo valor de WACC. Cabe resaltar que para valores fijos del WACC y ante el incremento del valor de g, el rango entre 0% y 3% es el que se mantiene más estable (moderado); y ante variaciones incrementales o

decrementales del WACC, un valor de 1% de g, provee valores de perpetuidad más estables

(Figura 31).

Tabla 10

Tabla de sensibilidad del FCL a perpetuidad

wacc/g	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
0.36%	S/ 20,747,700.06	-S/ 53,617,984.88	-S/ 11,787,287.10	-S/ 6,650,183.86	-S/ 4,645,460.65	-S/ 3,577,523.98	-S/ 2,914,108.78
1.36%	S/ 4,973,636.72	S/ 7,904,612.41	S/ 18,977,187.23	-S/ 49,040,058.10	-S/ 10,780,357.60	-S/ 6,081,797.89	-S/ 4,248,213.61
2.36%	S/ 2,598,149.95	S/ 3,313,060.25	S/ 4,553,639.88	S/ 7,236,753.95	S/ 17,372,962.69	-S/ 44,892,319.57	-S/ 9,868,098.29
3.36%	S/ 1,655,826.03	S/ 1,955,032.63	S/ 2,381,021.69	S/ 3,036,037.14	S/ 4,172,681.58	S/ 6,631,005.62	S/ 15,918,007.52
4.36%	S/ 1,158,915.56	S/ 1,315,579.33	S/ 1,518,869.22	S/ 1,793,239.49	S/ 2,183,868.34	S/ 2,784,512.71	S/ 3,826,807.36
5.36%	S/ 856,952.16	S/ 949,841.54	S/ 1,064,035.83	S/ 1,207,814.13	S/ 1,394,383.59	S/ 1,646,187.13	S/ 2,004,687.08
6.36%	S/ 657,110.77	S/ 716,744.13	S/ 787,503.12	S/ 872,821.58	S/ 977,708.48	S/ 1,109,768.16	S/ 1,281,131.32
7.36%	S/ 517,101.91	S/ 557,565.52	S/ 604,391.32	S/ 659,207.87	S/ 724,251.40	S/ 802,678.36	S/ 899,093.16
8.36%	S/ 414,937.56	S/ 443,539.74	S/ 476,028.09	S/ 513,252.36	S/ 556,329.49	S/ 606,757.67	S/ 666,594.09
9.36%	S/ 338,078.94	S/ 358,943.68	S/ 382,304.20	S/ 408,636.79	S/ 438,547.19	S/ 472,817.70	S/ 512,476.65
10.36%	S/ 278,870.33	S/ 294,476.89	S/ 311,750.81	S/ 330,974.39	S/ 352,497.44	S/ 376,758.79	S/ 404,316.51
11.36%	S/ 232,385.18	S/ 244,299.74	S/ 257,364.35	S/ 271,753.97	S/ 287,680.94	S/ 305,405.54	S/ 325,250.31

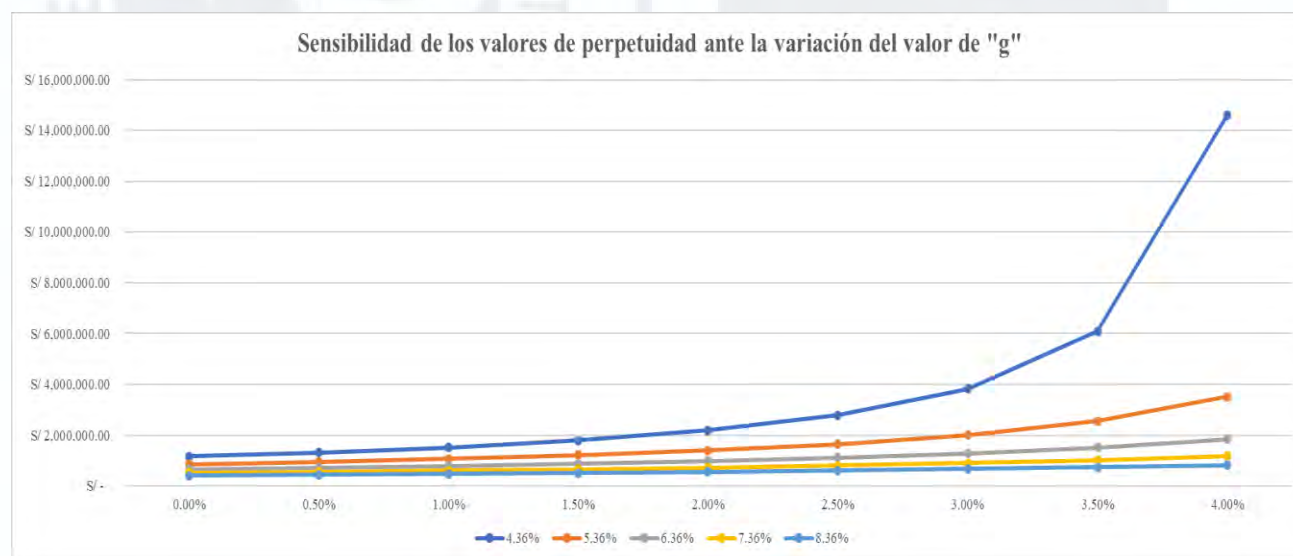


Figura 31. Sensibilidad de los valores de perpetuidad ante las variaciones de g y del WACC (se muestra el comportamiento para valores del WACC entre 4.36% y 8.36%)

El valor de continuidad o valor residual de S/ 787,325.19 (expresado en miles de soles) resulta de las siguientes variables: FCL del periodo 2029 equivalente a S/ 77,424.60 (expresado en miles de soles), g igual a 1%, el WACC de 6.36% y el exponente equivalente a 10.

7.1.8. Cálculo del valor de la empresa

Para el cálculo del valor de la acción de Laive se utilizaron las siguientes variables expresadas en miles de soles: (a) el valor presente de los flujos de efectivo libre, equivalente a S/ 385,490.48; (b) el valor residual o de continuidad correspondiente a S/ 787,325.19; (c) el valor de mercado de los activos, resultante de la suma de los dos valores anteriores de S/ 1'172,815.67; (d) el valor del pasivo al 31 de diciembre del 2019 equivalente a S/ 264,270; (e) el efectivo (caja) al 31 de diciembre del 2019 de S/ 53; (f) el número de acciones de Laive de 72'611,513 acciones; (g) el valor del mercado del patrimonio de S/ 908,598.67, monto que resulta de la diferencia del valor de mercado de los activos y del valor del pasivo más el efectivo. Finalmente, el valor unitario de la acción de Laive de S/ 12,51 resultó de la división del valor del mercado del patrimonio con el número de acciones, todo ello multiplicado por 1,000.

7.2. Ejecución del Método de Flujo de Caja del Accionista Descontado a la Tasa Ke (Basado en el Modelo CAPM)

Para la ejecución del método de flujo de caja del accionista (FCA) se utilizó la misma información explicada desde el subcapítulo 7.1.1 hasta el subcapítulo 7.1.4, la cual consiste en consolidar las partidas contables del Estado de Pérdidas y Ganancias y de la Situación Financiera desde el periodo 2009 al 2019 y en explicar las variaciones y el crecimiento final utilizado para la proyección de los próximos 10 años. Con la información obtenida en la Figura C1, se estructura el FCA de datos históricos, el mismo que se muestra en la Figura G1.

7.2.1. Cálculo de la tasa de descuento

En esta etapa se utilizó la misma tasa del patrimonio o *equity* de Laive (K_e) de la Etapa 7.1.5 siendo el resultado de 12.37%.

7.2.2. Cálculo del valor presente de los flujos de caja del accionista

En la Figura H1 se presenta la estructura del FCA de los datos proyectados. Las variables que se utilizaron para calcular el valor presente de los flujos de caja del accionista son: los flujos de efectivo de cada año proyectado (información que se encuentra en la última fila de la Figura H1), K_e de 12.37% y “n” como el número del periodo que se usó para traer cada uno de los flujos de caja; es decir, para el periodo 2020 el valor de n es 1, para el 2021 el valor de n es 2, para el 2023 el valor de n es 3 y así sucesivamente hasta el 2029, en donde el valor de n es igual a 10; siendo el resultado del valor presente de los flujos de caja del accionista la sumatoria de los valores obtenidos de aplicar la fórmula $FCA/(1+K_e)^n$, representada por la siguiente suma: 6,915.54+ 26,133.39+ 31,593.05+ 32,282.34+ 29,681.35+ 27,282.10+ 32,299.35+ 26,217.50+ 30,889.63+ 25,735.27, lo que resulta en S/ 269,029.52 expresado en miles de soles.

7.2.3. Cálculo del valor de continuidad o valor residual

En el valor de continuidad se utilizó el flujo de efectivo del accionista del periodo n del último año de proyección en donde a partir de ese periodo se consideró la misma tasa de crecimiento g del numeral 7.1.7. Asimismo, se realizó un análisis de sensibilidad aplicada a la ecuación del numeral 6.2.7. En la Tabla 11 se muestra la sensibilidad del FCA a perpetuidad en donde se utiliza el mismo valor de g igual a 1%, considerando que con este valor se logra un crecimiento conservador (diferenciales mínimos) de los FCA perpetuos para un mismo valor de K_e (basado en el modelo CAPM).

Tabla 11

Tabla de sensibilidad del FCA a perpetuidad

CAPM/g	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.37%	S/ 622,612.84	S/ 679,024.53	S/ 745,941.20	S/ 826,598.45	S/ 925,712.74	S/ 1,050,437.95	S/ 1,212,173.62
7.37%	S/ 490,063.19	S/ 528,358.73	S/ 572,666.14	S/ 624,521.66	S/ 686,033.70	S/ 760,176.55	S/ 851,285.73
8.37%	S/ 393,308.11	S/ 420,387.40	S/ 451,140.95	S/ 486,371.00	S/ 527,131.66	S/ 574,836.22	S/ 631,424.32
9.37%	S/ 320,499.52	S/ 340,258.84	S/ 362,378.89	S/ 387,309.62	S/ 415,623.08	S/ 448,057.86	S/ 485,584.45
10.37%	S/ 264,399.07	S/ 279,182.11	S/ 295,542.85	S/ 313,748.09	S/ 334,128.40	S/ 357,098.32	S/ 383,184.92
11.37%	S/ 220,346.64	S/ 231,634.59	S/ 244,011.06	S/ 257,641.48	S/ 272,726.59	S/ 289,512.38	S/ 308,303.65
12.37%	S/ 185,214.76	S/ 193,981.64	S/ 203,519.58	S/ 213,934.97	S/ 225,354.74	S/ 237,931.53	S/ 251,850.56
13.37%	S/ 156,832.56	S/ 163,740.14	S/ 171,206.13	S/ 179,301.10	S/ 188,108.03	S/ 197,725.17	S/ 208,269.70
14.37%	S/ 133,650.66	S/ 139,160.98	S/ 145,083.44	S/ 151,466.08	S/ 158,364.69	S/ 165,844.48	S/ 173,982.13
15.37%	S/ 114,537.13	S/ 118,980.36	S/ 123,732.78	S/ 128,827.85	S/ 134,304.00	S/ 140,205.64	S/ 146,584.38
16.37%	S/ 98,648.41	S/ 102,265.20	S/ 106,117.32	S/ 110,228.48	S/ 114,625.74	S/ 119,340.03	S/ 124,406.93
17.37%	S/ 85,345.03	S/ 88,313.89	S/ 91,464.12	S/ 94,812.84	S/ 98,379.44	S/ 102,185.89	S/ 106,257.23

El valor de continuidad o valor residual de S/ 203,346.82 (expresado en miles de soles) resulta de las siguientes variables: el FCA del periodo 2029 equivalente a S/ 73,544.31 (expresado en miles de soles), el valor de g de 1%, el Ke de 12.37% y el exponente equivalente a 10.

7.2.4. Cálculo del valor de la empresa

Para el cálculo del valor de la acción de Laive se utilizaron las siguientes variables expresadas en miles de soles: (a) el valor presente de los flujos de caja del accionista, equivalente a S/ 269,029.52; (b) el valor residual o de continuidad correspondiente a S/ 203,346.82; (c) el valor de mercado de los activos, resultante de la suma de los dos valores anteriores de S/ 472,376.34; (d) el efectivo (caja) al 31 de diciembre del 2019 de S/ 53; y (e) el número de acciones de Laive equivalente a 72'611,513 acciones; (f) el valor del mercado del patrimonio de S/ 472,429.34, monto que resulta de la sumatoria del valor de mercado de los activos y el efectivo. Finalmente, el valor unitario de la acción de Laive de S/ 6,51 resultó del valor del mercado del patrimonio resultado dividido por el número de acciones, todo ello multiplicado por 1,000.

7.3. Ejecución del Procedimiento para el Método PER

De acuerdo al procedimiento detallado en el numeral 6.3, se realizó el cálculo de los *ratios*, iniciando con el PER y utilizando los datos extraídos de los Estados Financieros registrados en las Tablas del 12 al 17.

7.3.1. Selección de las empresas comparables

De acuerdo al listado obtenido de la BVL, Laive pertenece al sector industrial, por tanto, las empresas comparables han sido seleccionadas teniendo en cuenta los siguientes aspectos: que pertenezcan al sector industrial y coticen en la BVL, que sus Estados Financieros estén publicados en los mismos periodos de evaluación de Laive como mínimo a partir del 2008 al 2019, que presenten su información en la misma moneda que Laive para evitar efectos del tipo de cambio y que no se encuentren en proceso de liquidación. El número de empresas seleccionadas son tres: Gloria, Alicorp y Quimpac, las cuales cumplen con los aspectos antes mencionados.

7.3.2. Ejecución del relevamiento de información y extracción de parámetros

Como lo indica el numeral 6.3.2, la información extraída considera: el número de acciones comunes por clase, número de acciones de inversión, ventas totales, utilidad neta, utilidad por acción diluida, precio de la acción bursátil, dividendos repartidos por cada tipo y clase de acción, el valor de ventas, el valor del PBI del país y el histórico de la tasa de cambio por año (para el caso de Quimpac desde el año 2014 al 2019). Los datos extraídos se encuentran registrados en las Tablas del 12 al 17 considerando los valores de los Estados Financieros.

7.3.3. Ejecución del cálculo de los *ratios*

Se procedió a calcular cada *ratio* utilizando las fórmulas de la Tabla 8, utilizando la información registrada en las Tablas 12 hasta la 17; en donde se muestran los resultados obtenidos para cada año. En el caso de las celdas donde no hay valores para un determinado año, se debe a que no se cuenta con información de dichos valores o porque no se distribuyeron dividendos o la utilidad fue negativa.

Una vez calculados los *ratios* se procedió a calcular los promedios de cada *ratio* en el rango definido (2008 al 2019). Se evidencia que, para los tres casos, los valores de los *ratios* de las empresas son asimétricos, por lo que lo más confiable será usar la mediana como promedio de los valores. Asimismo, se ha escogido como valor de K_e el valor correspondiente a cada empresa, pues cada empresa comparable tiene una estructura financiera diferente, y como valor de g el calculado como tasa de crecimiento anual de los dividendos (diferente por cada empresa). De acuerdo a este último método, el precio de la acción promedio obtenido para cada empresa se muestra en la Tabla 18 y los valores de g en la Tabla 19.

Tabla 10

Valores calculados para Gloria para los años 2008 al 2013 (expresados en miles de soles)

Valores anuales	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Número de acciones comunes	255'843,068	255'843,068	255'843,068	255'843,068	255'843,068	255'843,068
Número de acciones de inversión	26'164,145	26'164,121	26'164,121	26'164,121	39'117,107	39'117,107
Total de número de acciones	282'007,213	282'007,189	282'007,189	282'007,189	421'619,213	421'619,213
Ventas totales	2'047,739.00	2'006,165.00	2'262,878.00	2'529,996.00	2'777,492.00	2'992,738.00
Utilidad anual	292,810.00	181,631.00	226,117.00	195,099.00	241,622.00	250,965.00
Utilidad por acción diluida	1.04	0.64	0.80	0.69	0.57	0.60
Precio de la acción bursátil	-----	-----	9.01	8.00	10.00	11.20
Dividendos	91,366.00	145,305.00	167,757.00	178,080.00	200,000.00	148,400.00
Tasa de retención	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Patrimonio neto	942,292.00	1'170,935.00	1'225,406.00	1'335,974.00	1'399,516.00	1'450,481.00
ROE	0.31	0.16	0.18	0.15	0.17	0.17
g (tasa de crecimiento de dividendos anual)	0.31	0.15	0.18	0.15	0.17	0.17
Dividendo por acción común "A"	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Dividendo por acción común "B"	0.38	0.57	0.66	0.70	0.52	0.39
Dividendo por acción de inversión	3.49	5.55	6.41	6.81	5.11	3.791
PBI en millones de soles	348,870.00	352,693.00	382,081.00	406,425.00	431,199.00	456,435.00
Valor de activos	1'716,613.00	1'985,552.00	2'040,208.00	2'269,336.00	2'436,811.00	2'560,743.00
PER	-----	-----	11.24	11.56	17.45	18.82
Precio de la acción con CAPE	18.88	48.40	44.88	55.22	50.08	35.77
PER Peak	-----	-----	1.24	1.10	2.06	2.31
PTS	-----	-----	1.12	0.89	1.52	1.58
PER Mkt	-----	-----	6.65	5.55	9.78	10.35
Q de Tobin	-----	-----	1.25	0.99	1.73	1.84
Gordon y Shapiro	19.74	31.39	36.24	38.47	28.90	21.44

Tabla 13

Valores calculados para Gloria para los años 2014 al 2019 (expresados en miles de soles)

Valores anuales	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Número de acciones comunes	382'502,106	382'502,106	382'502,106	382'502,106	382'502,106	382'502,106
Número de acciones de inversión	39'117,107	39'117,107	39'117,107	39'069,882	39'019,826	39'019,826
Total de número de acciones	421'619,213	421'619,213	421'619,213	421'571,988	421'521,932	421'521,932
Ventas totales	3'347,445.00	3'519,762.00	3'534,533.00	3'353,751.00	3'507,055.00	3'425,308.00
Utilidad anual	244,903.00	214,014.00	216,058.00	207,355.00	160,706.00	146,517.00
Utilidad por acción diluida	0.58	0.51	0.51	0.49	0.38	0.35
Precio de la acción bursátil	9.98	5.90	6.80	6.50	6.90	5.70
Dividendos	148,400.00	156,870.00	220,500.00	150,000.00	265,000.00	150,000.00
Tasa de retención	99.94%	99.93%	99.90%	99.93%	99.84%	99.90%
Patrimonio neto	1'543,860.00	1'601,004.00	1'596,562.00	1'653,610.00	1'548,986.00	1'545,503.00
ROE	15.86%	13.37%	13.53%	12.54%	10.37%	9.48%
g (tasa de crecimiento de dividendos anual)	15.85%	13.36%	13.52%	12.53%	10.36%	9.47%
Dividendo por acción común "A"	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Dividendo por acción común "B"	0.39	0.41	0.58	0.39	0.69	0.39
Dividendo por acción de inversión	3.79	4.01	5.64	3.84	6.79	3.84
PBI (x 1000) millones de soles	467,307.00	482,522.00	501,610.00	514,246.00	534,695.00	226,848.00
Valor de activos	2'850,235.00	3'177,595.00	3'127,041.00	3'211,042.00	3'273,884.00	3'259,474.00
PER	17.18	11.62	13.27	13.22	18.10	16.40
Precio de la acción con CAPE	36.6590	44.3444	61.7418	43.7640	99.7595	61.9361
PER Peak	2.05	1.21	1.40	1.34	1.42	1.17
PTS	1.26	0.71	0.81	0.82	0.83	0.70
PER Mkt	9.00	5.16	5.72	5.33	5.44	10.59
Q de Tobin	1.48	0.78	0.92	0.85	0.89	0.74
Gordon y Shapiro	21.44	22.66	31.86	21.67	38.29	21.67

Tabla 14

Valores calculados para Alicorp para los años 2008 al 2013 (expresados en miles de soles)

Valores anuales	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Número de acciones comunes	847'191,731	847'191,731	847'191,731	847'191,731	847'191,731	847'191,731
Número de acciones de inversión	7'388,470	7'388,470	7'388,470	7'388,470	7'388,470	7'388,470
Total de número de acciones	854'580,201	854'580,201	854'580,201	854'580,201	854'580,201	854'580,201
Ventas totales	3'665,541	3'703,115	3'741,146	4'255,668	4'473,717	5'818,297
Utilidad anual	82,631.00	220,729.00	284,911.00	330,671.00	351,390.00	318,684.00
Utilidad por acción diluida	0.10	0.23	0.33	0.39	0.41	0.37
Precio de la acción bursátil	1.43	2.75	6.30	7.30	8.30	9.10
Dividendos	41'512,394.82	94'038,282.14	109'287,733.30	144'022,594.27	160'966,428.89	101'663,007.72
Tasa de retención	0.50	0.57	0.62	0.56	0.54	0.68
Patrimonio neto	1'327,738.00	1'466,463.00	1'772,610.00	1'929,332.00	2'108,883.00	2'175,322.00
ROE	0.06	0.15	0.16	0.17	0.17	0.15
g (tasa de crecimiento de dividendos anual)	0.03	0.09	0.10	0.10	0.09	0.10
Dividendo por acción común "A"	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Dividendo por acción común "B"	0.05	0.11	0.13	0.17	0.19	0.12
Dividendo por acción de inversión	5.62	12.73	14.79	19.49	21.79	13.76
PBI (en millones de soles)	348,870.00	352,693.00	382,081.00	406,425.00	431,199.00	456,435.00
Valor de activos	2'833,717.00	2'651,645.00	3'000,640.00	3'212,008.00	4'278,664.00	5'650,162.00
PER	14.79	10.65	18.90	18.87	20.19	24.40
Precio de la acción con CAPE	8.07	6.84	6.16	7.00	7.36	5.12
PER Peak	2.67	5.14	11.78	13.65	15.52	17.01
PTS	0.33	0.63	1.44	1.47	1.59	1.34
PER Mkt	3.50	6.66	14.09	15.35	16.45	17.04
Q de Tobin	0.43	0.89	1.79	1.94	1.66	1.38
Gordon y Shapiro	0.74	1.67	1.94	2.55	2.85	1.80

Tabla 15

Valores calculados para Alicorp para los años 2014 al 2019 (expresados en miles de soles)

Valores anuales	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Número de acciones comunes	847,191,731	847,191,731	847,191,731	847,191,731	847,191,731	
Número de acciones de inversión	7'388,470	7'388,470	7'388,470	7'388,470	7'388,470	
Total de número de acciones	854'580,201	854'580,201	854'580,201	854'580,201	854'580,201	0
Ventas totales	6'282,995.00	6'580,488.00	6'628,789.00	6'887,412.00	8'288,702.00	
Utilidad anual	12,035.00	157,473.00	302,139.00	449,891.00	457,149.00	
Utilidad por acción diluida	0.01	0.18	0.35	0.53	0.53	-----
Precio de la acción bursátil	7.11	5.80	7.30	10.6	9.95	
Dividendos	101'663,007.72	0.00	45'748,353.47	118'606,842.34	203'326,015.44	
Tasa de retención	0.00	1.00	0.85	0.74	0.54	0.58
Patrimonio neto	2'096,016.00	2'223,006.00	2'578,540.00	2'900,285.00	3'224,975.00	3'458,506.00
ROE	0.01	0.07	0.12	0.16	0.14	0.14
g (tasa de crecimiento de dividendos anual)	0.00	0.07	0.10	0.11	0.07	0.08
Dividendo por acción común "A"	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Dividendo por acción común "B"	0.12	0.00	0.05	0.14	0.24	-----
Dividendo por acción de inversión	13.76	0.00	6.20	16.05	27.52	-----
PBI (en millones de soles)	467,307.00	482,522.00	501,610.00	514,246.00	534,695.00	226,848.00
Valor de activos	6'826,965.00	6'213,666.00	6'134,071.00	7'115,995.00	9'059,226.00	
PER	504.87	31.48	20.65	20.14	18.60	-----
Precio de la acción con CAPE	135.69	0.00	2.43	4.23	7.34	6.79
PER Peak	13.29	10.84	13.65	19.82	18.60	0.00
PTS	0.97	0.75	0.94	1.32	1.03	-----
PER Mkt	13.00	10.27	12.44	17.62	15.90	0.00
Q de Tobin	0.89	0.80	1.02	1.27	0.94	-----
Gordon y Shapiro	1.80	0.00	0.81	2.10	3.60	3.60

Tabla 16

Valores calculados para Quimpac para los años 2008 al 2013 (expresados en miles de soles)

Valores anuales	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Número de acciones comunes	232'725,675	300'948,733	318'673,713	160'154,975	191'633,235	191'633,235
Número de acciones de inversión	38'759,587	50'821,881	53'076,231	26'673,209	31'915,795	38'586,000
Total de número de acciones	271'485262	351'770614	371'749944	186'828184	223'549030	230'219235
Ventas totales	706,100.00	514,876.00	504,311.00	698,979.00	740,742.00	763,554.00
Utilidad anual	183,645.00	38,368.00	69,291.00	95,457.00	125,536.00	63,653.00
Utilidad por acción diluida	0.68	0.11	0.19	0.51	0.56	0.27
Precio de la acción bursátil	2.30	3.00	1.95	1.30	1.7	1.92
Dividendos	66'000,000.00	36'000,000.00	38'430,000.00	11'959,000.00	19'721,000.00	46'720,000.00
Tasa de retención	0.88	0.69	0.80	0.95	0.94	0.73
Patrimonio neto	423,092.00	429,895.00	689,888.00	534,246.00	643,821.00	744,285.00
ROE	1.28	0.27	0.28	0.49	0.51	0.23
g (tasa de crecimiento de dividendos anual)	1.12	0.18	0.23	0.47	0.48	0.17
Dividendo por acción común "A"	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Dividendo por acción común "B"	0.28	0.12	0.12	0.07	0.10	0.24
Dividendo por acción de inversión	1.70	0.71	0.72	0.45	0.62	1.21
PBI (x 1000) millones de soles	348,870.00	352,693.00	382,081.00	406,425.00	431,199.00	456,435.00
Valor de activos	863,488.00	922,906.00	1,250,653.00	1,209,398.00	1,526,662.00	1,825,190.00
PER	3.40	27.51	10.46	2.54	3.03	6.94
Precio de la acción con CAPE	0.94	2.39	1.50	0.35	0.46	2.06
PER Peak	4.97	8.41	5.77	1.93	3.03	3.52
PTS	0.88	2.05	1.44	0.35	0.51	0.58
PER Mkt	1.79	2.99	1.90	0.60	0.88	0.97
Q de Tobin	0.72	1.14	0.58	0.20	0.25	0.24
Gordon y Shapiro	2.17	0.92	0.92	0.57	0.79	1.87

Tabla 17

Valores calculados para Quimpac para los años 2014 al 2019 (expresados en miles de soles)

Valores anuales	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Número de acciones comunes	261'686,213	287'403,153	318'000,000	342'431,093	380'492,164	431'359,501
Número de acciones de inversión	43'582,855	47'866,000	52'862,000	57'030,612	63'369,541	71'841,306
Total de número de acciones	305'269,068	335'269,153	370'862,000	399'461,705	443'861,705	503'200,807
Ventas totales	775,936.14	920,531.83	991,796.95	106,053.73	1,218,726.31	1,119,107.71
Utilidad anual	47,819.85	72,334.50	71,756.76	13,156.70	119,613.49	-13,504.91
Utilidad por acción diluida	0.16	0.22	0.19	0.03	0.27	-0.03
Precio de la acción bursátil	2.05	2.00	1.67	1.53	1.40	1.19
Dividendos	0.00	27'607,228.37	0.00	26'730,855.98	38'810,327.56	43'204,967.62
Tasa de retención	1.00	0.62	1.00	0.00	0.68	4.20
Patrimonio neto	284,406.00	317,572.00	331,516.00	356,232.00	378,165.00	375,510.00
ROE	0.17	0.23	0.22	0.30	0.32	0.00
g (tasa de crecimiento de dividendos anual)	0.17	0.14	0.22	0.00	0.21	0.00
Dividendo por acción común "A"	-----	-----	-----	-----	-----	-----
Dividendo por acción común "B"	0.00	0.10	0.00	0.08	0.10	0.10
Dividendo por acción de inversión	0.00	0.57	0.00	0.47	0.61	0.60
PBI (x 1000) millones de soles	467,307.00	482,522.00	501,610.00	514,246.00	534,695.00	226,848.00
Valor de activos	2,003,612.00	2,310,336.57	2,532,042.50	2,567,342.09	2,599,313.98	2,637,496.59
PER	13.09	9.27	8.63	46.45	5.20	-44.34
Precio de la acción con CAPE	0.00	2.92	0.00	1.93	2.48	-24.50
PER Peak	4.99	5.34	4.93	4.87	4.95	4.77
PTS	0.81	0.73	0.62	5.76	0.51	0.54
PER Mkt	1.34	1.39	1.23	1.19	1.16	2.64
Q de Tobin	0.31	0.29	0.24	0.24	0.24	0.23
Gordon y Shapiro	0.00	0.74	0.00	0.60	0.78	0.77

7.3.4. Ejecución del cálculo del precio de la acción de Laive

En la Tabla 18 se muestran los resultados de acuerdo a las formas utilizadas para hallar el PER y sus múltiplos complementarios. Cabe mencionar que para utilizar regresión lineal se ha escogido el PER como la variable dependiente y a los otros cinco *ratios* como las variables independientes (para las tres empresas), con lo cual se obtuvo que el PER no dependía del PTS y el Q de Tobin, pero sí del PER Peak y el PER Mkt. Se puede observar en la Tabla 20 que los resultados obtenidos utilizando los rangos no precisa un valor de PER mientras que

con los otros dos métodos se tienen valores específicos. Con estos datos se procedió a calcular el precio de la acción. Con el rango, se multiplicaron los valores mínimo y máximo por el valor de la utilidad por acción promedio desde el 2008 al 2019 (S/ 0.17) obteniéndose el rango del precio de S/ 1.9103 a S/ 2.2245. Utilizando la mediana se realizó la misma operación, obteniendo el precio de S/ 2.5215. Finalmente, para hallar el resultado de la regresión lineal múltiple se utilizó la ecuación de regresión hallada: $PER\ Laive = 3.5953 - 0.9836\ PER\ Peak\ Laive + 2.0194\ PER\ Mkt\ Laive$, resultando el precio de S/ 0.1649.

Tabla 18

Precio de la acción promedio obtenido de los cálculos realizados para cada ratio.

Empresa	PER	PER Peak	PTS	PER Mkt	Q de Tobin
Gloria	14.83	1.37	0.86	6.18	0.96
Alicorp	19.63	14.02	1.00	14.72	1.02
Quimpac	4.45	1.88	0.68	1.29	0.25

Tabla 19

Valores de g promedio utilizando la tasa de retención y el ROE de cada año desde el 2008 al 2019.

Empresa	Valores de g
Gloria	9.47%
Alicorp	7.08%
Quimpac	6.75%

Tabla 20

Valores del PER utilizando los métodos de regresión lineal, promedio y rango.

	Utilizando mínimos y máximos solo para el PER	Utilizando la mediana solo para el PER	Utilizando regresión lineal múltiple con las cuatro alternativas del PER
Gloria	Rango de 11.24 a 18.82	14.83	Coeficientes Intercepción: 3.60 PER Peak: -0.98 PTS: 0.00 PER Mkt: 2.02 Q de Tobin: 0.00
Alicorp	Rango de 10.65 a 504.87	19.63	
Quimpac	Rango de -44.34 a 13.09	4.45	
Resultado final	Rango de 11.24 a 13.09 (intersección de rangos)	14.83	Intercepción 3.60 PER Peak -0.98 PER Mkt 2.02 Valores de Laive PER Peak 3.09 PER Mkt 0.16 PER final 0.97
	Utilidad básica diluída promedio (del 2008 al 2019)	S/ 0.17	
Aplicados a Laive (precio en soles) al total de acciones	Rango de S/ 1.9103 a S/ 2.2245	S/ 2.5215	S/ 0.1649
Aplicados a cada tipo de acción	Clase A: Entre S/ 1.66 y S/ 1.93	Clase A: S/ 2.19	Clase A: S/ 0.1431
	Clase B: Entre S/ 0.25 y S/ 0.29	Clase B: S/ 0.33	Clase B: S/ 0.0214
	Inversión: Entre S/ 0.005 y S/ 0.006	Inversión: S/ 0.006	Inversión: S/ 0.0004

7.4. Ejecución del Procedimiento para el Método de Múltiplo de Dividendos

En las Tablas del 12 al 17 se pueden observar que mediante el método del múltiplo del dividendo se halló el precio de la acción para cada año del rango 2008 al 2019, de cada empresa comparable; luego se calculó la mediana de los valores hallados, con lo cual se obtuvieron los siguientes valores: para Gloria S/ 25.78, para Alicorp S/ 1.87 y para Quimpac

S/ 0.77. Al igual que con los métodos utilizados con el PER, también se utilizarán los mínimos y máximos, y el promedio. Este procedimiento se repitió con cada empresa comparable en el periodo de evaluación. El valor de la acción estará dado por el valor promedio de todos los valores de acción hallados en cada empresa comparable o se pueden hallar los mínimos y máximos de todos los valores para establecer un rango donde podría estar el valor de la acción. Los resultados se pueden observar a continuación en la Tabla 21.

Tabla 21

Precio de las acciones de las empresas comparables utilizando el modelo de múltiplos de dividendo para los métodos de rango y promedio.

	Utilizando mínimos y máximos solo para	Utilizando la mediana solo para
	Dividendos	Dividendos
	(S/)	(S/)
Gloria	Rango de 19.74 a 38.47	25.78
Alicorp	Rango de 0.00 a 3.60	1.87
Quimpac	Rango de 0.00 a 2.17	0.77
Resultado de empresas comparables	Se desestima el rango de Gloria y se considera el rango de 0.00 a 2.17	1.87
Gordon y Shapiro aplicado a Laive (precio en soles)	Rango de 0.00 a 6.80	2.97
Resultado final	Rango de 0.00 a 2.17	1.87
Aplicados a cada tipo de acción	Clase A: S/ 0.00 a S/ 1.88	Clase A: S/ 1.62
	Clase B: S/ 0.00 a S/ 0.28	Clase B: S/ 0.24
	Inversión: S/ 0.00 a S/ 0.01 (precios específicos)	Inversión: S/ 0.005 (precios específicos)

Finalmente, también se han obtenido valores del precio de la acción utilizando el CAPE para cada una de las empresas comparables y para Laive. El valor hallado para Laive

equivale a S/ 2.74. Este valor será comparado con los valores obtenidos con el método PER y el de múltiplos de dividendos.



Capítulo VIII: Discusión de los Resultados

En este capítulo se analizan y explican los resultados obtenidos en cada método de valoración ejecutado en el Capítulo VII y calculados en base a los datos históricos y proyectados de Laive. Asimismo, se explican los supuestos que generan los resultados obtenidos.

8.1. Análisis del Estado Financiero Histórico de Laive del 2009 al 2019

El análisis horizontal del Estado de Ganancias y Pérdidas de Laive muestra que el año 2019 no fue muy favorable para la empresa; su ingreso por ventas sufrió, después de nueve años de crecimiento promedio de 9%, una caída del 2.22% resultando en una utilidad bruta de -8.9%. Respecto a sus gastos administrativos, de ventas y distribución, se consideró que la empresa controla esas partidas; resultando en un gasto promedio anual del 4% y 15% con respecto a sus ingresos por ventas. A pesar que la caída en sus ventas, impactó la utilidad operativa en -45.91% y la utilidad neta en -51.08%, manteniendo un margen neto del 2% en promedio. En el Estado de Situación Financiera, las partidas no han sufrido cambios relevantes a excepción de la partida de efectivo que decreció en un 100%; el ingreso de una nueva partida de activos por derecho de uso por S/64,040 miles de soles y la partida del pasivo por arrendamiento por derecho en uso corriente y no corriente por S/4,936 y S/19,209 miles de soles respectivamente. Respecto a los *ratios* de rentabilidad, el 2019 fue un año atípico para Laive, con un ROE del 5% que en comparación con los últimos dos años decrece, un *ratio* de rotación de activo de 1,23 el más bajo en los últimos 10 años, margen neto del 2% similar a los otros años y nivel de apalancamiento del 2.19 es decir 13% más respecto al 2018.

8.2. Explicación de la Proyección en los Estados Financieros desde el 2020 al 2029

Para la proyección de los valores de Laive se han considerado los siguientes supuestos, según los Estados Financieros analizados:

8.2.1. Estados de pérdidas y ganancias

- Ingreso por ventas: A pesar que en el 2019 la empresa cayó en 2.22% y que la pandemia en el año 2020 afectó a varios sectores, en la proyección de Laive se consideró lo siguiente: por un lado el sector de la empresa, que al ser de alimentos y de primera necesidad, genera un consumo dinámico y creciente; y por el otro la estrategia comercial, Laive tiene líneas de negocios anexas al de la leche con enfoque de valor agregado, creación de nuevos canales de ventas implementados como en el *marketplace ico.com* para sus ventas en línea y *delivery*, captando de esta manera mayores ventas. Por lo tanto, para el 2020 se proyectó una recuperación del mismo porcentaje no obtenido en el 2019 y un crecimiento constante hasta el 2026, para crecer a partir del 2027 (3% en el 2027 y 5% a partir del 2028) debido a la inversión proyectada en activos fijos durante esos años.
- Costo de ventas: Laive ha venido manteniendo un costo de ventas casi uniforme durante el periodo 2009 al 2019, y muestra de ello es el comportamiento estadístico que ha sido hallado mediante la media aritmética, geométrica y la suavización exponencial simple (SES).
- Ingresos financieros: Con el fin de obtener resultados acordes a la proyección, se consideró proyectar los valores correspondientes a los ingresos financieros, fijando un crecimiento de 2.997% (hallado con la SES) que permite un crecimiento continuo y moderado durante el periodo proyectado.

- Impuesto a la renta: El impuesto a la renta seleccionado es el promedio de los considerados en los informes auditados en atención al Decreto Legislativo N° 1261 publicado el 10 de diciembre de 2016 y vigente a partir del 1 de enero del 2017, lo cual modificó la tasa del impuesto a la renta aplicable sobre la utilidad gravable, luego de deducir la participación de los trabajadores.

8.2.2. Estado de situación financiera

- Cuentas por cobrar comerciales: Se estimó un crecimiento promedio de 3% de esta cuenta al asumir que, por motivos de la pandemia, Laive podría sufrir un leve deterioro en el cobro de las facturas emitidas a sus distribuidores y autoservicios. El porcentaje de crecimiento es un promedio que se ha identificado entre la relación de esta partida con las ventas, lo cual es moderado conociendo que Laive cuenta con una política de crédito y cobranza que revisa la línea de crédito y comportamiento de pagos de sus clientes por lo menos dos veces al año.
- Existencias: Debido a la incertidumbre que generó el coronavirus respecto al suministro de insumos para la fabricación por el cierre de fronteras y restricciones en el traslado de mercaderías, se ha inferido que Laive buscará mantener un nivel de inventario moderado de materias primas, envases, embalajes, productos terminados, etc., necesarios para su proceso de producción. Por lo tanto, se consideró mantener un crecimiento promedio de 3%.
- Inmuebles, maquinarias y equipos: En la revisión de sus memorias se evidenció que Laive invierte de manera constante en activos fijos, en 36% en promedio respecto a sus ingresos por ventas, mostrando una capacidad eficiente para generar

- ventas en relación con sus activos. El porcentaje de crecimiento que se estimó es del 3% manteniendo el 36% en promedio respecto a su nivel de ventas
- Activos Intangibles: Se consideró un crecimiento del 1% anual colocando fondos en patentes, marcas y softwares. Esta es una cuenta que no tiene un crecimiento apreciable, pero que igualmente se ha considerado.
 - Otros pasivos financieros (corrientes y no corrientes): Se ha asumido un porcentaje de crecimiento del 15%, moderado, que representa aproximadamente a la mitad de la media aritmética del diferencial de crecimiento desde el año en que se han registrado los pasivos (año 2011).
 - Pasivos por arrendamiento por derecho en uso: Esta cuenta recién se presenta en el 2019 y corresponde al pasivo por arrendamiento a terceros asociado a la NIIF 16 la cual identifica los contratos de arrendamiento y su tratamiento contable en los Estados Financieros de los arrendatarios y arrendadores. Se ha considerado para este caso una tasa de crecimiento final del 10%, asumiendo que se seguirá arrendando sus activos (maquinarias y equipos de acuerdo a la nota 10a de los Estados Financieros del 2020), durante la próxima década, manteniendo un crecimiento moderado hasta el año 2022 y fijándose a partir de ese año hasta el 2029.
 - Transferencia legal: La transferencia a reserva legal se mantuvo en su porcentaje de acuerdo a la Ley General de Sociedades, la cual indica que requiere que un mínimo del 10% de la utilidad distribuible de cada ejercicio, se transfiera a la reserva legal hasta que ésta sea igual al 20% del capital (utilidad neta).

- Dividendos en efectivos declarados: Laive es una empresa que mantiene una política de dividendos continua desde el año 2010, cuyo pago es acordado en la Junta Obligatoria Anual de Accionistas (que se realiza generalmente entre abril y mayo de cada año). Se ha considerado que los dividendos guardan proporción lógica con las utilidades, la tasa de crecimiento de estos se ha fijado en 1.81%, valor que tuvo en el año 2019, y que es el mínimo entre el año 2009 y 2019, por lo que se ha tomado una posición conservadora.

8.3. Resumen de los Resultados Obtenidos en los Métodos de Valoración

Para la proyección de los valores de Laive se han considerado los siguientes supuestos, según los Estados Financieros analizados:

8.3.1. Resultados obtenidos mediante el método de FCL y FCA descontado

El valor de la empresa en base al método del flujo de caja descontado libre y del accionista es de S/ 908,598.67 y S/ 472,429.34, respectivamente. Con el resultado del método FCL, la empresa dispone de fondos para pagar a sus acreedores, deudas y repartición de dividendos, mientras que con el FCA correspondería al dinero que se dispondría para los accionistas. Al no pretender que el resultado sea el valor verdadero de la empresa, se utiliza otro método como complemento que nos brinde un rango de valores para estimar un valor más acorde para la empresa.

8.3.2. Resultados obtenidos mediante el método de los múltiplos

Para el caso del PER hallado, con cualquiera de los métodos (regresión, mediana o rango) se puede notar que es mucho menor que el PER del país que, como se mencionó en el numeral 6.3, fue de 38 en el año 2006, también el del sector (basándonos en Damodarán) que se sitúa entre aproximadamente 42 y 55, por lo que los valores del PER hallados siguen siendo

mucho menores, lo cual define a las acciones de Laive como acciones con precios convenientes. Asimismo, Javier (2019) indica que un PER entre 10 y 17 es adecuado para las empresas (el promedio hallado para Laive está entre 6 y 9, debajo de su competidor más cercano que está entre 11 y 17), lo que crea una ventaja competitiva para Laive.

En la Tabla 20 del numeral 7.3.4. y en la Tabla 21 del numeral 7.4 se puede observar que se han calculado los precios por cada tipo de acción utilizando el múltiplo PER y el múltiplo del dividendo, respectivamente. Los valores obtenidos con el método del múltiplo de dividendos se encuentran en el rango del PER por lo que se realiza la intersección de los rangos, quedando un rango final de precio de la acción de S/ 1.91 a S/ 2.17.

8.4. Análisis de los Resultados Obtenidos Mediante los Métodos de Valoración Utilizados

Como se pudo observar en el Capítulo VII, al utilizar el método del flujo de caja libre descontado, se obtuvo el valor de la acción a S/ 12.51, aun sin discriminar la clase. Una vez hallado este valor se realizó el reparto proporcional al número de acciones de cada clase, resultando que el precio de la acción de clase A equivale a S/ 10.86, las de clase B (que corresponde a las cotizables en la BVL) a S/ 1.62 y las acciones de inversión a S/ 0.03.

Asimismo, el resultado del cálculo con el método del flujo de caja del accionista descontado dio como resultado el precio de la acción, sin discriminar, de S/ 6.51. Realizando el mismo procedimiento de reparto proporcional como en el caso del FCL, resultó que el precio de la acción de clase A equivale a S/ 5.65, las de clase B (que corresponde a las cotizables en la BVL) a S/ 0.84 y las acciones de inversión a S/ 0.02.

Para el caso del método de los múltiplos, se obtuvo con la utilización del PER tres valores (numeral 7.3.4, Tabla 20): a) uno correspondiente a un rango del valor de la acción desde S/ 1.9101 a S/ 2.2245, lo que al aplicar el reparto proporcional da como resultado tres

rangos para cada clase; b) un valor específico hallado en base al promedio de los PER de las empresas comprables y equivalente a S/ 2.5215; y c) un valor específico hallado en base a la regresión lineal simple entre el PER y los otros múltiplos complementarios, equivalente al valor de S/ 0.1649. Los valores para cada clase se determinaron utilizando el reparto proporcional al número de acciones por cada clase. Todos los valores mencionados corresponden a los valores finales que resultaron de aplicar los múltiplos PER a Laive.

Se observa que en el caso de los valores calculados con el FCL descontado, el valor de la acción de clase A es de S/ 10.86, la misma acción utilizando el FCA descontado tiene el valor de S/ 5.65, en el caso del método PER (Tabla 20) el rango hallado para las acciones clase A es de S/ 1.66 a S/ 1.93, su valor específico con el PER equivale a S/ 2.19; con regresión lineal múltiple el valor hallado es de S/ 0.1431; se puede observar que los valores hallados mediante los métodos FCL y FCA están alejados del rango mencionado, por lo que se podrían tomar como precios máximos de negociación.

En el caso de los valores calculados con el FCL descontado para las acciones de clase B, el resultado es de S/ 1.62, para la misma acción utilizando el FCA descontado se tiene el valor de S/ 0.84, en el caso del método PER (Tabla 20) el rango hallado para las acciones clase B es de S/ 0.25 y S/ 0.29, su valor específico con el PER equivale a S/ 0.33; con regresión lineal múltiple el valor hallado es de S/ 0.02; se puede observar que los valores hallados mediante los métodos FCL y FCA están alejados del rango mencionado, por lo que se podrían tomar como precios máximos de negociación. Cabe señalar que para el año 2020 la cotización bursátil ha mantenido el precio de la acción clase B de Laive promedio en S/ 0.74 (hasta el 13 de noviembre del 2020), por lo que el precio mínimo tendría que ser el valor en la BVL.

Para las acciones de inversión se sigue la misma metodología, por lo que se tiene que el valor calculado con el FCL descontado da como resultado S/ 0.03, para la misma acción utilizando el FCA descontado se tiene el valor de S/ 0.02, en el caso del método PER (Tabla 20) el rango hallado para las acciones de inversión es de S/ 0.005 a S/ 0.006, su valor específico con el PER equivale a S/ 0.006; con regresión lineal múltiple el valor hallado es de S/ 0.0004; se puede observar que los valores hallados mediante los métodos FCL y FCA están alejados del rango mencionado, por lo que se podrían tomar como precios máximos de negociación. Cabe señalar que en los tres casos de acciones los valores hallados mediante el método PER con regresión lineal son muy inferiores a los hallados con los demás métodos, por lo que se puede concluir que el precio mínimo de una acción podría ser determinado por la mediana hallada con el método PER, el precio medio de una acción podría ser determinado por el valor hallado con el método del FCA y el valor máximo por el valor hallado mediante el método del FCL. Asimismo, el valor hallado por medio del CAPE para Laive, es un valor que es superior al del FCA, por lo que el del CAPE no se tomará en cuenta. El análisis de regresión (regresión lineal múltiple) se realizó para validar los resultados entre los diferentes métodos utilizados para el PER con un Coeficiente de determinación R^2 igual a 1; y para proporcionar información sobre las tendencias de las utilidades netas, el FCL y FCA, las ventas, tanto históricas como proyectadas.

Capítulo IX: Conclusiones y Recomendaciones

En este capítulo se brindan conclusiones finales del análisis realizado en el Capítulo VIII de acuerdo a los resultados obtenidos con los métodos de valorización utilizados. Cada resultado obtenido deriva de un análisis previo, el cual será validado de acuerdo al criterio utilizado. Asimismo, se incorporan recomendaciones para la empresa y sus inversionistas, alineadas a estrategias que pueden llevar a obtener una mayor valorización de las acciones de la empresa. Las recomendaciones propuestas en este capítulo pueden ser de utilidad para los accionistas, como insumo para tomar decisiones que involucren el destino de su capital. Cabe señalar que estas conclusiones y recomendaciones están enfocadas solo a la empresa Laive, dado que los resultados y análisis son producto de los datos y de los criterios asumidos en base a los estados financieros de la misma empresa. Asimismo, las conclusiones vertidas en este documento pretenden servir de guía y formar parte del planeamiento estratégico de Laive.

9.1. Conclusiones Generales

Laive es una empresa con 110 años de actividad, lo cual la coloca como una marca emblemática, pero que ha sido superada por su competidor Gloria, la cual tiene solo 79 años de fundada. Ante esto se concluye que Laive puede explotar su potencial como la empresa más antigua en el sector lácteo, con una imagen de marca sólida que le permite sostenibilidad a lo largo del tiempo. Al mantenerse durante 110 años en un mismo sector, Laive ha generado confianza en sus inversionistas, y mantiene una imagen como empresa innovadora y pionera debido a su continua elaboración de productos para diversos consumidores, utilizando su estrategia “Vive más”, frase que identifica a Laive como una empresa que elabora productos saludables. Laive cuenta con estrategias de integración horizontal, como es el caso de su adquisición de la empresa Bazo Velarde y Salchichería Suiza, lo cual la convierte en una

empresa que busca posicionar nuevos productos realizando adquisiciones de empresa que ya tienen cierto renombre en los mercados. Actualmente, el sector lácteo viene siendo liderado por la empresa Gloria, con una participación del 75% del mercado, lo cual no ha sido superado en la última década por Laive u otra empresa del mismo sector.

Sobre la cotización bursátil de las acciones, se concluye que es sensible a factores políticos, económicos, sociales, entre otros, que afectan a nivel mundial (como la crisis económica del 2008, la guerra comercial de Estados Unidos y China, la pandemia del coronavirus, etc.) y a nivel nacional (como la incertidumbre por la Elecciones Generales 2021 y Regionales del 2022, la crisis política, así como la estrategia de recuperación económica a raíz de la pandemia), además se caracteriza por tener un valor menor al hallado por medio de los métodos de valorización. Cabe señalar que el impacto de los factores externos es común para todas las empresas, como se muestra en las Figuras 21 y 22. Los métodos de valorización a usar dependerán del tipo de empresa a valorizar, el sector en el que opera, su estructura de activos, pasivos y patrimonio, si es posible ser comparada con otras empresas y de sus políticas financieras y contables. Con respecto a la metodología de consultoría a ejecutar, debe ser planificada y desarrollarse por fases con entregables relevantes y con plena colaboración del cliente para quien se brinda el servicio.

9.2. Conclusiones Sobre el Cálculo del Precio de las Acciones de Laive

De acuerdo al análisis realizado en el numeral 8.4, se han determinado los valores mínimos y máximos de los precios de las acciones de Laive, tomando en cuenta que los valores de negociación no deben ser menores a los precios específicos hallados con el método PER, los valores medios están representados por los hallados mediante la mediana del método PER, y los valores máximos son los ideales, correspondientes a los hallados con el método del

FCA; esto se puede apreciar en la Tabla 22. Solo en el caso de las acciones clase B, si bien el precio mínimo no debería ser menor a S/ 0.33, se debe considerar que el precio mínimo, en este caso, será el cotizado actualmente en la BVL (**S/ 0.74**). Se puede concluir que el valor de cotización bursátil se encuentra infravalorado, pudiendo tener un precio mayor como los mostrados en la Tabla 22. Por otro lado, de acuerdo a la Figura 15 del numeral 2.3, se puede notar que el precio de la acción bursátil ha decaído en los últimos años, mientras su valor por utilidad básica y diluida se ha incrementado como se aprecia en la Figura 20 del numeral 2.4.

Tabla 22

Precios hallados mediante los diferentes métodos utilizados para la valorización de las acciones de Laive

Tipo de acción	Precio mínimo de negociación (PER-mediana)	Precio cotización bursátil (BVL) al 31/07/20	Precio medio de negociación (FCA)	Precio máximo de negociación (FCL)
Acción clase A	S/ 2.18	Sin cotización	S/ 5.65	S/ 10.86
Acción clase B	S/ 0.33	S/ 0.74	S/ 0.84	S/ 1.62
Acción de Inversión	S/ 0.006	Sin cotización	S/ 0.02	S/ 0.03

9.3. Conclusiones Sobre los Componentes de los Métodos de Valorización

Del numeral anterior se puede concluir que los precios de las acciones de Laive tienen influencia fundamentalmente de los métodos PER (usando los valores específicos) y del FCA. Si se hace un enfoque particular al precio específico hallado con el PER, se puede inferir que la dependencia de este precio radica en los valores de la utilidad por acción diluida y el precio de la acción bursátil (el cual es variable y volátil, además de ser dependiente de factores

externos). Como herramienta de benchmarking, el método PER nos sirve para tener un valor referencial del precio de las acciones; pero su dependencia con respecto al precio de la acción bursátil lo hace variable para determinar un precio exacto; es decir, si el precio de la acción bursátil aumenta se tendrá un PER más grande, y viceversa, siendo el valor de la utilidad por acción diluida el único elemento que se podría mantener estable y que es dependiente de la utilidad neta de Laive, cuyo promedio ha llegado a ser de S/ 11,373.64 miles de soles en los últimos 10 años, lo que significa que, al mantenerse en ese monto, Laive mantendría el precio mínimo de las acciones calculadas, siempre y cuando se mantengan el número de acciones invariable.

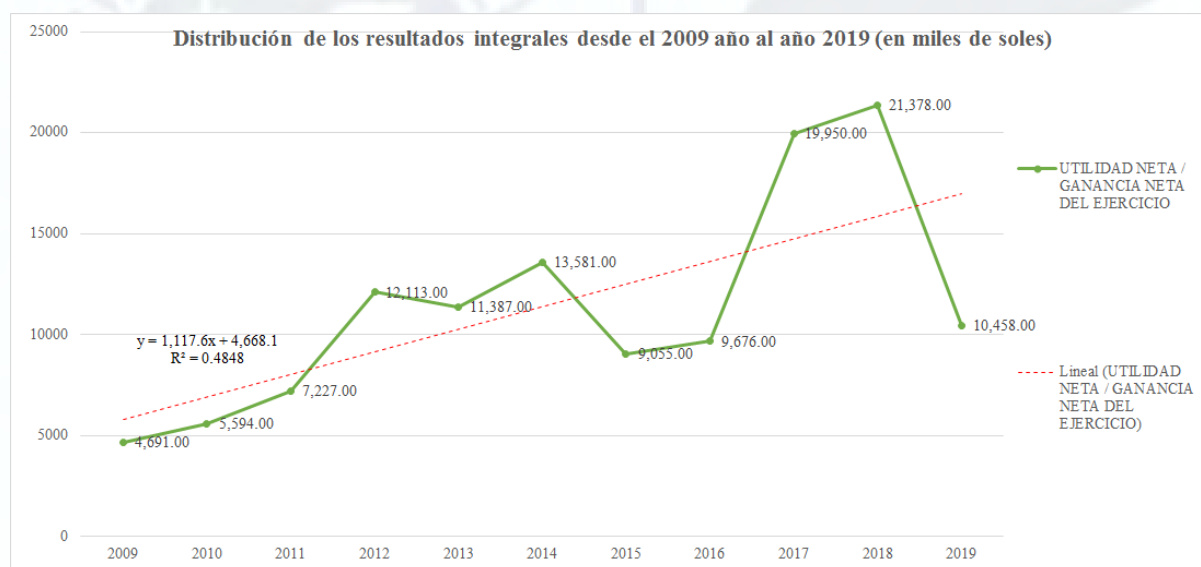


Figura 302. Comportamiento de las utilidades netas o resultados integrales de Laive del 2009 hasta el 2019. Se muestra la tendencia creciente de las utilidades. Adaptado de los Estados Financieros del 2009 al 2019 de Laive

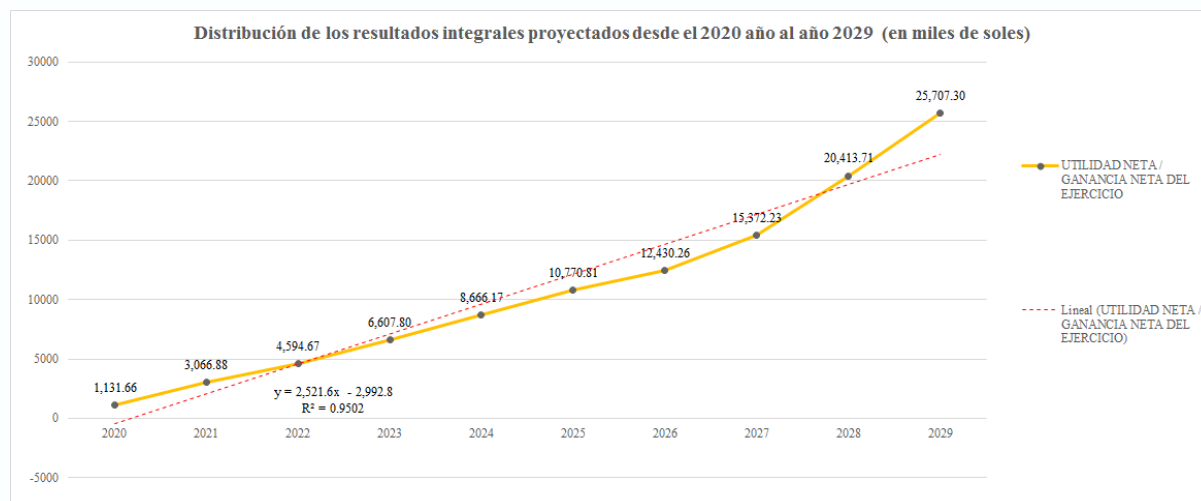


Figura 313. Proyección de las utilidades netas o resultados integrales de Laive del 2020 hasta el 2029. Se muestra la tendencia creciente de las utilidades.

Se muestra en la Figura 32 la tendencia de las utilidades desde el año 2009 hasta el 2019, notándose una línea de tendencia creciente a pesar de haber tenido caídas tan pronunciadas como la del año 2019 y que se vería aún más afectada en el año 2020 por la pandemia del coronavirus, como se muestra en la Figura 33. Se puede ver de ambos gráficos que se espera que la pendiente de la línea de tendencia en la proyección del 2020 al 2029 aumente, con lo que se estaría recuperando paulatinamente de la caída en las utilidades en ese periodo. Cabe señalar que, para el periodo proyectado, el promedio de las utilidades netas corresponde a S/ 10,876.16, y considerando que el PER medio no variaría, se tendría un precio mínimo de la acción de S/ 2.52 (asociado a un PER de 14.83), que se ha dividido proporcionalmente en base al número de acciones por clase, de acuerdo a lo mostrado en la Tabla 23. Cabe señalar que el valor mínimo de la acción clase B no debe ser menor a la cotizada de acuerdo a la BVL.

Tabla 23

Precio mínimo de la acción en la proyección del 2020 al 2029 utilizando el mismo valor del PER específico

Tipo de acción	Precio mínimo
Acción clase A	S/ 1.93
Acción clase B	S/ 0.29
Acción de inversión	S/ 0.006

Con respecto al precio hallado mediante el método del descuento del FCL, considerando el número total de acciones constante, se evalúan tres componentes de la fórmula: el valor de mercado de los activos, el pasivo y la caja, cuya suma en conjunto resulta el valor del mercado del patrimonio de la empresa. Con respecto al valor de mercado de los activos, éste depende de la sumatoria del valor presente de los flujos de caja libre proyectados a la tasa del WACC (6.36%), que a la vez depende del valor del FCL. En la Figura 34 se puede observar el comportamiento del FCL histórico con una línea de tendencia creciente de baja pendiente. Para el caso del FCL proyectado, su comportamiento es el mostrado en la Figura 35, donde se puede observar que su línea de tendencia tiene una pendiente creciente más alta que la histórica. En el periodo de proyección se analizaron los parámetros que más influyen en el FCL: el CAPEX (*capital expenditure*) y el total de ingresos por actividades ordinarias. En el caso del CAPEX, es lógico que Laive, por ser una empresa del sector industrial, realice inversiones en bienes de capital, lo cual es usado como estrategia de expansión o mantenimiento. Como se puede apreciar en la Figura 36, el comportamiento del CAPEX histórico denota una inversión focalizada en los años 2010 (luego de la crisis

económica mundial) y en el 2015 (estrategia exportadora y cambio de imagen de marca) para aumentar su producción de acuerdo a la exigencia del mercado.

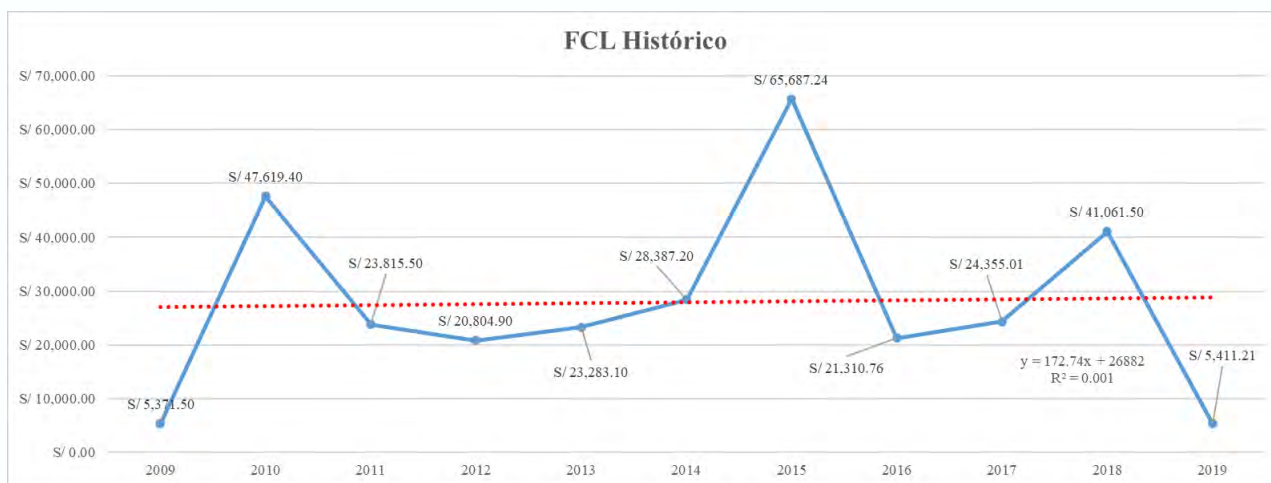


Figura 32. Comportamiento del Flujo de Caja Libre (FCL) de Laive del 2009 hasta el 2019. Se muestra la tendencia creciente del FCL con una baja pendiente y con comportamiento muy disperso

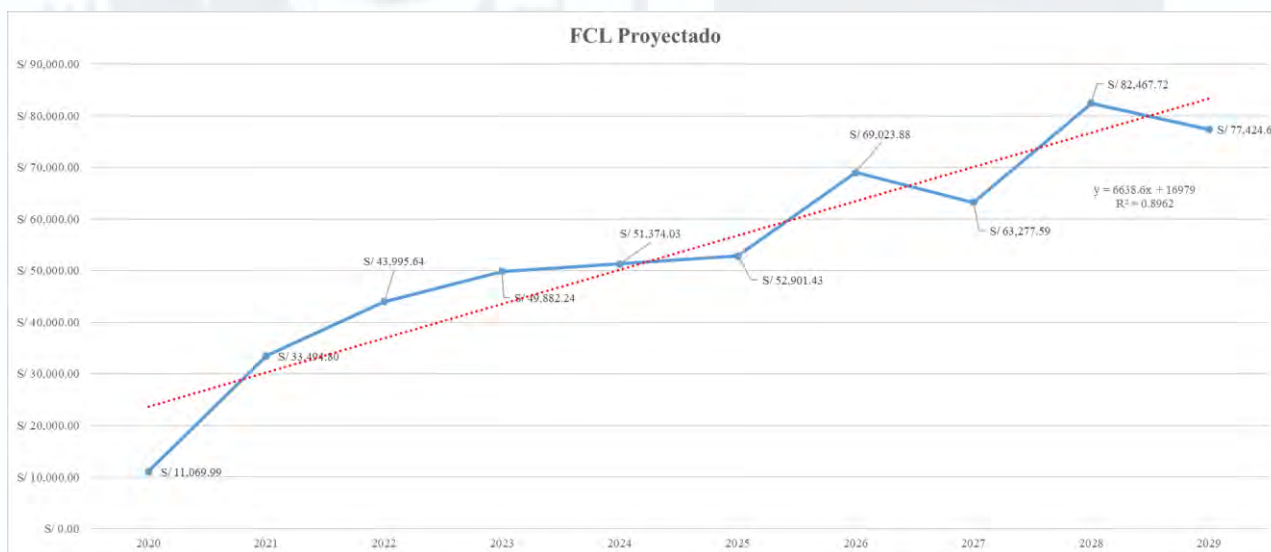


Figura 35. Comportamiento del Flujo de Caja Libre (FCL) de Laive del 2020 hasta el 2029. Se muestra la tendencia creciente del FCL con una alta pendiente explicada por R^2

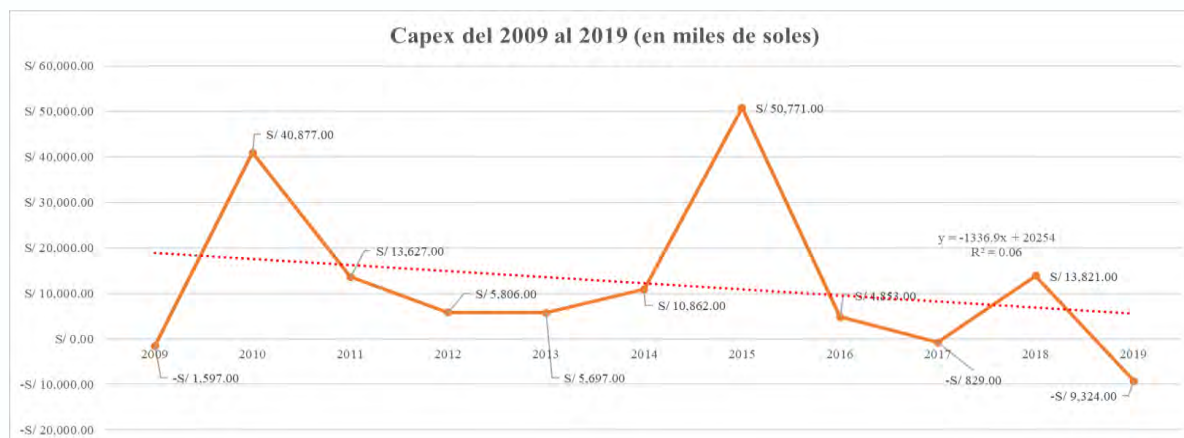


Figura 36. Comportamiento del CAPEX de Laive del 2009 hasta el 2019.

Se muestra que, aunque existe una tendencia decreciente de la curva, las inversiones se han realizado en periodos de decisión de crecimiento: años 2010 y 2015

En la Figura 37 se puede observar que la proyección realizada para el CAPEX mantiene una tendencia creciente, enfocando su inversión en bienes de capital para los años 2022 y 2026. No se ha considerado una inversión inmediata debido a los efectos económicos de la pandemia del coronavirus, y se espera que a partir del 2022 la industria se recupere nuevamente, minimizando así riesgos económicos, además de las decisiones políticas resultado del nuevo gobierno que iniciará en julio del 2021. Asimismo, nos parece adecuado considerar una nueva inversión en el 2026, siguiendo con el patrón de inversiones en esta cuenta. Cabe señalar, que la tendencia creciente se debe a que el CAPEX de mantenimiento también va creciendo por las adquisiciones realizadas en los años anteriores. Para el caso de la cuenta total de ingresos por actividades ordinarias, se puede ver el comportamiento de su curva histórica en la Figura 38. Como se puede observar, esta cuenta sigue una tendencia creciente, salvo en el año 2019, donde las ventas tuvieron un -2.22% de rendimiento. Es de suponer que la pandemia del coronavirus, así como la incertidumbre generada por las próximas Elecciones Presidenciales y Congresales de abril del 2021, pueden afectar el crecimiento de las ventas, más Laive ha sabido sacar provecho de la necesidad del consumo

de lácteos debido a que estos son recomendados para mejorar el sistema inmunológico humano.

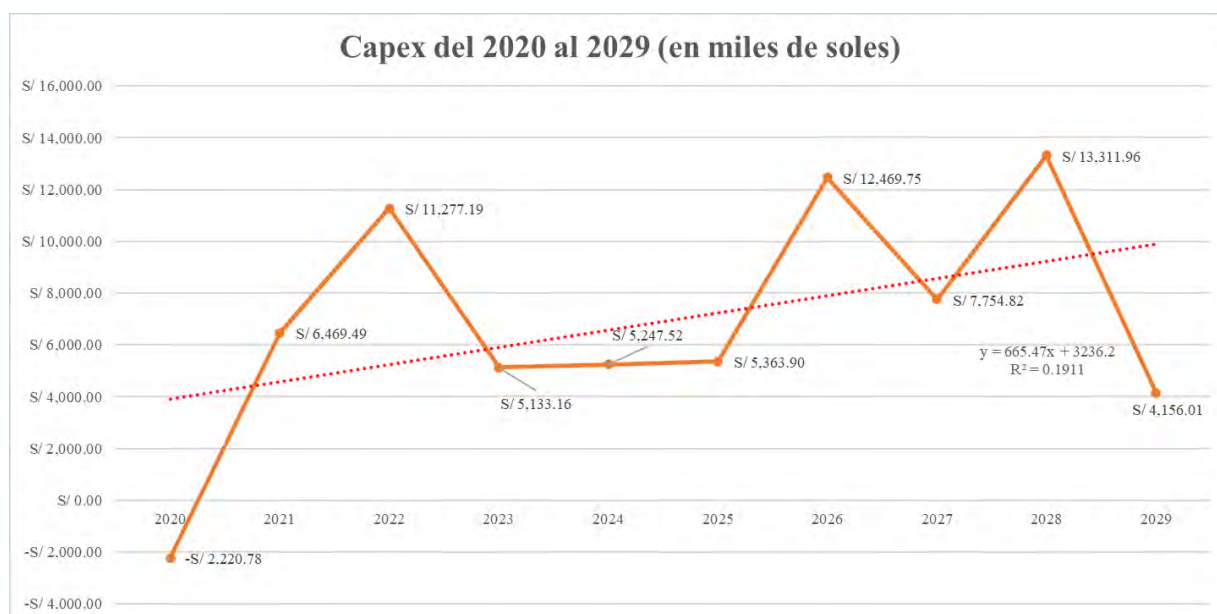


Figura 337. Proyección del comportamiento del CAPEX de Laive del 2020 hasta el 2029. Se muestra la tendencia creciente de la curva, pues se ha considerado inversiones en periodos clave de crecimiento: años 2022 y 2026

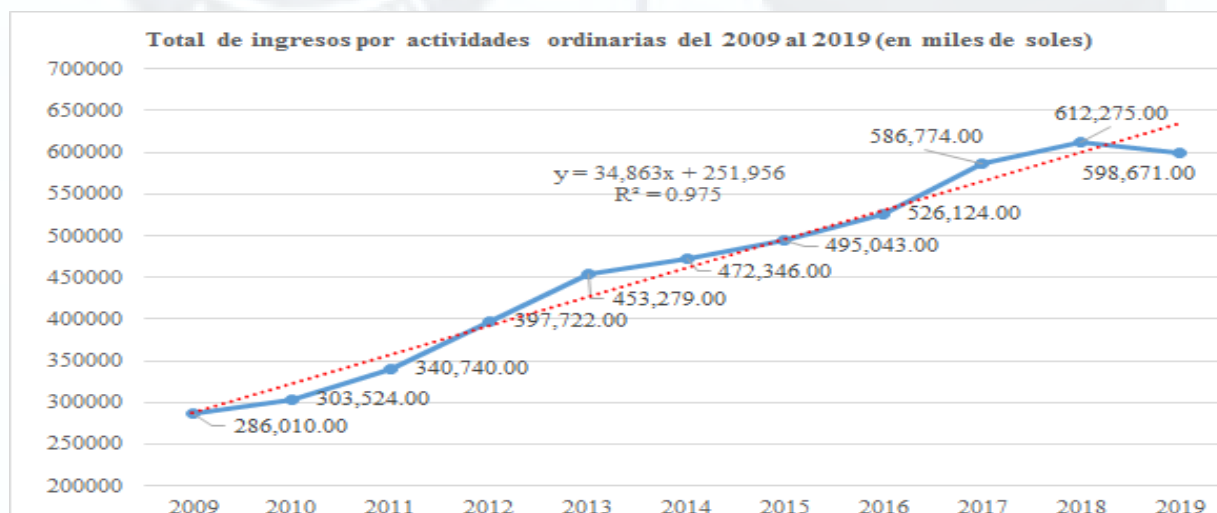


Figura 348. Comportamiento de las ventas de Laive del 2009 hasta el 2019. Se muestra la tendencia creciente de la curva de manera sostenible, salvo el descenso del año 2019 donde la empresa tuvo un rendimiento en las ventas del -2.22% con respecto al año anterior

En la Figura 39 se puede observar que se ha asumido que las ventas siguen la misma línea de tendencia que en el periodo histórico, y esto es debido a que la estrategia de Laive con respecto a su producción continua, sumado a la demanda esperada, por ser sus productos parte esencial de la canasta familiar, proyecta el aumento de sus ventas de manera sostenible, produciendo un quiebre en el año 2027, donde se asume que Laive realizará mayores inversiones en el marketing de su marca y se espera que aumente su diversidad de productos saludables, siendo estos parte esencial de la tendencia alimenticia de los consumidores de la próxima década. Los otros dos componentes que se han analizado son el pasivo y la caja de la empresa; en el caso del pasivo, este se ha proyectado de tal manera que no presenta crecimiento a partir del año 2023, dado que si se produjera un aumento del pasivo, entonces disminuiría el precio de la acción; con respecto a la caja o efectivo, esta ha disminuido críticamente en el año 2019; pero se espera que aumente progresivamente en aproximadamente 5% anual, pero de aumentar sería beneficioso para Laive porque también aumentaría el precio de las acciones.

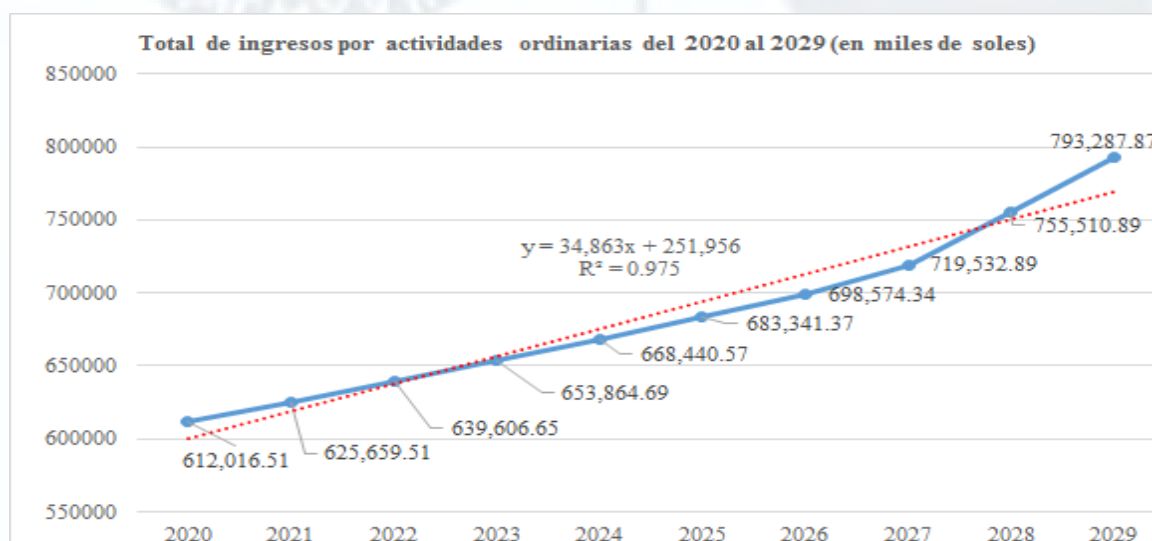


Figura 39. Proyección de las ventas de Laive del 2020 hasta el 2029. Se muestra la permanencia de la misma tendencia creciente de la curva debido a la proyección de la demanda de leche en la próxima década

Del análisis anterior se puede concluir que, en el periodo de proyección, con el aumento esperado del CAPEX, así como de la demanda láctea en el Perú, el FCL proyectado también aumentará, lo cual resultará en un incremento del valor de mercado de los activos. Se concluye también que el aumento del pasivo en aproximadamente 1.56% en el periodo proyectado, o su reducción en el mismo o mayor porcentaje, también traerá un incremento en el precio de las acciones. En el caso de que la caja o efectivo, se concluye que, al aumentar su valor, se tendrá también el mismo efecto de incremento en el precio de las acciones. Cabe señalar que el valor de la caja utilizado para la valorización con el método FCL es el más pequeño de la década pasada, por lo cual es muy probable su incremento, y por lo tanto, el aumento del valor de las acciones de Laive a partir del 2020.

En el caso del valor de las acciones halladas mediante el método del FCA, también se logra concluir que, al reducir los gastos financieros, también se reduce el escudo fiscal, lo que deja al FCL como el parámetro del cual el FCA depende; por lo tanto, al realizarse un incremento del FCL, resultará en un incremento del valor del FCA. Tal y como se mencionó para el caso del método del descuento del FCL, el aumento del valor de la caja o efectivo también resultará en el aumento del valor del precio de las acciones. La dependencia del FCA con respecto al FCL permite concluir que, siempre y cuando el valor del K_e sea mayor al del WACC, el valor del FCA será menor que el del FCL. Se puede ver en las Figuras 40 y 41 el comportamiento del FCA histórico y proyectado respectivamente, los cuales tienen mucha semejanza con los del FCL.

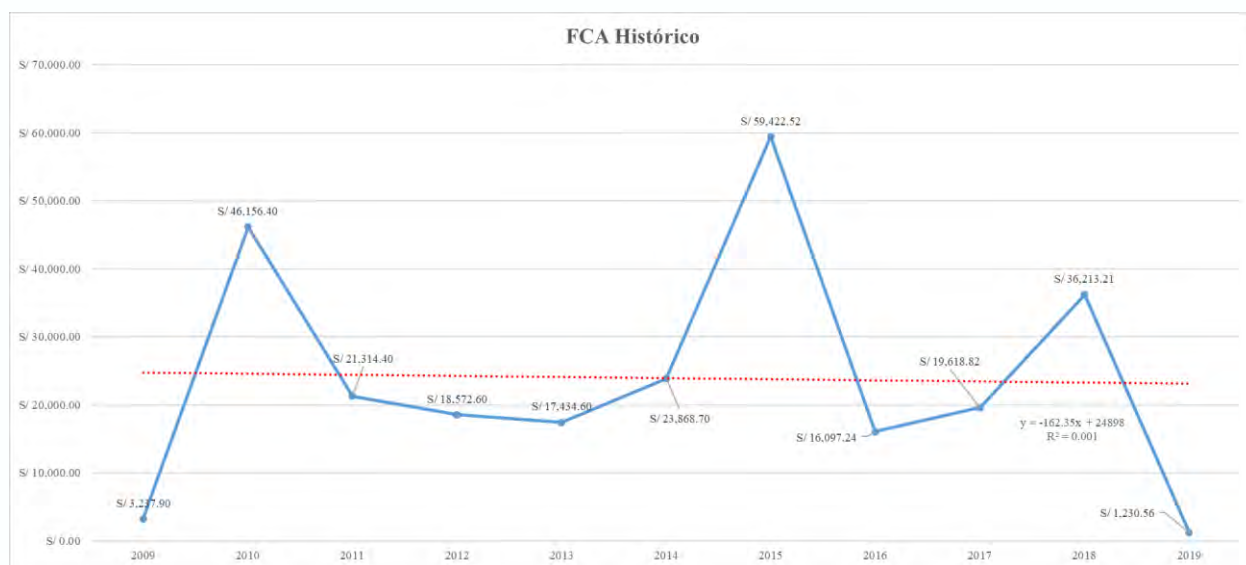


Figura 40. Comportamiento del FCA de Laive del 2009 hasta el 2019. Se muestra la similitud con la curva del FCL histórica (Figura 32)

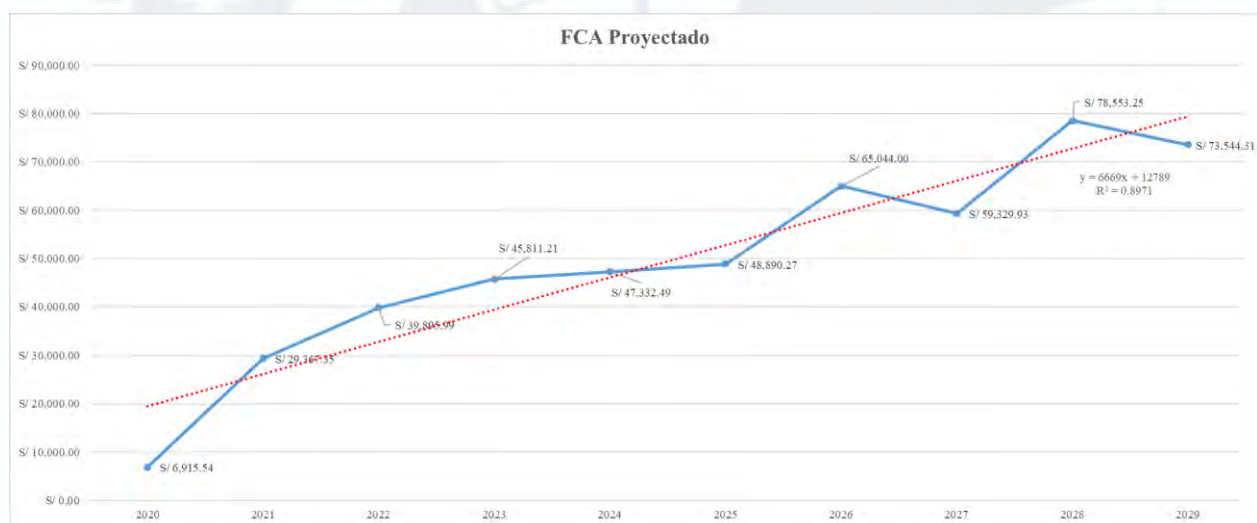


Figura 41. Comportamiento del FCA de Laive del 2020 hasta el 2029. Se muestra la similitud con la curva del FCL proyectada (Figura 33)

9.4. Recomendaciones

De acuerdo a las conclusiones mencionadas en el numeral anterior se recomienda que la dirección tome la decisión de la ejecución de estrategias en torno a: (a) el mantenimiento, en promedio, de las utilidades en S/10,876,16 miles de soles, la inversión en el mantenimiento y crecimiento del CAPEX, el mantenimiento o aumento en el total de ingresos por actividades

ordinarias (ventas), la reducción del pasivo y la sostenibilidad o aumento del efectivo o caja como mínimo en un 5% anual; (b) las estrategias recomendadas para el aumento de las utilidades están ligadas al aumento en las ventas, lo que significa que Laive debe potenciar su imagen de marca, lo cual no ha venido realizando de una manera adecuada, por lo que Gloria siempre se mantiene con un buen nivel de recordación. De acuerdo al informe de Arellano (2020), Gloria encabeza la lista de marcas en la mente de los peruanos, ya sea como indicador de mención de la marca o como total espontáneas. En esta última lista Laive aparece en el puesto 13 y como marca de lácteos, nuevamente lidera Gloria, seguida de Laive. Y es aquí donde se recomienda potenciar su marca, tomando en cuenta que Laive sobresale en recordación en el público limeño, de NSE AB y adultos mayores.

Además; (c) en la lista de marcas de lácteos preferidos, Laive se encuentra en un segundo lugar, además de mantener su fidelidad de sus actuales consumidores, los cuales son sensibles al precio, y cuya sensibilidad puede ser atenuada volviendo los productos Laive bienes inelásticos al innovar y mejorar constantemente sus productos; (d) en el mismo informe se muestra el detector de oportunidades, recomendando potenciar la salubridad, el sabor y el contenido nutricional de los productos de Laive; (e) considerando el perfil digital, Laive debe explotar la preferencia de búsqueda y compra de los usuarios digitales a través de su marketplace <https://ico.com.pe/>; (f) con respecto a la inversión en el mantenimiento y crecimiento del CAPEX, se recomienda que Laive mantenga su constante inversión en bienes de capital, proyectándose en tener mayor producción que vaya de la mano del Plan Nacional de Desarrollo Ganadero 2017 - 2027 y de las políticas de incremento del consumo de leche en el Perú; (g) la integración vertical hacia adelante es una estrategia recomendable para Laive, ya que el encargarse de la logística de distribución de su cadena de suministro le puede

favorecer en costos. Asociado a la recomendación del párrafo anterior, se recomienda a Laive la adquisición de infraestructura tecnológica (propia o arrendada) para potenciar sus sistemas de distribución virtuales como lo viene haciendo.

También; (h) la ampliación de sus centros de acopio y producción, así como maquinaria y equipos, para la dotación de leche en los programas sociales dependientes del Estado Peruano como Qali Warma, más aún ante la suspensión que ha sido implementada por este programa desde el 27 de marzo del 2020, lo que sumado al pedido del 2021 (cuya propuesta se encuentra en revisión) significará un incremento en el pedido de lácteos a nivel nacional, lo que debe aprovechar Laive; (i) si bien es cierto que actualmente Laive viene exportando sus productos a Estados Unidos y otros países del Caribe, su volumen de exportación es muy bajo, siendo superado por Gloria y Nestlé, por lo que la inversión en ampliación de plantas podría derivar en aumento del volumen de sus exportaciones;(j) Laive debe mantener el pasivo en el promedio señalado, lo cual ha sido proyectado dado el comportamiento de Laive en no acogerse al Programa Reactiva Perú, por lo que se infiere que la empresa está utilizando su propia caja para sostenerse en el periodo de la pandemia del coronavirus.

Asimismo, (k) mantener su efectivo o incrementarlo, implica ampliar su margen de ventas, el cual se estima en promedio, en el periodo de proyección, en 1.51% anual, pero de acuerdo a su margen de ventas histórico, este puede incrementarse hasta más del 3% por año, lo cual favorecería al precio de las acciones de Laive; (l) una recomendación que podría generar mayores utilidades, es la de invertir en otros sectores industriales (tomando también en cuenta el Modelo de Markowitz), tal y como lo ha venido realizando su competidor Gloria, para así formar un conglomerado comercial, lo cual le permitiría diversificarse en nuevos

productos y servicios; (m) para que Laive pueda llegar a tener mayor participación en el mercado lácteo, deberá considerar entre sus puntos primordiales, la implementación de campañas de marketing efectivas, la elaboración de nuevos productos, así como el manejo de medios con respecto a las denuncias de INDECOPI; (n) aprovechar los créditos con bancos para invertir en activos fijos a largo plazo.

Finalmente; Laive debe (o) desarrollar un plan de análisis y negociación con los proveedores ganaderos en el corto plazo para lograr mayores beneficios e integraciones; (p) desarrollar un plan de inversión en laboratorios de innovación en procesos y productos para la elaboración de nuevos productos saludables; (q) elaborar un plan de desarrollo de la línea de negocios de derivados de fruta; (r) implementar un plan de promoción intensivo de sus productos con bajo azúcar, desarrollar un plan de elaboración de productos con ingredientes alternativos y su participación en programas nutricionales, en conjunto con organizaciones nacionales e internacionales; así como (s) evaluar la adquisición de empresas productoras de productos orgánicos 0% azúcar como estrategia de integración vertical hacia atrás; (t) desarrollar un plan de internacionalización de la marca; y (u) desarrollar un plan de comunicación de soluciones medio ambientales orientados a la calidad de sus productos.

Capítulo X: Reporte Ejecutivo de Consultoría

Se considera que Laive es capaz de afrontar situaciones de crisis, debido a que cuenta con una sólida estructura organizacional que ha marcado su participación en el mercado; además es importante reconocer que el sector en el que se desempeña presenta una demanda potencial a explotar bastante alta, teniendo en consideración que el consumo per cápita de productos lácteos es el más bajo de la región (87 litros) en relación a lo recomendado por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura – FAO (120 litros per cápita), proyectándose en incrementar la producción de acuerdo al Plan Nacional de Desarrollo Ganadero 2017 - 2027, referente a las políticas de incremento del consumo de leche en el Perú y la tendencia al consumo de productos saludables.

Si bien Laive a lo largo de los años ha sabido mantenerse en el mercado nacional a través de la innovación en su portafolio, esta estrategia trae consigo exigencias que el mercado requiere para la atención de sus necesidades, entre ellas el mejoramiento en la infraestructura, equipos y procesos que permitan ofrecer dichos productos innovadores. Asimismo, en los últimos meses, frente a la crisis sanitaria que enfrenta el mundo, la preocupación de Laive por llevar los productos a la mesa de sus consumidores ha sido latente (considerando que forman parte de la alimentación básica de muchas familias peruanas), por lo que la adopción de estrategias digitales a través del comercio electrónico, ha sido clave y le ha permitido hacer frente al presente contexto.

Respecto al ámbito financiero, Laive presenta una situación estable con una rotación de activos eficiente de 1.23, margen de ventas en promedio del 2%, a pesar de la caída en ventas que sufrió en el 2019, y nivel de apalancamiento del 54% con capital de terceros, lo que resulta de un ROE del 5% que remunera a sus accionistas. El objetivo principal del

business consulting financiero es obtener la valorización de la empresa Laive, para esto se utilizaron dos métodos de valorización: Flujo de Caja Descontado y múltiplos; la selección de los métodos de valoración se basó en el mercado que se desempeña la empresa y la capacidad que tiene de generar valor y flujos de ingresos futuros para asumir nuevos proyectos y responsabilidades financieras.

Los resultados obtenidos para el valor de mercado del patrimonio de la empresa mediante el método del flujo de caja libre descontado al WACC (6.36%) fue de S/ 908,598.67 (miles de soles) y con el flujo de caja del accionista descontado a la tasa K_e (tasa mínima exigida por el accionista 12.37%) fue de S/ 472,429.34 (expresado en miles de soles); lo cual significa que Laive dispone de aproximadamente de mil millones de soles para pagar a sus acreedores, deudas y repartición de dividendos, y de aproximadamente quinientos millones de soles a disponer por los accionistas. A continuación, se presenta un cuadro comparativo de los valores de las acciones de Laive según su clase (A, B y de inversión), siendo la clase B la única que se cotiza en la BVL.

Tabla 1

Rangos de precios de negociación resultante de la valorización de las acciones

Tipo de acción	Precio mínimo de negociación	Precio cotización bursátil	Precio medio de negociación	Precio máximo de negociación
	(PER-mediana)	(BVL) al 31/07/20	(FCA)	(FCL)
Acción clase A	S/ 2.18	Sin cotización	S/ 5.65	S/ 10.86
Acción clase B	S/ 0.33	S/ 0.74	S/ 0.84	S/ 1.62
Acción de Inversión	S/ 0.006	Sin cotización	S/ 0.02	S/ 0.03

Se puede concluir que el valor de cotización bursátil se encuentra infravalorado, pudiendo los inversionistas manejar su rango de negociación para la valorización de las acciones de acuerdo a lo mostrado en la Tabla 1. Cabe señalar que, el precio de la acción bursátil ha decaído en los últimos años, mientras su valor por utilidad básica y diluida se ha incrementado. A partir de estos resultados obtenidos, se sugieren las siguientes recomendaciones para mejorar el valor de su acción en el mercado, por lo cual la dirección deberá orientar sus decisiones a la ejecución de estrategias en torno a los parámetros identificados que influyen en la valorización: El CAPEX, la utilidad neta, el ingreso por ventas y el nivel de efectivo.

Respecto a la inversión en el mantenimiento y crecimiento del CAPEX, se recomienda que Laive mantenga una constante inversión en bienes de capital para incrementar su producción, continuar con la inversión en centros de acopio y producción, laboratorios de innovación en procesos y productos, en maquinaria y equipos necesarios, con el objetivo de cubrir la demanda de leche acumulada (por la pandemia en el 2020 y la solicitada para el 2021), entre ella, la de los programas sociales dependientes del Estado Peruano como Qali Warma.

Respecto a la utilidad neta, esta es dependiente del ingreso por ventas, por lo que se recomienda a Laive ampliar su margen de ventas, el cual se estima en promedio en 2% anual a través de las siguientes estrategias: Diversificar su canal de ventas al mercado internacional, actualmente solo el 1% se dirige al exterior lo que significa que tiene un mercado por impulsar a través de un plan de expansión de la marca; invertir en otros sectores industriales diversificando sus líneas de productos y servicios como una alternativa de evaluación por parte de los accionistas (por ejemplo: productos orgánicos, 0% azúcar); potenciar la imagen de

marca de Laive, dado que en el informe de Marcas 2020 de Arellano Marketing, Laive se encuentra en el segundo lugar de preferencia de marca, resultado que debe ser usado como una oportunidad a fin de establecer un plan de marketing enfocado en potenciar la salubridad, el sabor y el contenido nutricional de sus productos; además, durante esta coyuntura sanitaria se presenta la oportunidad de la preferencia de buscar otras vías digitales de compras alternativas como la de su *marketplace* <https://ico.com.pe/>, posibilidad que brinda la integración vertical hacia adelante, como una estrategia recomendable para Laive, ya que le puede favorecer en costos al encargarse de la logística de distribución de su cadena de suministro.

Con respecto a la caja o efectivo, esta ha disminuido críticamente en el año 2019; pero se espera que aumente progresivamente en un mínimo aproximado de 5% anual, y de aumentar sería beneficioso para Laive porque también aumentaría el precio de las acciones. Cabe señalar que el valor de la caja utilizado para la valorización con el método FCL es el más pequeño de la década pasada, por lo cual es muy probable su incremento y, por lo tanto, el aumento del valor de las acciones de Laive a partir del 2020.

Se proyecta el aumento del valor de las acciones bajo las recomendaciones mencionadas, lo cual posibilita, además que Laive sea partícipe de un mayor porcentaje del mercado y del mantenimiento de su sostenibilidad en el tiempo. Este reporte de valorización sirve como herramienta para la toma de decisiones de la Dirección, y ante posibles requerimientos de compra o venta de las acciones, como referencia de precios a negociar.

Referencias

- Adam, J. (2005). Los métodos de valoración de empresas y su relación con la capacidad de las organizaciones para generar valor. Propuesta para reportar en la información financiera. *Contaduría y Administración*, 217, 11-47.
- Agencia Peruana de Noticias (2019). *Ayacucho: Minagri impulsa incremento de consumo de leche a 96 litros por persona al 2021*. Recuperado de <https://andina.pe/agencia/noticia-ayacucho-minagri-impulsa-incremento-consumo-leche-a-96-litros-persona-al-2021-754183.aspx>
- Aguiar, I. (2014). *Finanzas corporativas en la práctica*. Madrid, España: Delta publicaciones.
- Alanis, I. (2015). Análisis crítico de los métodos de valoración de empresas y su aplicación práctica. *Vinculategica*, 1(1), 1038-1056. Recuperado de <http://www.web.facpya.uanl.mx/Vinculategica/Revistas/1038-1056%20analisis%20critico%20de%20los%20metodos%20de%20valoracion%20de%20empresas%20y%20su%20aplicacion%20practica.pdf>
- Albanese, D., & Milanesi, G. (2016). *Activos intangibles y empresas de base tecnológica: Aspectos legales, contables e impositivos*. Bahía Blanca, Argentina: Editorial de la Universidad Nacional del Sur. Recuperado de http://repositoriodigital.uns.edu.ar/bitstream/123456789/4219/3/Activos_intangibles_y_empresas_de_base_tecnologica.pdf
- Alonso, D. (2014, 24 de junio). Análisis fundamental aplicado [Mensaje en un blog]. Recuperado de <https://gestion.pe/blog/analizandotusinversiones/2014/06/analisis-fundamental-aplicado.html/?ref=gesr>

- Alonso, M. (2010). Valoración por los analistas financieros de la información de las empresas divulgada a través de internet. *Estudios Gerenciales*, 26(114), 169-188. doi: 10.1016/S0123-5923(10)70107-8
- Álvarez, R., García, K. & Borraez, A. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre Económico*, (9)18, 59-83. Recuperado de <https://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/879>
- Andina (2018, 01 de junio). *Producción nacional de leche alcanzará los 2.7 millones de toneladas al año 2021*. Recuperado de <https://andina.pe/agencia/noticia-produccion-nacional-leche-alcanzara-los-27-millones-toneladas-al-ano-2021-711985.aspx>
- Andina (2019, 01 de junio). *Ayacucho: Minagri impulsa incremento de consumo de leche a 96 litros por persona al 2021*. Recuperado de <https://andina.pe/agencia/noticia-ayacucho-minagri-impulsa-incremento-consumo-leche-a-96-litros-persona-al-2021-754183.aspx>
- Aquarius. (2019). *Casos de éxito*. Recuperado de <https://www.sistemasaquarius.com/nosotros/casos-de-exito/>
- Arana, P. & Burneo, K. (in press). Emerging market stock valuation: new evidence from Peru. A ser publicado en *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*.
- Arbaiza, L. (2016). *La administración y la organización en las empresas*. Recuperado de <https://www.esan.edu.pe/conexion/actualidad/2016/05/03/la-administracion-y-organizacion-en-las-empresas/>
- Arellano. (2019a). *En tiempos de octógonos ¿al consumidor peruano le importa tener un consumo saludable?* Recuperado de <https://www.arellano.pe/en-tiempos-de-octogonos-al-consumidor-peruano-le-importa-tener-un-consumo-saludable/>

- Arellano. (2019b). *Los seis Estilos de Vida*. Recuperado de <https://www.arellano.pe/los-seis-estilos-de-vida/>
- Arellano. (2019c). *Hacia un nuevo shopper de lácteos*. Recuperado de <https://www.arellano.pe/hacia-nuevo-shopper-lacteos/>
- Arellano. (2020). *Informe de marcas 2020*. Recuperado de <https://www.arellano.pe/projects/estudio-marcas/>
- Armendáriz, E. (2012). Modelo de valoración de empresas: Un análisis crítico. *Revista Ciencias UNEMI* 7, 74-87.
- Arriaza, S. (2015). Aplicación de metodología para la valorización de empresas con presencia bursátil: Caso práctico “Aes Gener S.A.” *Revista Chilena de Economía y Sociedad*, 9(2), 12-29. Recuperado de <http://search.ebscohost.com.ezproxybib.pucp.edu.pe:2048/login.aspx?direct=true&db=a9h&AN=120988598&lang=es&site=ehost-live>
- Badenes, C. & Ma Santos, J. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. IESE-Universidad de Navarra. Madrid. Recuperado de <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>
- Ballou, R. H. (2004). *Logística administración de la cadena de suministros*. (5ª ed.). México: Pearson Educación.
- Banco de Desarrollo de América Latina (2010). *Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo*. Caracas: CAF
- Banco Central de Reserva del Perú. (2020). *Encuesta de Expectativas Económicas*. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/encuesta-de-expectativas-macroeconomicas.html>

- Banco Central de Reserva del Perú. (2020). *Programa Monetario*. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Presentaciones-Discursos/2020/presentacion-07-2020.pdf>
- Banco Central de Reserva del Perú. (2019). *Reporte de Inflación*. Recuperado de <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2019/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2019.pdf>
- Bernet, M. (2007). El deber de lealtad de los directores y los contratos en conflicto de interés. *Revista Chilena de Derecho Privado*, 8(1), 107-153.
- Bifani, D. (2020). *Valoración Empresarial en Mercados Emergentes*. Recuperado de <https://www.onetonecf.com/es/valorando-empresas-en-mercados-emergentes/>
- Blanco, L. (2009, junio). Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: Proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos. *Revista Universo Contábil*, 5(2), 125-141. doi:10.4270/ruc.2009217
- Block, P. (1999). *Consultoría sin fisuras: Una guía para convertir su experiencia en conocimientos útiles*. Argentina: Editorial Granica.
- Broker de Forex. (2018). *Bolsa y acciones: Comprar acciones de Nestlé*. Recuperado de <https://www.brokerdeforex10.com/nestle/>
- Bustamante, R. (2015). Métodos de valorización de empresas mineras: Un análisis para el caso peruano 2008-2013. *Revista Pensamiento Crítico*, 19(2), 65-92.
- Bolsa de Valores de Lima. (2019a). *Empresas con valores listados*. Recuperado de https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJkVCQzE.html
- Bolsa de Valores de Lima. (2019b). *Glosario de términos*. Recuperado de https://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html

- Caballer, V. & Moya, I. (1998). Valoración bursátil de las empresas agroalimentarias. *Invest. Agr.: Prod. Prot. Veg*, 13(3), 320-325.
- Cámara de Comercio de Lima (2020). Propuestas contra el COVID-19. *Revista La Cámara*, 922, 1-28. Recuperado de https://www.camaralima.org.pe/repositorioaps/0/0/par/edicion922/la_camara%20922_final.pdf
- Campos, M. & Cabrera, R. & Pérez, M. & Laura, B. (2017). Tendencia del mercado y la producción de los productos orgánicos en el Perú. Cuarto Congreso internacional de ingeniería agroindustrial. *Revista de Investigaciones Altoandinas*, 19(4). doi: 10.18271/ria.2017.318
- Caruajulca, M. (2009). El proceso de valorización de empresas. *Revista Ingeniería Industrial*, 27, 169-181. Recuperado de http://revistas.ulima.edu.pe/index.php/Ingenieria_industrial/article/view/629/610
- Castro, G., Alama, E., Navas, J., & López, P. (2009). El papel del capital intelectual en la innovación tecnológica. Una aplicación a las empresas de servicios profesionales de España. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 12(40), 83-109. doi: 10.1016/S1138-5758(09)70043-X
- Centro de Desarrollo Industrial (2019, 08 de octubre). *El informe de competitividad global 2019 por el Foro Económico Mundial [FEM]*. Recuperado de <http://www.cdi.org.pe/informeglobaldecompetitividad/index.html>
- Cevallos, R. (2018, 18 de agosto). Laive lanza nuevo portafolio de leche evaporada a base de 100% de leche de vaca. *La República*. Recuperado de

<https://larepublica.pe/empresa/1301017-laive-lanza-nuevo-portafolio-leche-evaporada-base-100-leche-vaca/>

- Chiavenato, I. (2006). *Introducción a la teoría general de la administración*. México: McGraw-Hill Interamericana.
- Chopra, S. & Meindl, P. (2008) *Administración de la cadena de suministro*. (5ª ed.). México: Pearson Educación.
- Chu M. (2012). *La creación de valor en las finanzas: mitos y paradigmas*. Lima, Perú: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
- CNN.(2020). Minuto a minuto: 2,900 muertos, 80,000 casos y tres nuevos brotes por fuera de China. CNN en español. Recuperado de <https://cnnespanol.cnn.com/2020/02/24/minuto-a-minuto-china-emite-advertencia-de-viaje-a-ee-uu-ante-malos-tratos-por-coronavirus/>
- Codina, A. (2010). Deficiencias en El Uso Del Foda Causas Y Sugerencias. *Revista Ciencias Estratégicas*, 19(25), 89–100.
- Competition Policy International (2017). *Perú: Reglamento de lácteos rompe monopolio Gloria*. Recuperado de <https://www.competitionpolicyinternational.com/peru-estado-empodera-a-productores-de-leche-para-generar-competencia/>
- Copeland, T.; Koller, T; Murrin, J. (2002). *Avaliação de empresas: valuation*. (3ª ed.). São Paulo, SP: Makronbooks
- D'Alessio, F. A. (2008). *El proceso estratégico: Un enfoque de gerencia*. México: Pearson Educación.
- Dairy Sustainability Framework (2019). *Marco de sostenibilidad de los lácteos*. Recuperado de https://translate.googleusercontent.com/translate_c?depth=1&hl=es&prev=search&rurl

=translate.google.com&sl=en&sp=nmt4&u=https://dairysustainabilityframework.org/the-gdaa/programmes-of-the-gdaa/the-dairy-sustainability-framework/&usg=ALkJrhhFOX-jSZ9_wehVtMSaRAyob63TKA

- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. New York, NY: John Wiley.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York, NY: John Wiley and Sons Inc. Recuperado de https://books.google.com.pe/books?id=sLQhYjndgwEC&printsec=frontcover&hl=es&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
- Damodaran, A. (2020). *PE Ratio by Sector (US)*. Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/pedata.html
- Dastgir, M., Khodadadi, V., & Ghayed, M. (2010). Cash flows valuation using capital cash flow methods comparing it with free cash flow method and adjusted present value method in companies listed on Theran stock exchange. *Business Intelligence Journal*, 3(2), 45-58.
- Decreto Supremo N° 017-2017-SA. *Reglamento de la Ley N° 30021, Ley de Promoción de la Alimentación Saludable*. Presidencia de la República (2017). Recuperado de <https://busquedas.elperuano.pe/download/url/decreto-supremo-que-aprueba-el-reglamento-de-la-ley-n-30021-decreto-supremo-n-017-2017-sa-1534348-4>
- Decreto Supremo N° 007-2017-MINAGRI. *Reglamento de la Leche y Productos Lácteos*. Presidencia de la República. (2017). Recuperado de <https://busquedas.elperuano.pe/normaslegales/decreto-supremo-que-aprueba-el-reglamento-de-la-leche-y-prod-decreto-supremo-n-007-2017-minagri-1538908-1/>

- Dobread, R., & Ispas, M. (2017). Comparative analysis of consulting services in five european countries. *Valahian Journal of Economic Studies*, 8(2), 7–16. doi: 10.1515/vjes-2017-0013
- Drucker, P. (1990). The Emerging Theory of Manufacturing. *Harvard Business Review*, 3, 94-102.
- Duarte, J. (2014). ¿Han sido los mercados bursátiles eficientes informacionalmente?. *Apuntes del CENES*, 33(57), 117-146.
- Durand, J. (2019, 29 de abril). *Perú económico en el 2019: Análisis de la economía peruana a abril de 2019*. Recuperado de <http://blog.pucp.edu.pe/blog/competenciayconsumidor/2019/04/29/peru-economico-en-el-2019-analisis-de-la-economia-peruana-a-abril-de-2019/>
- EAFIT. (2017). *¿Qué son las finanzas?*. Recuperado de <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiafinanzas/departamento-finanzas/acerca-del-departamento/Paginas/que-son-las-finanzas.aspx>
- Eguren, F. (2015, abril). Ley de Promoción de la Alimentación Saludable: Un reglamento a medias. *La Revista Agraria*, 2015(172), 6-9.
- El Comercio (2015). *El consumo de productos orgánicos crece entre los peruanos*. Recuperado de http://www.actualidadambiental.pe/wp-content/uploads/2015/03/elcomercio_2015-03-19_p12.pdf
- El Comercio (2018a). *Lácteos: Gloria mantiene liderazgo, a pesar del caso Pura Vida*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/dia-1/lacteos-gloria-mantiene-liderazgo-pesar-caso-pura-vida-noticia-522240-noticia/?ref=ecr>

- El Comercio (2018b). *Laive afronta caída de lácteos con nueva leche 100% de vaca*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/dia-1/laive-afronta-caida-lacteos-nueva-leche-100-vaca-noticia-547504-noticia/?ref=ecr>
- El Comercio (2019a, 7 de junio). *Minagri: Producción agropecuaria de Perú crece 4.3% entre enero y abril*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/peru/produccion-agropecuaria-crece-4-3-enero-abril-mitad-registrado-2018-uva-esparragos-azucar-arandano-noticia-nndc-642764-noticia/?ref=ecr>
- El Comercio (2019b, 21 de noviembre). Gloria: ¿Por qué la coyuntura política no golpea el valor de sus acciones en la Bolsa de Lima?. *El Comercio*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/mercados/gloria-por-que-no-ha-caido-el-valor-de-sus-acciones-en-la-bvl-vito-rodriguez-rodriguez-bolsa-de-valores-de-lima-pura-vida-papel-mercado-bursatil-noticia/>
- Enríquez, A. & Cadena, E. (2019, noviembre). Modelo gerencial basado en la reingeniería. *Revista Dilemas Contemporáneos: Educación, Política y Valores*, 7(50), 1-17. Recuperado de <http://files.dilemascontemporaneoseduccionpoliticayvalores.com/200006225-2d1832d185/EE%2019.11.50%20Modelo%20gerencial%20basado%20en%20la%20reingenier%C3%ADa..pdf>
- Estrada, J. (2016, junio). El pensamiento estratégico como factor crítico de competitividad empresarial. *Revista Líder*, 18(29). Recuperado de <http://ceder.ulagos.cl/lider/images/numeros/29/5.-Estrada.pdf>
- Fabregat, J. (2009). *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Barcelona, España: Profit.

- Fass, N. (2019). Mature analytics improve profit margins. *Strategic Finance*, 9. Recuperado de <https://search-proquest-com.ezproxybib.pucp.edu.pe/docview/2313317853/fulltextPDF/72ABCBC2B9E9477FPQ/1?accountid=28391>
- FEACO (2019). *Survey of the european management consultancy* (2018-2019, 13-14). Recuperado de <http://www.feaco.org/sites/default/files/sitepagefiles/Feaco.Survey%202018-2019.pdf>
- Fernández, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. Florida, Estados Unidos: Academic Press.
- Fernández, P. (2008a). Métodos de valoración de empresas. *IESE Business School*, (771), 1-52.
- Fernández, P. (2008b). Valoración de opciones reales: dificultades, problemas y errores. *IESE Business School*, (760), 1-33.
- Fernández, P. (2013). Valoración de Empresas y Sensatez. doi: 10.2139/ssrn.2202141
- Fernández, P. (2019). Métodos de valoración de empresas. *IESE Business School*, (1), 1-28.
- Figuroa, L., & Santibáñez, F. (2002). *Gobiernos corporativos y directores independientes*. División de estudios. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.
- Financial Times. (2020). *Equities*. Recuperado de <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=NESN:VTX>
- Food and Agriculture Organization of the United Nations (2019). *Peligros para la salud*. Recuperado de <http://www.fao.org/dairy-production-products/products/peligros-para-la-salud/es/>

- Food News Latam (2014). *Laive lanza al mercado Yogurt Griego 0% Grasa*. (2014, 23 de julio). Recuperado de <https://foodnewslatam.com/2917-laive-lanza-al-mercado-yogurt-griego-0-grasa.html>
- García, M., Simo, P., & Sallan, J. (2006). La evolución del capital intelectual y las nuevas corrientes. *Intangible Capital*, 2(3), 277-307.
- García, P. (2013). La valoración de empresas: El método de descuentos de flujo de caja libre (DCF) y su aplicación práctica, *Cont4bl3*, 48, 18-24. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4507539>
- Gestión (2017a). *Productores lácteos desafían a industriales: Nosotros podemos vender leche a mitad de precio*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/productores-lacteos-desafian-industriales-vender-leche-mitad-precio-132503-noticia/?ref=gesr>
- Gestión (2018a). *Promociones empujan mercado de los alimentos envasados hasta US\$ 9,000 millones*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/promociones-empujan-mercado-alimentos-envasados-us-9-000-millones-230456-noticia/>
- Gestión (2018b). *¿Cómo realizar una análisis FODA para una empresa?*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/foda-realizar-analisis-fortalezas-debilidades-oportunidades-amenazas-empresa-matriz-dafo-nnda-244598-noticia/>
- Gestión (2018c). *¿Cómo se encuentra el Perú frente al consumo de leche en América Latina?* Recuperado de <https://gestion.pe/economia/mercados/encuentra-peru-frente-consumo-leche-america-latina-234697-noticia/>
- Gestión (2019a). *INEI: Empleo informal en el país sigue creciendo más que el formal*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/inei-informal-pais-sigue-creciendo-formal-266936-noticia/>

- Gestión (2019b). *Tetra Park: Estamos desarrollando envases que incluirán realidad aumentada*. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/tetra-pak-estamos-desarrollando-envases-que-incluiran-realidad-aumentada-noticia>
- Gestión (2020) *Empresa de lácteos Borden pide protección por bancarrota en EE.UU.*
Recuperado de <https://gestion.pe/economia/empresas/empresa-de-lacteos-borden-pide-proteccion-por-bancarota-en-eeuu-noticia/>
- Gitman, I., & Joehnk, M. (2005). *Fundamentos de inversiones* (8a ed.). Madrid, España: Pearson Educación S.A.
- González, N., Barrionuevo, C., Cárdenas, B., Cárdenas, H., Cabezas, R., & Leyva, M. (2019). Análisis de PESTEL con mapas cognitivos neutrosóficos para determinar los factores que inciden en la sostenibilidad agropecuaria. Caso de estudio llanura Sur – Oriental de la provincia de Pinar del Río. *Neutrosophic Computing and Machine Learning*, 5.
- Grabowski, W., & Stawasz, E. (2017). The role of business consulting in creating knowledge and formulating a strategy of development in polish micro-enterprises. *Journal for East European Management Studies*, 22(3), 374–396. doi: 10.5771/0949-6181-2017-3-374
- Guerrero, M., Medina, A., Nogueira, D., & Soler, R. (2019). Proceso de consultoría organizacional: modelo conceptual. *Revista Venezolana de Gerencia (RVG)*, 24(88), 1272–1289. Recuperado de <http://produccioncientificaluz.org/index.php/rvg/article/view/30181>
- Gutiérrez, M., & Sáez, N. (2019). Valoración de empresa mediante opciones reales: El caso de una empresa retail chileno. *Horizontes Empresariales*, 18(2), 55-79.
- Hagaman, C., & Jensen, A. (1977). Investment Value and Security Analysis. *Financial Analysts Journal*, 33, 63-70. doi: 10.2469/faj.v33.n2.63

- Harvard Business School Press. (2006a). *SWOT Analysis I: Looking outside for threats and opportunities*. HBS No 5528BC-PDF-ENG. Boston, MA: Harvard Business School.
- Harvard Business School Press. (2006b). *SWOT Analysis II: Looking Inside for Strengths and Weaknesses*. HBS No 5535BC-PDF-ENG. Boston, MA: Harvard Business School.
- Heitman, W. (2016). The hidden value in your intangible assets. *Strategic Finance*, 98(1), 32-39.
- Helms, M., & Nixon, J, (2010). Exploring SWOT analysis- Where are we now? *Journal of Strategy and Management*, 215 - 251. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/247630801_Exploring_SWOT_analysis_-_where_are_we_now_A_review_of_academic_research_from_the_last_decade
- Hernández, R. (2014). *Metodología de la Investigación* (6a ed.). México DF: Mcgraw-Hill
- Higuchi, A. (2015). Características de los consumidores de productos orgánicos y expansión de su oferta en Lima. *Apuntes 77*, 42(77), p 76. Recuperado de <http://www.scielo.org.pe/pdf/apuntes/v42n77/a02v42n77.pdf>
- Hill, C. & Jones, G. (2009). *Administración estratégica* (8a ed.). México: Mc GrawHill.
- Hyme, P. (2003). La teoría de los mercados de capitales eficientes.Un examen crítico. *Cuadernos de Economía*, XXII(39), 57-83.
- IEBS (2019). *Finanzas para principiantes I: Diferencia entre finanzas y contabilidad*. Recuperado de <https://www.iebschool.com/blog/finanzas-para-dummies-finanzas/>
- IFRS Foundation (2019). *NIC 33 Ganancias por acción*. NIC 33. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/audit/documentos/niif-2019/NIC%2033%20-%20Ganancias%20por%20Acci%C3%B3n.pdf>

Infor (2015). *Laive SA, empresa líder de alimentos en Perú selecciona la solución de Infor para optimizar sus operaciones de distribución*. Recuperado de <https://www.infor.com/news/5992735>

Inga, C. (2019, 14 de octubre). En tiempos de octógonos; ¿al consumidor peruano le importa tener un consumo saludable? *El Comercio*. Recuperado de <https://elcomercio.pe/economia/dia-1/en-tiempos-de-octogonos-al-consumidor-peruano-le-importa-tener-un-consumo-saludable-noticia/?ref=ecr>

Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual [INDECOPI]. (2019, 20 de setiembre). *Tribunal del Indecopi confirma responsabilidad de Laive S.A. por haber indicado una doble denominación en los empaques de dos productos*. Recuperado de <https://www.indecopi.gob.pe/-/tribunal-del-indecopi-confirma-responsabilidad-de-laive-s-a-por-haber-indicado-una-doble-denominacion-en-los-empaques-de-dos-productos>

Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (2019a). *Estado de la Población Peruana 2019: Día Mundial de la Población: 11 de Julio 2019*. [Boletín]. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1671/libro.pdf

Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (2019b). *Resultado de la Pobreza Monetaria 2018*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/cifras_de_pobreza/exposicion_evolucion-de-pobreza-monetaria-2018.pdf

- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (2019c). *Indicadores de Educación por Departamentos 2008-2018*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/publicaciones_digitales/Est/Lib1680/libro.pdf
- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (2020). *Situación del mercado laboral en Lima Metropolitana*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/02-informe-tecnico-n02_mercado-laboral-nov-dic-2019-ene-2020.pdf
- Jacobs, F. & Chase, R. (2019). *Administración de operaciones: Producción y cadena de suministros*. México: Mc. Graw Hill Education.
- Jaramillo, F. (2009). *Valoración de empresas*. Bogotá, Colombia: Eco Ediciones.
- Javier, E. (2019, 05 de agosto). Valoración de empresas: PER, ebitda, flujo de caja, ventas, capitalización [Mensaje en un blog]. Recuperado de <https://www.rankia.com/blog/bolsa-desde-cero/2535768-valoracion-empresas-per-ebitda-flujo-caja-ventas-capitalizacion>
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2006). *Dirección estratégica (7a ed.)*. Madrid, España: Pearson Education.
- Kantar (2019, 29 de mayo). *Las marcas más elegidas por los peruanos*. Recuperado de <https://www.kantarworldpanel.com/pe/Noticias/las-marcas-m%C3%A1s-elegidas-por-los-peruanos>
- Krajewski, L, Ritzman, L. & Malhotra, M. (2013). *Administración de operaciones: Proceso y cadena de suministros*. México: Pearson Educación.

- Kolbina, O. (2015). SWOT Analysis as a Strategic Planning Tool for Companies in the Food Industry. *Problems of Economic Transition*, 57(9), 74–83. doi: 10.1080/10611991.2014.1088367
- Krishnan, C. & Chen, Y. (2020). The Relationship between Dividend Payout and Price-to-Earnings. *Journal of Accounting & Finance*, 20(2), 111–130.
- Kubr, M. (1997). *La consultoría de empresas: Guía para la profesión* (3a ed.). Ginebra, Suiza: Oficina Internacional del Trabajo. Recuperado de <https://www.pilgroupconsulting.com/wp-content/uploads/2016/09/Laconsultoriadempresas.pdf>
- Labatut, G. (junio, 2005). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). *Técnica Contable*, 676, 1-32.
- Laive. (2015a). *Visión*. Recuperado de <http://laive.com.pe/nuestra-historia/>
- Laive. (2015b). *Misión*. Recuperado de <http://laive.com.pe/nuestra-historia/>
- Laive (2016). *105ª memoria 2016 LAIVE*. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/hhii/ci0011/20160219085701/memoria322015.pdf>
- Laive. (2018). *Estados financieros al 31 de diciembre de 2018 y de 2017 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Recuperado de https://www.bvl.com.pe/jsp/showeff_new.jsp?ano=2018&trimestre=a&rpj=ci0011&razosoci=laive%20s.a&tipoeff=i&tipo1=a&tipo2=i&dsc_correlativo=0000&secuencia=1
- Laive. (2019). *108ª memoria 2018 LAIVE*. Recuperado de https://www.bvl.com.pe/inf_corporativa42500_TEFJVkVCQzE.html
- Lamothe, P., & Méndez, M. (2013). *Opciones reales: Métodos de simulación y valoración*. Ecobook.

- Larios, J. (2009). Capital intelectual: un modelo de medición en las empresas del nuevo milenio. *Criterio Libre*, 7(11), 101-121.
- Leite, M., Mar Bogoni, N., & Hein, N. (2019). Revisitando os determinantes da distribuição de dividendos: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Ambiente Contábil*, 11(1), 58–76. doi: 10.21680/2176-9036.2019v11n1ID14152
- Ley 30021. *Ley de Promoción de la Alimentación Saludable*. Presidencia de la República (2013).
- Lodeiro, F. (2013). *Conceptos, métodos de cálculo y problemas*. Recuperado de <https://www.academiadeinversion.com/valor-intrinseco-accion-concepto-calculo-problemas/>
- Loffredo, J. (2010, abril). *Valorando empresas, descontando flujos*. doi: 10.2139/ssrn.1595749
- López, J. & Ortega, I. (2016, setiembre). Presencia de la expansión internacional en la misión y visión de las principales empresas privadas y estatales de América Latina. *Estudios Gerenciales*, 32(140), 269–277. doi: 10.1016/j.estger.2016.06.005
- López, V., & Nevado, D. (2016). Modelo de control estratégico desde la perspectiva del valor de los intangibles. Método y aplicación. *Innovar*, 26(59), 9-20.
- Luna, A. (2014). *Administración estratégica*, México: Grupo Editorial Patria
- Martines, A. (1999). Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. Rio de Janeiro: ENANPAD
- Martínez, V. (2001). Métodos clásicos de valoración de empresas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 7(3), 49-66.

- Martos, R. (2009). *Cultura corporativa: misión, visión y valores en la gestión estratégica de las empresas del sector de la automoción en España* (Tesis doctoral, Universidad Politécnica de Catalunya, Catalunya, España). Recuperado de <http://hdl.handle.net/2117/94094>
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas* (5a ed.). Madrid, España: Ecobook.
- Mascareñas, J., & Leporati, M. (2010). Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos? Nota Técnica: *Observatorio de Divulgación Financiera* (6), 1-8. Recuperado de https://www.iefweb.org/wp-content/uploads/2019/01/opciones_reales_flujo_caja_descontado.pdf
- Medina, R. (2015). Cultura de resultados: piedra angular del desempeño empresarial. *Factor Delta*. Recuperado de <http://factor-delta.com/ws/?portfolio=cultura-de-resultados-piedra-angular-del-desempeno-empresarial>
- Milla, A. y Martínez, D. (2007). *Valoración de Empresas por Flujos de Caja Descontados*. Valencia, España: Altair consultores.
- Miller, A. (2013). *El rol del directorio en la sustentabilidad de la empresa*. En XII Congreso Argentino de Derecho Societario, VIII Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. Congreso desarrollado en Buenos Aires, Argentina.
- Ministerio de Agricultura (2003). *Plan estratégico de la cadena de productos lácteos. Preliminar*. Recuperado de [https://www.academia.edu/15463732/plan_estrat%
c3%89gico_de_la_cadena_de_productos_l%
c3%81cteos_preliminar_introducci%
c3%b3n_resumen_ejecutivo_primera_p
arte_diagnostico_estrat%
c3%89gico_de_la_cadena_de_productos_lacteos](https://www.academia.edu/15463732/plan_estrat%c3%89gico_de_la_cadena_de_productos_l%c3%81cteos_preliminar_introducci%c3%b3n_resumen_ejecutivo_primera_parte_diagnostico_estrat%c3%89gico_de_la_cadena_de_productos_lacteos)

- Ministerio de Agricultura y Riego (2017). *Estudio de la ganadería lechera en el Perú: Análisis de su estructura, dinámica y propuestas de desarrollo*. Recuperado de <https://www.minagri.gob.pe/portal/analisis-economico/analisis-2018?download=13414:ganaderia-lechera-en-el-peru-2017>
- Ministerio de Economía y Finanzas (2020). *Utilidad por acción*. Recuperado de <https://www.mef.gob.pe/es/contabilidad-publica-sp-6700/388-documentacion/1844-utilidad-por-accion>
- Miyashiro, H. (2017, 03 de octubre). Planificación estratégica de relaciones públicas y la reputación corporativa en el corporate empresarial peruano. *Cultura: Revista de La Asociación de Docentes de La USMP*, 32, 87–113. doi: 10.24265/cultura.2017.v31.05
- Molina, C. (2006). Los directores independientes y el gobierno de las empresas. *Debates IESA*, 11(4), 20-24.
- Moscoso, J., & Botero, S. (2013). Métodos de valoración de nuevos emprendimientos. *Semestre Económico*, 16(33), 237-264.
- Morales, E., Martínez, N., & Carrillo S. (2015). De La Consultoría a La Intervención, Algunas Consideraciones. *Gestión y Estrategia*, 48, 39–55.
- Moyer, C., McGuigan, J. y Kretlow, W. (2004). *Administración financiera contemporánea* (9a ed.). México DF: Cengage Learning.
- Muñoz, J. (2002). *Contabilidad Financiera*. Pearson Educación. Recuperado de <http://www.ebooks7-24.com.ezproxybib.pucp.edu.pe:2048/?il=4793>
- Narváez, A. (2008). Valoración de Empresas por el método de los rendimientos futuros, *Revista de Investigación de la Facultad de Ciencias Administrativas UNMSM* 11(21). Recuperado de

http://sisbib.unmsm.edu.pe/BibVirtual/Publicaciones/administracion/v11_n21/pdf/a05v11n21.pdf

- Narváez, A. (2009). Valoración de empresas: en busca del precio justo. *Contabilidad y Negocios*, 4(7), 23-30.
- Neffa, G. (2018). *El ratio Price-to-earnings: ¿Cómo leerlo y utilizarlo?* Recuperado de <https://www.saladeinversion.com/articulos/el-ratio-price-to-earnings-como-leerlo-y-utilizarlo-948420251/>
- Nielsen. (2013). *Consumo de saludables se sigue afianzando en las compras de los consumidores latinoamericanos*. Recuperado de <https://www.nielsen.com/co/es/insights/article/2014/la-confianza-del-consumidor-online-permanecio-estable-en-lationamerica-en-el-ultimo-trimestre-de-2013/>
- Organización Mundial de la Salud (2019, 04 de junio). *Inocuidad de alimentos*. Recuperado de <https://www.who.int/es/news-room/fact-sheets/detail/food-safety>
- Ortiz, H. (2015). *Análisis financiero aplicado y normas internacionales de información financiera – NIFF*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Otero, E., & Schwarz, M. (2018). Revisión de la literatura de las técnicas y métodos de medición del capital intelectual. *Revista Científica de la UCSA*, 5(1), 41-60. Recuperado de <http://ucsa.edu.py/revista-cientifica/>.
- Pallarés, J. (2008). El beneficio por acción en el marco de las NIIF. *CISS Técnica Contable*, 60(709). Recuperado de http://www.elcriterio.com/seccion_articulos/tecnicacontable_jorgepallares.pdf

- Pardo-Cueva, M., Armas, R., & Higuerey, A. (2018). La influencia del capital intelectual sobre la rentabilidad de las empresas manufactureras ecuatorianas. *Revista Espacios*, 39(51).
- Parra, B. (2013). Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Contexto*, 2(1), 84-100. Recuperado de <http://contexto.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/44/341>
- Pasamón, F. (2020). *El camino de la recuperación de la industria de Consumo*. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/consumer-business/articles/camino-recuperacion-consumo-covid-19.html>
- Peñaherrera, D., Flores, J., Pincay, D., & Vargas, P. (2018, diciembre). Esquema de alineamiento estratégico: Una perspectiva teórica desde la consultoría empresarial y la gerencia aplicada. *Revista Ciencia UNEMI*, 11(28), 41-56. Recuperado de <http://cienciaunemi.unemi.edu.ec/ojs/index.php/cienciaunemi/article/view/826/663>
- Peñaloza, M. (2005). El Mix de Marketing: Una herramienta para servir al cliente. *Actualidad Contable Faces*, 8(10), 71-81. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/257/25701007.pdf>
- Pereyra, M. (2008). *Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales*. Universidad ORT, Uruguay. Recuperado de <https://dspace.ort.edu.uy/bitstream/item/2805/documentodetrabajo41.pdf>
- Perez-Carballo, J. (2017). *La valoración de empresas. El enfoque financiero*. Madrid, España: ESIC Editorial.
- Pérez, J. (1998). *Compitiendo por crear valor*. Recuperado de <https://books.google.es/books?id=GvjQuhI4V4IC&printsec=frontcover&hl=es#v=onepage&q&f=false>

Perú 21 (2019, 10 de abril). *INEI: Pobreza en el Perú disminuyó 1.2% en 2018*. Recuperado de <https://peru21.pe/economia/pobreza-peru-disminuyo-1-2-puntos-2018-inei-nndc-471162-noticia/>

Perulactea. (2013). *Prohíben a industriales peruanos usar leche en polvo para elaborar productos lácteos*. Recuperado de <http://www.perulactea.com/2013/06/27/prohiben-a-industriales-peruanos-usar-leche-en-polvo-para-elaborar-productos-lacteos/>

Perulactea. (2016, 09 de marzo). *Tecnología para mejorar la eficiencia de la producción de lácteos recombinados a partir de leche en polvo*. Recuperado de <http://www.perulactea.com/2016/03/09/tecnologia-para-mejorar-la-eficiencia-de-la-produccion-de-lacteos-recombinados-a-partir-de-leche-en-polvo/>

Perulactea. (2017). *Arequipa, Cajamarca y Lima lideran producción de leche en el país*. Recuperado de <http://www.perulactea.com/2017/06/08/arequipa-cajamarca-y-lima-lideran-produccion-de-leche-en-el-pais/>

Pickton, D. & Wright, S. (1998). What's swot in strategic analysis? *Strategic Change*, 7(2), 101–109.

Pignataro, P. (2013). *Financial modeling and valuation: A practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Ponce, C. (2018). *La investigación e innovación tecnológica en el sector lechero: Un enfoque en las condiciones del trópico americano*. Recuperado de <https://www.engormix.com/ganaderia-leche/articulos/investigacion-innovacion-tecnologica-sector-t40262.htm>

Porter, M. E. (2008). *Las cinco fuerzas competitivas que dan forma a la estrategia*. (3-19). HBS No R0801E-PDF-SPA. Boston, MA: Harvard Business School.

- Ramírez, J. (2009). Procedimiento para la elaboración de un análisis FODA como una herramienta de planeación estratégica en las empresas. *Ciencia Administrativas Universidad Veracruzana*, 54-61. Recuperado de <https://www.uv.mx/iiesca/files/2012/12/herramienta2009-2.pdf>
- Ramírez, S. & Hurtado, M. (2018). *Consultoría Empresarial: Retos, reflexiones y aprendizajes*. Bogotá, Colombia: Ediciones de la U.
- Rankia (2020, 15 de enero). *Tipos de acciones en una sociedad*. Recuperado de <https://www.rankia.pe/blog/analisis-igbv1/4149265-tipos-acciones-sociedad>
- Realp, J. (2009). Valoración de empresas en el contexto de una due diligence: caso práctico mediante el método de descuento de flujos libres de caja y el método de múltiplos comparables. *Revista de contabilidad y dirección*, 8, 191-206.
- Ribeiro, D. & Anson, J. (2007). Análisis de los métodos de valoración utilizados en la práctica: Un estudio con auditores independientes brasileños. *Revista: Universo Contábil*, 3(3), 123-138.
- Ribeiro, F. (2017). Da estratégia clássica à estratégia como prática: uma análise das concepções de estratégia e de estrategistas. *Revista Ibero-Americana de Estratégia (RIAE)*, 16(1), 8–21. doi: 10.5585/riae.v16i1.2409
- Rigail, A., & Jurado, E. (2016) El flujo de caja libre, operativo y del accionista, los elementos creadores de valor. Los value drivers o inductores de valor corporativos. *INNOVA Research Journal*, 1(3), 21-75.
- Rincón, R. (2012). La consultoría de empresas en perspectiva. *Revista Universidad EAFIT*, 32(101), 71-85. Recuperado de <http://publicaciones.eafit.edu.co/index.php/revista-universidad-eafit/article/view/1215>

- Rodrigues da Mota, E., Silva, L., & Soares do Nascimento, V. (2019). A importância da consultoria empresarial na elaboração do planejamento estratégico em empresas de pequeno porte. *Revista Brasileira de Administração Científica*, 10(2), 51–53. doi: 10.6008/CBPC2179-684X.2019.002.0004
- Rodríguez, V., & Aca, J. (2010). El flujo de efectivo descontado como método de valuación de empresas mexicanas en el periodo 2001–2007. *Contaduría y Administración*, 232, 143-172. Recuperado de http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0186-10422010000300008&lng=es&tlng=en
- Rozo, V. (2009). *Contraste entre técnicas tradicionales de inversión y valoración de opciones reales en ambientes de incertidumbre, utilizando el modelo de Black & Scholes y el método binomial*. Recuperado de <http://manglar.uninorte.edu.co/handle/10584/93#page=27>
- RPP. (2017) El mercado de la leche mueve S/ 6,000 millones al año en Perú. recuperado de <https://rpp.pe/economia/economia/el-mercado-de-la-leche-mueve-s-6000-millones-al-ano-en-peru-noticia-1056572>
- Saavedra, M., Morales, A., & Bernal, D. (2012). Valuación integral de empresas en México. *Contaduría Universidad de Antioquía*, 61, 131-159. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/328079928_Valuacion_integral_de_empresas_en_Mexico
- Sainz, J. (2018). *El plan estratégico en la práctica*. Madrid, España: ESIC.
- Sánchez, J. (1977). Criterios de análisis bursátil. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, VI(19), 61-86.

Sánchez, M. (2014). *Administración I*. México, DF: Grupo Editorial Patria.

Sánchez, O. (2014, 3 de febrero). *La Tasa de Crecimiento “g” y su razonabilidad*.

Recuperado de [http://valoracionygestion.blogspot.com/2014/02/la-tasa-de-crecimiento-g-y-](http://valoracionygestion.blogspot.com/2014/02/la-tasa-de-crecimiento-g-y-su.html#:~:text=En%20la%20pr%C3%A1ctica%2C%20con%20esta,entre%20el%201%25%2D3%25.&text=Esta%20f%C3%B3rmula%2C%20quiz%C3%A1%20sea%20m%C3%A1s,fundamental%2C%20como%20es%20el%20ROIC)

[su.html#:~:text=En%20la%20pr%C3%A1ctica%2C%20con%20esta,entre%20el%201%25%2D3%25.&text=Esta%20f%C3%B3rmula%2C%20quiz%C3%A1%20sea%20m%C3%A1s,fundamental%2C%20como%20es%20el%20ROIC](http://valoracionygestion.blogspot.com/2014/02/la-tasa-de-crecimiento-g-y-su.html#:~:text=En%20la%20pr%C3%A1ctica%2C%20con%20esta,entre%20el%201%25%2D3%25.&text=Esta%20f%C3%B3rmula%2C%20quiz%C3%A1%20sea%20m%C3%A1s,fundamental%2C%20como%20es%20el%20ROIC).

Santandreu, P. & Torres, J. (2012). Selección del método de valoración de empresas en función de la empresa y el ciclo económico: El modelo QQC. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 15, 115-132.

Sarli, R. González, S., & Ayres (2015). Análisis FODA. Una herramienta necesaria. *Revista de la Facultad de Odontología*, 9(1), 17-20.

Schmidlin, N. (2014). *The art of company valuation and financial statement analysis: A value investor's guide with real-life case studies*. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons.

Scott-Quinn, B. (2012). *Commercial and investment banking and the international credit and capital markets: A Guide to the global finance industry and its governance*. New York, NY: Palgrave Macmillan.

Serer, G. (2005). El valor de las empresas: métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos) *Técnica Contable*, 57(676), 18-31.

Serrano, G. (2006). *La adopción de tecnologías como estrategia para el mejoramiento de la competitividad en la cadena lechera*. Documento de trabajo presentado en el Taller

sobre Necesidades de formación de recursos humanos e I+D en la industria láctea para el Consejo Nacional Lácteo, Bogotá, Colombia.

Sequeda, P. (2014). *Finanzas corporativas y valoración de empresas*. Bogota, Colombia.

Editorial: Ediciones de la U.

Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *The Journal of economic perspectives*, 17(1), 83-104.

Sierra, Y. (2018, 3 de enero). Perú: ¿qué se espera en el sector ambiental para el 2018?

Mongabay. Recuperado de <https://es.mongabay.com/2018/01/peru-se-espera-sector-ambiental-2018/>

SMV. (2019). *Informe de clasificación de riesgo*. Recuperado de

<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Informe%20ClassMayo2019.pdf>

SMV. (2020). *Información requerida por la CONASEV*. Recuperado de

<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20SMV%202019.pdf>

Sosa, M.C. (2014). *Análisis fundamental para la valoración y la toma de decisiones*. Bogotá:

Alfaomega colombiana.

Speth, C. (2016). *El análisis dafo. Los secretos para fortalecer su negocio*. Recuperado de

[https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=TGHyCwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT6&dq=Speth,+C.+\(2016\).+El+an%C3%A1lisis+dafo.+Los+secretos+para+fortalecer+su+negocio&ots=tdQiu0iXU7&sig=FdIHVplDjx-dSi0Zs3Y08ONr7PM#v=onepage&q&f=false](https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=TGHyCwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT6&dq=Speth,+C.+(2016).+El+an%C3%A1lisis+dafo.+Los+secretos+para+fortalecer+su+negocio&ots=tdQiu0iXU7&sig=FdIHVplDjx-dSi0Zs3Y08ONr7PM#v=onepage&q&f=false)

Stein, G. (2013). Peter Drucker (II) sobre empresa y sociedad. *Cuadernos Empresa y*

Humanismo 74, 20. Recuperado de

<https://www.yumpu.com/es/document/view/14790625/peter-drucker-ii-sobre-empresa-y-sociedad-universidad-de-navarra>

Tamayo, M., & Piñeros, J. (2007). Formas de integración de las empresas. *Ecos de Economía: A Latin American Journal of Applied Economics*, 11(24), 27-45.

Tetra Pak (2019). *Tecnologías de filtración sostenible*. Recuperado de <https://www.tetrapak.com/pe/processing/membrane-filtration/green-technology>

Thompson, S. (1985). El Proceso de Dirección Estratégica. Recuperado de <http://www.agro.unc.edu.ar/~paginafacu/Catedras/Agroneg/Filminas/ProcDirecEstrateFODA.pdf>

Thornton, G. (2015). *Private equity valuations: Best practices and pitfalls*. Recuperado de <https://www.grantthornton.pr/globalassets/1.-member-firms/puerto-rico/advisory-articles/private-equity-valuations---best-practice-and-pitfalls.pdf>

Torres, Z. (2014). *Administración estratégica*. México, DF: Grupo Editorial Patria

Tovar, M. & Muñoz, I. (2018) Metodología para valoración financiera de Pymes colombianas utilizando flujos de efectivo. *Ciencias Sociales y Humanas*, 18(35), 139-162.

Trejo, N., Trejo, E., & Zúñiga, J. (2016). Análisis FODA del sector lácteo: Un estudio de caso. *Revista de Planeación y Control Microfinanciero*, 2(4), 8-22.

Trigoso, M. (2017, 20 de noviembre). Ampliaremos capacidad de plantas de leche UHT y de envasados de yogur. *Gestión*. Recuperado de <https://www.esan.edu.pe/sala-de-prensa/2017/11/23/Entrevista%20-%20Gesti%C3%B3n%20Laive.pdf>

Trigoso, M. (2018, 13 de agosto). Laive alista nueva línea de envasados y una fórmula para Qali Warma. *Gestión*. Recuperado de

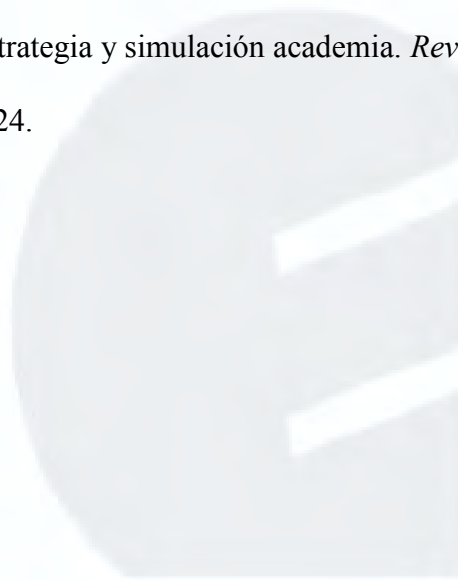
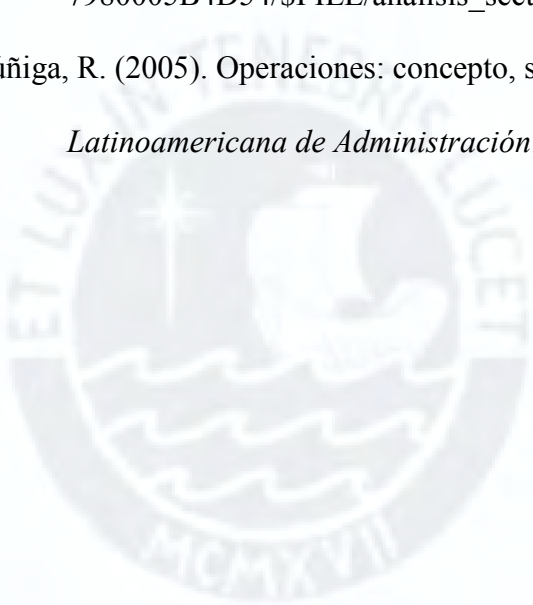
<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Publicacion%20Gestion%20LF%2013Ago2018.pdf>

- Vargas, A. (2013). Valoración económica de empresas mediante la aplicación de flujos descontados, modelos de creación de valor y múltiplos de mercado. *Investigación & Desarrollo*, 13(1), 18-33.
- Vazzano, V. (2015). Métodos de valoración de empresas. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas del Rosario*, (11), 1-11.
- Vélez, I., & Tham, J. (2004). ¿Coincide EVA y utilidad económica (UE) con los métodos de flujo de caja descontado en valoración de empresas?. *Poliantea*, 1(1), 89-108. doi: 10.15765/plnt.v1i1.381
- Vélez - Pareja, I. (2004). Cálculo correcto y sencillo del valor a precios de mercado: Una comparación con otros métodos. doi: 10.2139/ssrn.571381
- Villafañe, J. (2005). La gestión de los intangibles empresariales. *Comunicação e Sociedade*, 8, 101-113
- Villanueva, A. (2007, 3 de julio). Mercados financieros: una aproximación a la Bolsa de Valores de Lima. *Contabilidad y Negocios*, 2(3), 23-33.
- Villegas, E. & Hernández, M. & Salazar, B. (2017). La medición del capital intelectual y su impacto en el rendimiento financiero en empresas del sector industrial en México. *Contaduría y Administración*, 62(1), 184-206
- Wayka (2018). *Los otros monopolios del Perú*. Recuperado de <https://wayka.pe/monopolios-peru/>
- Weihrich, H. (1982). The TOWS Matrix: a Tool for Situational Analysis. *Long Range Planning*, 15(2), 54–66. doi: 10.1016/0024-6301(82)90120-0

Yáñez, J. F. T., & Pazmiño, J. F. (2015). Consideración de los factores o fuerzas externas e internas a tomar en cuenta para el análisis situacional de una empresa. *Revista Publicando*, 2(3), 163-183

Zavala, M. (2010). *Análisis del sector lácteo peruano*. Ministerio de Agricultura y Riego, Lima, Perú. Recuperado de [http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con3_uibd.nsf/07FA140372063F0905257980005B4D54/\\$FILE/analisis_sector_lacteo_peruano.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con3_uibd.nsf/07FA140372063F0905257980005B4D54/$FILE/analisis_sector_lacteo_peruano.pdf)

Zúñiga, R. (2005). Operaciones: concepto, sistema, estrategia y simulación academia. *Revista Latinoamericana de Administración*, 34(1), 1-24.



Apéndice A: Estados de Ganancias y Pérdidas de Laive 2009 – 2019

PARTIDAS CONTABLES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Operacionales											
Venta de Bienes Neta	284.916,00	302.105,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ingresos por Prestacion de Servicios	1.094,00	1.419,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Ingreso de Actividades Ordinarias (Operacionales)	286.010,00	303.524,00	340.740,00	397.722,00	453.279,00	472.346,00	495.043,00	526.124,00	586.774,00	612.275,00	598.671,00
Costo de Ventas	-221.040,00	-244.247,00	-271.855,00	-313.696,00	-354.307,00	-367.395,00	-385.508,00	-410.306,00	-447.494,00	-465.146,00	-464.647,00
Ganancia Bruta	64.970,00	59.277,00	68.885,00	84.026,00	98.972,00	104.951,00	109.535,00	115.818,00	139.280,00	147.129,00	134.024,00
Gasto de Venta y Distribucion	-45.728,00	-38.650,00	-42.848,00	-49.161,00	-58.139,00	-63.964,00	-71.488,00	-72.771,00	-78.355,00	-80.267,00	-80.615,00
Gasto Administrativo	-10.680,00	-12.393,00	-13.494,00	-15.190,00	-17.677,00	-18.026,00	-19.253,00	-22.831,00	-25.791,00	-28.825,00	-30.308,00
Ganancia por Venta de Activos	33,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros Gastos Operativos	-587,00	-486,00	-409,00	-222,00	-430,00	-73,00	-488,00	-1.822,00	-1.460,00	-1.594,00	-3.575,00
Otros Ingresos Operativos	1.980,00	1.884,00	2.421,00	1.974,00	2.397,00	2.148,00	2.411,00	4.464,00	2.048,00	2.196,00	1.375,00
Total de Gastos Operativos	-54.982,00	-49.645,00	-54.330,00	-62.599,00	-73.849,00	-79.915,00	-88.818,00	-92.960,00	-103.558,00	-108.490,00	-113.123,00
EBITDA (Utilidad Operativa)	9.988,00	9.632,00	14.555,00	21.427,00	25.123,00	25.036,00	20.717,00	22.858,00	35.722,00	38.639,00	20.901,00
Depreciacion											
Depreciacion Intangibles											
EBIT	9.988,00	9.632,00	14.555,00	21.427,00	25.123,00	25.036,00	20.717,00	22.858,00	35.722,00	38.639,00	20.901,00
Ingresos Financieros	2.185,00	155,00	154,00	146,00	551,00	897,00	1.166,00	1.419,00	1.443,00	1.200,00	1.240,00
Gastos Financieros	-5.111,00	-2.595,00	-4.377,00	-4.931,00	-5.127,00	-5.621,00	-6.692,00	-8.746,00	-8.762,00	-6.821,00	-8.200,00
Perdida por Instrumentos Financieros Derivados	-122,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Diferencia de Cambio Neto	0,00	350,00	650,00	1.596,00	-3.779,00	-1.731,00	-3.175,00	86,00	601,00	-1.256,00	1.030,00
Total de Gastos Financieros	-3.048,00	-2.090,00	-3.573,00	-3.189,00	-8.355,00	-6.455,00	-8.701,00	-7.241,00	-6.718,00	-6.877,00	-5.930,00
Resultado antes del Impuesto a la Renta	6.940,00	7.542,00	10.982,00	18.238,00	16.768,00	18.581,00	12.016,00	15.617,00	29.004,00	31.762,00	14.971,00
Participacion de los Trabajadores	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Impuesto a la Renta	-2.082,00	-2.262,60	-3.294,60	-5.471,40	-5.030,40	-5.574,30	-3.364,48	-4.372,76	-8.556,18	-9.369,79	-4.416,45
Efecto Tributario sobre Adiciones: Gastos no Deducibles	-167,00	315,00	-460,00	-654,00	-351,00	574,00	403,00	-1.568,00	-498,00	-1.014,00	-97,00
Utilidad Neta	4.691,00	5.594,00	7.227,00	12.113,00	11.387,00	13.581,00	9.055,00	9.676,00	19.950,00	21.378,00	10.458,00

Figura A1. Estado de Ganancias y Pérdidas de Laive 2009 - 2019

Apéndice B: Estados de Situación Financiera de Laive 2009 - 2019

PARTIDAS CONTABLES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo											
Activo Corriente											
Efectivo	1.550,00	119,00	3.089,00	962,00	2.020,00	2.745,00	2.177,00	1.673,00	4.454,00	10.729,00	53,00
Cuentas por cobrar comerciales, neto	46.943,00	44.410,00	51.671,00	53.067,00	51.201,00	56.205,00	57.138,00	57.503,00	62.449,00	72.639,00	71.181,00
Existencias, neto	34.499,00	41.363,00	45.725,00	53.087,00	66.674,00	72.239,00	97.225,00	109.149,00	96.524,00	100.314,00	111.173,00
Activo por impuesto a la ganancia	0,00	514,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros activos no financieros	0,00	0,00	4.184,00	2.944,00	1.754,00	1.737,00	2.031,00	1.510,00	532,00	812,00	1.551,00
Gastos contratados por anticipado	3.878,00	6.232,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6.182,00
Total Activo Corriente	86.870,00	92.638,00	104.669,00	110.060,00	121.649,00	132.926,00	158.571,00	169.835,00	163.959,00	184.494,00	190.140,00
Activo No Corriente											
Inversiones financieras	4,00	4,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros activos financieros	0,00	0,00	5,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Activos no corrientes mantenidos para las ventas	0,00	0,00	0,00	941,00	796,00	796,00	796,00	686,00	22,00	22,00	22,00
Activos por derecho en uso	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	64.404,00
Cuentas por cobrar comerciales	0,00	0,00	2.141,00	2.550,00	1.856,00	1.302,00	643,00	163,00	33,00	18,00	4,00
Otras cuentas por cobrar	0,00	0,00	0,00	166,00	38,00	96,00	0,00	0,00	0,00	163,00	83,00
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	78.571,00	119.448,00	133.075,00	138.881,00	144.578,00	155.440,00	206.211,00	211.064,00	210.235,00	224.056,00	214.732,00
Activos intangibles, neto	1.448,00	1.003,00	8.424,00	7.996,00	8.269,00	8.366,00	8.402,00	8.792,00	9.895,00	13.458,00	17.499,00
Total Activo No Corriente	80.023,00	120.455,00	143.645,00	150.534,00	155.537,00	166.000,00	216.052,00	220.705,00	220.185,00	237.717,00	296.744,00
Total Activo	166.893,00	213.093,00	248.314,00	260.594,00	277.186,00	298.926,00	374.623,00	390.540,00	384.144,00	422.211,00	486.884,00
Pasivo y Patrimonio Neto											
Pasivo Corriente											
Sobregiros bancarios	1.593,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros pasivos financieros	0,00	0,00	28.973,00	27.211,00	14.737,00	16.090,00	18.931,00	23.340,00	14.443,00	16.046,00	54.127,00
Obligaciones financieras	19.562,00	24.151,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cuentas por Pagar	36.076,00	44.365,00	50.677,00	57.069,00	64.786,00	74.058,00	100.302,00	109.612,00	96.480,00	103.536,00	109.806,00
Ingresos diferidos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	80,00	5,00	0,00
Pasivo por impuesto a las ganancias	0,00	0,00	1.193,00	1.085,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.647,00	952,00	0,00
Pasivo por arrendamiento por derecho en uso	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4.936,00
Provisión por beneficios a los empleados/litigios	0,00	2.300,00	3.384,00	3.968,00	4.291,00	4.552,00	4.183,00	6.346,00	5.799,00	8.162,00	5.815,00
Total Pasivo Corriente	57.231,00	70.816,00	84.227,00	89.333,00	83.814,00	94.700,00	123.416,00	139.298,00	118.449,00	128.701,00	174.684,00

PARTIDAS CONTABLES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pasivo No Corriente											
Obligaciones financieras	15.259,00	16.616,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros pasivos financieros	0,00	0,00	22.662,00	18.217,00	32.215,00	33.341,00	43.232,00	34.995,00	31.599,00	47.136,00	40.800,00
Pasivo por impuesto a la renta y participación de los t	5.971,00	14.245,00	17.225,00	18.363,00	18.742,00	16.919,00	25.005,00	28.262,00	27.646,00	27.846,00	29.577,00
Pasivo por arrendamiento por derecho en uso	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	19.209,00
Otras cuentas por pagar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.314,00	194,00	0,00
Provisiones	0,00	1.264,00	1.264,00	1.264,00	1.264,00	1.264,00	1.606,00	2.064,00	2.188,00	0,00	0,00
Total Pasivo No corriente	21.230,00	32.125,00	41.151,00	37.844,00	52.221,00	51.524,00	69.843,00	65.321,00	62.747,00	75.176,00	89.586,00
Total Pasivo	78.461,00	102.941,00	125.378,00	127.177,00	136.035,00	146.224,00	193.259,00	204.619,00	181.196,00	203.877,00	264.270,00
Patrimonio Neto											
Acciones comunes	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00
Total Acciones Comunes	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00
Acciones de inversión	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00
Total Acciones de Inversión	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00
Acciones propias de cartera	0,00	0,00	0,00	-22,00	-22,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Capital Emitido	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.590,00	72.590,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00
Reserva legal	2.558,00	3.026,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Utilidad Neta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Transferencia	468,00	442,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendos en efectivo declarados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otro resultado integrales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Reserva Legal	3.026,00	3.468,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Saldo al año anterior	8.571,00	13.094,00	16.785,00	21.651,00	30.964,00	37.559,00	46.341,00	49.869,00	56.005,00	71.037,00	84.285,00
Utilidad Neta	4.691,00	5.594,00	7.227,00	12.113,00	11.387,00	13.581,00	9.055,00	9.676,00	19.950,00	21.378,00	10.458,00
Otros				-148,00	-7,00	-528,00	131,00				253,00
Transferencia a reserva legal	-468,00	-442,00	-900,00	-1.190,00	-1.139,00	-1.358,00	-906,00	-967,00	-1.995,00	-2.138,00	-424,00
Dividendos en efectivo declarados		-1.461,00	-1.461,00	-1.462,00	-3.653,00	-3.434,00	-4.093,00	-2.704,00	-2.923,00	-5.992,00	-6.431,00
Total Resultados Acumulados	12.794,00	16.785,00	21.651,00	30.964,00	37.559,00	46.341,00	49.869,00	56.005,00	71.037,00	84.285,00	88.141,00
Otras reservas de patrimonio		7.019,00	20.755,00	28.673,00	29.863,00	31.002,00	33.749,00	58.883,00	57.304,00	59.299,00	61.437,00
Transferencia	0,00	0,00	900,00	1.190,00	1.139,00	1.358,00	906,00	967,00	1.995,00	2.138,00	424,00
Dividendos en efectivo declarados		0,00									
Otro resultado integral		10.268,00	7.018,00			1.389,00	24.228,00	-2.546,00			
Total de Otras Reservas de Patrimonio	0,00	17.287,00	28.673,00	29.863,00	31.002,00	33.749,00	58.883,00	57.304,00	59.299,00	61.437,00	61.861,00
Total Patrimonio Neto	88.432,00	110.152,00	122.936,00	133.417,00	141.151,00	152.702,00	181.364,00	185.921,00	202.948,00	218.334,00	222.614,00
Total Pasivo y Patrimonio Neto	166.893,00	213.093,00	248.314,00	260.594,00	277.186,00	298.926,00	374.623,00	390.540,00	384.144,00	422.211,00	486.884,00

Figura B1. Estado de Situación Financiera de Laive 2009 - 2019

Apéndice C: Estructura FCL de Laive 2009 - 2019

PARTIDAS CONTABLES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	286010,00	303524,00	340740,00	397722,00	453279,00	472346,00	495043,00	526124,00	586774,00	612275,00	598671,00
Costo de ventas	-221040,00	-244247,00	-271855,00	-313696,00	-354307,00	-367395,00	-385508,00	-410306,00	-447494,00	-465146,00	-464647,00
Margen bruto	64970,00	59277,00	68885,00	84026,00	98972,00	104951,00	109535,00	115818,00	139280,00	147129,00	134024,00
Gastos de Ventas	-45728,00	-38650,00	-42848,00	-49161,00	-58139,00	-63964,00	-71488,00	-72771,00	-78355,00	-80267,00	-80615,00
Gastos de Administracion	-10680,00	-12393,00	-13494,00	-15190,00	-17677,00	-18026,00	-19253,00	-22831,00	-25791,00	-28825,00	-30308,00
Otros Gastos Operativos	-587,00	-486,00	-409,00	-222,00	-430,00	-73,00	-488,00	-1822,00	-1460,00	-1594,00	-3575,00
Otros Ingresos Operativos	1980,00	1884,00	2421,00	1974,00	2397,00	2148,00	2411,00	4464,00	2048,00	2196,00	1375,00
Total de Gastos Operativos	-55015,00	-49645,00	-54330,00	-62599,00	-73849,00	-79915,00	-88818,00	-92960,00	-103558,00	-108490,00	-113123,00
EBITDA	9955,00	9632,00	14555,00	21427,00	25123,00	25036,00	20717,00	22858,00	35722,00	38639,00	20901,00
Depreciación											
Depreciacion intangibles											
EBIT	9955,00	9632,00	14555,00	21427,00	25123,00	25036,00	20717,00	22858,00	35722,00	38639,00	20901,00
Impuesto a la Renta	-2986,50	-2889,60	-4366,50	-6428,10	-7536,90	-7510,80	-5800,76	-6400,24	-10537,99	-11398,51	-6165,80
Depreciacion intangibles											
Depreciación											
NOPAT	6968,50	6742,40	10188,50	14998,90	17586,10	17525,20	14916,24	16457,76	25184,01	27240,50	14735,21
Capex (largo plazo)	-1597	40877	13627	5806	5697	10862	50771	4853	-829	13821	-9324
FCL	5371,50	47619,40	23815,50	20804,90	23283,10	28387,20	65687,24	21310,76	24355,01	41061,50	5411,21
Ingresos Financieros	2185,00	155,00	154,00	146,00	551,00	897,00	1166,00	1419,00	1443,00	1200,00	1240,00
Gastos Financieros	-5111,00	-2595,00	-4377,00	-4931,00	-5127,00	-5621,00	-6692,00	-8746,00	-8762,00	-6821,00	-8200,00
Perdida por Instrumentos Financieros	-122,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Diferencia de Cambio Neto	0,00	350,00	650,00	1596,00	-3779,00	-1731,00	-3175,00	86,00	601,00	-1256,00	1030,00
Total de Gastos Financieros	-3048,00	-2090,00	-3573,00	-3189,00	-8355,00	-6455,00	-8701,00	-7241,00	-6718,00	-6877,00	-5930,00
Escudo Fiscal	914,40	627,00	1071,90	956,70	2506,50	1936,50	2436,28	2027,48	1981,81	2028,72	1749,35
FCA	3237,90	46156,40	21314,40	18572,60	17434,60	23868,70	59422,52	16097,24	19618,82	36213,21	1230,56

Figura C1. Estructura de FCL de Laive 2009 - 2019

Apéndice D: Resultado de Variaciones de Laive 2009 - 2019

PARTIDAS CONTABLES	Var 10/09	Var 11/10	Var 12/11	Var 13/12	Var 14/13	Var 15/14	Var 16/15	Var 17/16	Var 18/17	Var 19/18
Total Ingreso de Actividades Ordinarias (Operacionales)	6,12%	12,26%	16,72%	13,97%	4,21%	4,81%	6,28%	11,53%	4,35%	-2,22%
Costo de Ventas	77,28%	80,47%	79,78%	78,87%	78,17%	77,78%	77,87%	77,99%	76,26%	75,97%
Ganancia Bruta	-8,76%	16,21%	21,98%	17,79%	6,04%	4,37%	5,74%	20,26%	5,64%	-8,91%
Gasto de Venta y Distribucion	-15,48%	10,86%	14,73%	18,26%	10,02%	11,76%	1,79%	7,67%	2,44%	0,43%
Gasto Administrativo	16,04%	8,88%	12,57%	16,37%	1,97%	6,81%	18,58%	12,96%	11,76%	5,14%
Otros Gastos Operativos	-17,21%	-15,84%	-45,72%	93,69%	-83,02%	568,49%	273,36%	-19,87%	9,18%	124,28%
Otros Ingresos Operativos	-4,85%	28,50%	-18,46%	21,43%	-10,39%	12,24%	85,15%	-54,12%	7,23%	-37,39%
Total de Gastos Operativos	-9,71%	9,44%	15,22%	17,97%	8,21%	11,14%	4,66%	11,40%	4,76%	4,27%
EBITDA (Utilidad Operativa)	-3,56%	51,11%	47,21%	17,25%	-0,35%	-17,25%	10,33%	56,28%	8,17%	-45,91%
Ingresos Financieros	-92,91%	-0,65%	-5,19%	277,40%	62,79%	29,99%	21,70%	1,69%	-16,84%	3,33%
Gastos Financieros	-49,23%	68,67%	12,66%	3,97%	9,64%	19,05%	30,69%	0,18%	-22,15%	20,22%
Total de Gastos Financieros	-31,43%	70,96%	-10,75%	161,99%	-22,74%	34,79%	-16,78%	-7,22%	2,37%	-13,77%
Resultado antes del Impuesto a la Renta	8,67%	45,61%	66,07%	-8,06%	10,81%	-35,33%	29,97%	85,72%	9,51%	-52,87%
Participacion de los Trabajadores	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Impuesto a la Renta	-30,00%	-30,00%	-30,00%	-30,00%	-30,00%	-30,00%	-28,00%	-28,00%	-29,50%	-29,50%
Efecto Tributario sobre Adiciones: Gastos no Deducibles	-2,41%	4,18%	-4,19%	-3,59%	-2,09%	3,09%	3,35%	-10,04%	-1,72%	-3,19%
Utilidad Neta	19,25%	29,19%	67,61%	-5,99%	19,27%	-33,33%	6,86%	106,18%	7,16%	-51,08%

Figura D1. Resultados de Variaciones del Estado de Pérdidas y Ganancias de Laive 2009 – 2019

PARTIDAS CONTABLES	Var 10/09	Var 11/10	Var 12/11	Var 13/12	Var 14/13	Var 15/14	Var 16/15	Var 17/16	Var 18/17	Var 19/18
Activo										
Activo Corriente										
Total Activo Corriente	6,64%	12,99%	5,15%	10,53%	9,27%	19,29%	7,10%	-3,46%	12,52%	3,06%
Activo No Corriente										
Total Activo No Corriente	50,53%	19,25%	4,80%	3,32%	6,73%	30,15%	2,15%	-0,24%	7,96%	24,83%
Total Activo	27,68%	16,53%	4,95%	6,37%	7,84%	25,32%	4,25%	-1,64%	9,91%	15,32%
Pasivo Corriente										
Total Pasivo Corriente	23,74%	18,94%	6,06%	-6,18%	12,99%	30,32%	12,87%	-14,97%	8,66%	35,73%
Pasivo No Corriente										
Total Pasivo No corriente	51,32%	28,10%	-8,04%	37,99%	-1,33%	35,55%	-6,47%	-3,94%	19,81%	19,17%
Total Pasivo	31,20%	21,80%	1,43%	6,97%	7,49%	32,17%	5,88%	-11,45%	12,52%	29,62%
Total Patrimonio Neto	24,56%	11,61%	8,53%	5,80%	8,18%	18,77%	2,51%	9,16%	7,58%	1,96%
Total Pasivo y Patrimonio Neto	27,68%	16,53%	4,95%	6,37%	7,84%	25,32%	4,25%	-1,64%	9,91%	15,32%

Figura D2. Resultados de Variaciones del Estado de Situación Financiera de Laive 2009 – 2019

Apéndice E: Resultado de Técnicas de Variación de Laive 2009 – 2019

PARTIDAS CONTABLES	Media Aritmética	Media Geométrica	Suavización exponencial simple (SES)	Crecimiento final
INGRESO POR VENTAS	7.80%	—	2.23%	2.23%
COSTO VENTAS	78.05%	78.03%	76.48%	76.48%
GANANCIA BRUTA	28.17%	28.08%	30.61%	30.61%
GASTO DE VENTAS Y DISTRIBUCION	6.25%	—	2.63%	0.00%
GASTOS DE ADMINISTRACION	11.11%	9.46%	8.75%	0.00%
GANANCIA POR VENTA DE ACTIVOS	—	—	—	0.00%
OTROS INGRESOS OPERATIVOS	2.93%	—	-17.96%	0.00%
OTROS GASTOS OPERATIVOS	88.73%	—	96.01%	0.00%
TOTAL DE GASTOS OPERATIVOS	7.74%	—	5.73%	0.00%
DEPRECIACION / AMORTIZACION IME	—	—	0.00%	0.00%
DEPRECIACION / AMORTIZACION INTANGIBLES	—	—	0.00%	0.00%
EBITDA	12.33%	—	-13.36%	-13.36%
INGRESOS FINANCIEROS	28.13%	—	3.00%	3.00%
GASTOS FINANCIEROS	9.37%	—	7.42%	0.00%
PÉRDIDA POR INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVAD	—	—	—	0.00%
DIFERENCIA DE CAMBIO NETO	—	—	—	0.00%
TOTAL DE GASTOS FINANCIEROS	16.74%	—	-6.18%	-6.18%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	16.01%	—	-12.11%	-12.11%
PARTICIPACION DE LOS TRABAJADORES	0.00%	—	0.00%	0.00%
IMPUESTO A LA RENTA	-29.50%	—	-29.22%	29.50%
EFFECTO TRIBUTARIO SOBRE ADICIONES: GASTOS NO DEDUCIBLES	-1.66%	—	-3.05%	0.00%
UTILIDAD NETA	16.51%	—	-10.50%	-10.50%

Figura E1. Resultados de Técnicas de Variación del Estado de Pérdidas y Ganancias de Laive 2009-2019

PARTIDAS CONTABLES	Media aritmética	Media geométrica	Suavización exponencial simple (SES)	Crecimiento final
ACTIVO				
ACTIVO CORRIENTE				
Efectivo	264.43%	—	10.09%	0.00%
Cuentas por cobrar comerciales, neto	4.42%	—	5.29%	4.42%
Otras cuentas por cobrar	—	—	—	0.00%
Existencias, neto	13.05%	—	7.23%	4.00%
Activo por impuesto a la ganancia	—	—	—	0.00%
Otros activos no financieros	—	—	—	0.00%
Gastos contratados por anticipado	—	—	—	0.00%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	8.31%	—	5.55%	0.00%
ACTIVO NO CORRIENTE				
Inversiones financieras	—	—	—	0.00%
Otros activos financieros	—	—	—	0.00%
Activos no corrientes mantenidos para la ven	—	—	—	0.00%
Activos por derecho en uso	—	—	—	0.00%
Cuentas por cobrar comerciales	—	—	—	4.00%
Otras cuentas por cobrar	—	—	—	0.00%
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	35.98%	35.73%	36.93%	35.00%
Activos intangibles, neto	1.62%	1.40%	1.95%	1.40%
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	14.95%	—	15.69%	0.00%
TOTAL ACTIVO	11.65%	—	11.24%	0.00%

PASIVO Y PATRIMONIO NETO				
PASIVO CORRIENTE				
Subrogar bancarias	—	—	—	0.00%
Otras parivar financieras	—	—	—	15.00%
Obligaciones financieras	—	—	—	0.00%
Cuentas por pagar comerciales	13.89%	—	5.56%	0.00%
Cuentas por pagar a parte relacionada	131.94%	—	-8.49%	0.00%
Otras cuentas por pagar	—	—	—	0.00%
Ingresos diferidos	—	—	—	0.00%
Pariva por impuesto a las ganancias	—	—	—	0.00%
Pariva por arrendamiento por derecho en uso	—	—	—	10.00%
Provisión por beneficiar a los empleados/litigar	—	—	—	0.00%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	12.82%	—	20.15%	0.00%
PASIVO NO CORRIENTE				
Obligaciones financieras	—	—	—	0.00%
Otras parivar financieras	—	—	—	15.00%
Pariva por impuesto a la renta y participación de los trabajadores diferida	22.40%	—	5.39%	0.00%
Pariva por arrendamiento por derecho en uso	—	—	—	10.00%
Otras cuentas por pagar	—	—	—	0.00%
Provisiones	—	—	—	0.00%
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	17.22%	—	15.10%	0.00%
TOTAL PASIVO	13.76%	—	18.13%	0.00%
PATRIMONIO NETO				
Total Capital Emitido	0.00%	—	0.00%	0.00%
Total reserva legal	—	—	—	0.00%
Saldo al año anterior	—	—	0.00%	0.00%
Utilidad Neta	16.51%	—	-10.50%	0.00%
Otras	—	—	—	0.00%
Transferencia a reserva legal	10.02%	9.96%	9.99%	9.99%
Dividendos en efectivo declarados	23.16%	—	25.51%	23.00%
Total resultados acumulados	21.79%	18.28%	12.10%	0.00%
Otras reservas de patrimonio	—	—	—	0.00%
Transferencia	—	—	—	0.00%
Dividendos en efectivo declarados	—	—	—	0.00%
Otros resultados integrales	—	—	—	0.00%
Total de otras reservas de patrimonio	—	—	—	0.00%
TOTAL PATRIMONIO NETO	9.87%	7.71%	5.02%	0.00%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	11.65%	—	11.24%	0.00%

Figura E2. Resultados de Técnicas de Variación del Estado de Situación Financiera de Laive 2009-2019

Apéndice F: Proyección de los Estados Financieros Laive 2020 – 2029

PARTIDAS CONTABLES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos Operacionales										
Venta de Bienes Neta										
Ingresos por Prestacion de Servicios										
Total Ingreso de Actividades Ordinarias (Operacionales)	612.016,51	625.659,51	639.606,65	653.864,69	668.440,57	683.341,37	698.574,34	719.532,89	755.510,89	793.287,87
Costo de Ventas	-468.062,98	-478.496,99	-489.163,59	-500.067,97	-511.215,43	-522.611,39	-534.261,38	-550.290,24	-577.805,79	-606.697,17
Ganancia Bruta	143.953,53	147.162,52	150.443,05	153.796,71	157.225,13	160.729,98	164.312,95	169.242,65	177.705,11	186.590,70
Gasto de Venta y Distribucion	-80.615,00	-80.615,00	-80.615,00	-80.615,00	-80.615,00	-80.615,00	-80.615,00	-80.615,00	-80.615,00	-80.615,00
Gasto Administrativo	-30.308,00	-30.308,00	-30.308,00	-30.308,00	-30.308,00	-30.308,00	-30.308,00	-30.308,00	-30.308,00	-30.308,00
Ganancia por Venta de Activos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros Gastos Operativos	-3.575,00	-3.575,00	-3.575,00	-3.575,00	-3.575,00	-3.575,00	-3.575,00	-3.575,00	-3.575,00	-3.575,00
Otros Ingresos Operativos	1.375,00	1.375,00	1.375,00	1.375,00	1.375,00	1.375,00	1.375,00	1.375,00	1.375,00	1.375,00
Total de Gastos Operativos	-113.123,00	-113.123,00	-113.123,00	-113.123,00	-113.123,00	-113.123,00	-113.123,00	-113.123,00	-113.123,00	-113.123,00
EBITDA (Utilidad Operativa)	30.830,53	34.039,52	37.320,05	40.673,71	44.102,13	47.606,98	51.189,95	56.119,65	64.582,11	73.467,70
Depreciacion	-21.420,58	-21.898,07	-23.025,79	-23.539,11	-24.063,86	-24.600,25	-25.847,22	-26.622,71	-27.953,90	-29.351,65
Depreciacion Intangibles	-1.774,34	-1.799,12	-1.824,25	-1.849,73	-1.875,56	-1.901,76	-1.928,32	-1.955,25	-1.982,56	-2.010,25
EBIT	7.635,61	10.342,33	12.470,01	15.284,88	18.162,71	21.104,97	23.414,41	27.541,70	34.645,64	42.105,80
Ingresos Financieros	1.277,17	1.315,45	1.354,88	1.395,49	1.437,32	1.480,40	1.524,78	1.570,48	1.617,56	1.666,04
Gastos Financieros	-8.200,00	-8.200,00	-8.200,00	-8.200,00	-8.200,00	-8.200,00	-8.200,00	-8.200,00	-8.200,00	-8.200,00
Perdida por Instrumentos Financieros Derivados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Diferencia de Cambio Neto	1.030,00	1.030,00	1.030,00	1.030,00	1.030,00	1.030,00	1.030,00	1.030,00	1.030,00	1.030,00
Total de Gastos Financieros	-5.892,83	-5.854,55	-5.815,12	-5.774,51	-5.732,68	-5.689,60	-5.645,22	-5.599,52	-5.552,44	-5.503,96
Resultado antes del Impuesto a la Renta	1.742,78	4.487,78	6.654,89	9.510,37	12.430,03	15.415,38	17.769,19	21.942,18	29.093,20	36.601,84
Participacion de los Trabajadores	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Impuesto a la Renta	-514,12	-1.323,90	-1.963,19	-2.805,56	-3.666,86	-4.547,54	-5.241,91	-6.472,94	-8.582,49	-10.797,54
Efecto Tributario sobre Adiciones: Gastos no Deducibles	-97,00	-97,00	-97,00	-97,00	-97,00	-97,00	-97,00	-97,00	-97,00	-97,00
Utilidad Neta	1.131,66	3.066,89	4.594,70	6.607,81	8.666,17	10.770,84	12.430,28	15.372,24	20.413,71	25.707,30

Figura F1. Proyección de los Estados Financieros del Estado de Pérdidas y Ganancias de Laive 2020- 2029

PARTIDAS CONTABLES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Activo										
Activo Corriente										
Efectivo	10.676,34	19.552,36	25.497,62	22.047,31	19.913,48	19.122,50	12.336,22	12.355,15	10.516,14	11.896,92
Cuentas por cobrar comerciales, neto	69.350,57	70.896,52	72.476,94	74.092,59	75.744,25	77.432,73	79.158,85	81.533,77	85.610,61	89.891,30
Existencias, neto	107.708,16	110.109,18	112.563,72	115.072,98	117.638,17	120.260,55	122.941,38	126.629,86	132.961,59	139.609,92
Activo por impuesto a la ganancia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros activos no financieros	1.551,00	1.551,00	1.551,00	1.551,00	1.551,00	1.551,00	1.551,00	1.551,00	1.551,00	1.551,00
Gastos contratados por anticipado	6.182,00	6.182,00	6.182,00	6.182,00	6.182,00	6.182,00	6.182,00	6.182,00	6.182,00	6.182,00
Total Activo Corriente	195.468,06	208.291,06	218.271,28	218.945,88	221.028,91	224.548,78	222.169,46	228.251,78	236.821,34	249.131,15
Activo No Corriente										
Inversiones financieras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros activos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Activos no corrientes mantenidos para las ventas	22,00	22,00	22,00	22,00	22,00	22,00	22,00	22,00	22,00	22,00
Activos por derecho en uso	79.212,79	83.773,99	90.319,80	92.165,32	94.126,65	96.210,24	98.421,09	100.177,66	100.472,17	110.578,51
Cuentas por cobrar comerciales	4,16	4,33	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Otras cuentas por cobrar	83,00	83,00	83,00	83,00	83,00	83,00	83,00	83,00	83,00	83,00
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	212.511,22	218.980,72	230.257,91	235.391,07	240.638,59	246.002,49	258.472,24	266.227,06	279.539,02	283.695,03
Activos intangibles, neto	17.743,40	17.991,22	18.242,50	18.497,29	18.755,63	19.017,59	19.283,20	19.552,53	19.825,61	20.102,51
Total Activo No Corriente	309.576,57	320.855,25	338.929,71	346.163,17	353.630,37	361.339,81	376.286,02	386.066,75	399.946,30	414.485,55
Total Activo	505.044,64	529.146,31	557.200,99	565.109,05	574.659,28	585.888,60	598.455,49	614.318,53	636.767,63	663.616,70
Pasivo y Patrimonio Neto										
Pasivo Corriente										
Sobregiros bancarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros pasivos financieros	62.246,05	71.582,96	82.320,40	82.320,40	82.320,40	82.320,40	82.320,40	82.320,40	82.320,40	82.320,40
Obligaciones financieras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cuentas por Pagar	110.188,71	112.645,02	115.156,10	117.723,14	120.347,41	123.030,18	125.772,76	129.546,18	136.023,73	142.825,18
Ingresos diferidos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pasivo por impuesto a las ganancias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pasivo por arrendamiento por derecho en uso	5.429,60	5.972,56	6.569,82	6.569,82	6.569,82	6.569,82	6.569,82	6.569,82	6.569,82	6.569,82
Provisión por beneficios a los empleados/litigios	5.815,00	5.815,00	5.815,00	5.815,00	5.815,00	5.815,00	5.815,00	5.815,00	5.815,00	5.815,00
Total Pasivo Corriente	183.679,36	196.015,54	209.861,31	212.428,36	215.052,63	217.735,40	220.477,98	224.251,40	230.728,95	237.530,40

PARTIDAS CONTABLES	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Pasivo No Corriente										
Obligaciones financieras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros pasivos financieros	46.920,00	53.958,00	62.051,70	62.051,70	62.051,70	62.051,70	62.051,70	62.051,70	62.051,70	62.051,70
Pasivo por impuesto a la renta y participación de los t	29.577,00	29.577,00	29.577,00	29.577,00	29.577,00	29.577,00	29.577,00	29.577,00	29.577,00	29.577,00
Pasivo por arrendamiento por derecho en uso	21.129,90	23.242,89	25.567,18	25.567,18	25.567,18	25.567,18	25.567,18	25.567,18	25.567,18	25.567,18
Otras cuentas por pagar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Pasivo No corriente	97.626,90	106.777,89	117.195,88	117.195,88	117.195,88	117.195,88	117.195,88	117.195,88	117.195,88	117.195,88
Total Pasivo	281.306,26	302.793,43	327.057,19	329.624,24	332.248,51	334.931,28	337.673,86	341.447,28	347.924,83	354.726,27
Patrimonio Neto										
Acciones comunes	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00
Total Acciones Comunes	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00	72.426,00
Acciones de inversión	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00
Total Acciones de Inversión	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00	186,00
Acciones propias de cartera	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Capital Emitido	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00	72.612,00
Reserva legal	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Utilidad Neta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Transferencia	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendos en efectivo declarados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otro resultado integrales	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Reserva Legal	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Saldo al año anterior	88.141,00	89.152,21	91.460,02	94.791,47	99.471,71	105.531,04	113.000,51	121.581,79	132.134,19	146.064,38
Utilidad Neta	1.131,66	3.066,89	4.594,70	6.607,81	8.666,17	10.770,84	12.430,28	15.372,24	20.413,71	25.707,30
Otros	253,00	253,00	253,00	253,00	253,00	253,00	253,00	253,00	253,00	253,00
Transferencia a reserva legal	-113,17	-306,69	-459,47	-660,78	-866,62	-1.077,08	-1.243,03	-1.537,22	-2.041,37	-2.570,73
Dividendos en efectivo declarados	-260,28	-705,38	-1.056,78	-1.519,80	-1.993,22	-2.477,29	-2.858,96	-3.535,61	-4.695,15	-5.912,68
Total Resultados Acumulados	89.152,21	91.460,02	94.791,47	99.471,71	105.531,04	113.000,51	121.581,79	132.134,19	146.064,38	163.541,26
Otras reservas de patrimonio	61.861,00	61.974,17	62.280,85	62.740,32	63.401,11	64.267,72	65.344,81	66.587,83	68.125,06	70.166,43
Transferencia	113,17	306,69	459,47	660,78	866,62	1.077,08	1.243,03	1.537,22	2.041,37	2.570,73
Dividendos en efectivo declarados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otro resultado integral	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total de Otras Reservas de Patrimonio	61.974,17	62.280,85	62.740,32	63.401,11	64.267,72	65.344,81	66.587,83	68.125,06	70.166,43	72.737,16
Total Patrimonio Neto	223.738,38	226.352,88	230.143,80	235.484,81	242.410,77	250.957,31	260.781,63	272.871,25	288.842,80	308.890,42
Total Pasivo y Patrimonio Neto	505.044,64	529.146,31	557.200,99	565.109,05	574.659,28	585.888,60	598.455,49	614.318,53	636.767,63	663.616,70

Figura F2. Proyección de los Estados Financieros del Estado de Situación Financiera de Laive 2020- 2029

Apéndice G: Estructura FCA de Laive 2009 – 2019

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	286010,00	303524,00	340740,00	397722,00	453279,00	472346,00	495043,00	526124,00	586774,00	612275,00	598671,00
Costo de ventas	-221040,00	-244247,00	-271855,00	-313696,00	-354307,00	-367395,00	-385508,00	-410306,00	-447494,00	-465146,00	-464647,00
Margen bruto	64970,00	59277,00	68885,00	84026,00	98972,00	104951,00	109535,00	115818,00	139280,00	147129,00	134024,00
Gastos de Ventas	-45728,00	-38650,00	-42848,00	-49161,00	-58139,00	-63964,00	-71488,00	-72771,00	-78355,00	-80267,00	-80615,00
Gastos de Administracion	-10680,00	-12393,00	-13494,00	-15190,00	-17677,00	-18026,00	-19253,00	-22831,00	-25791,00	-28825,00	-30308,00
Otros Gastos Operativos	-587,00	-486,00	-409,00	-222,00	-430,00	-73,00	-488,00	-1822,00	-1460,00	-1594,00	-3575,00
Otros Ingresos Operativos	1980,00	1884,00	2421,00	1974,00	2397,00	2148,00	2411,00	4464,00	2048,00	2196,00	1375,00
Total de Gastos Operativos	-55015,00	-49645,00	-54330,00	-62599,00	-73849,00	-79915,00	-88818,00	-92960,00	-103558,00	-108490,00	-113123,00
EBITDA	9955,00	9632,00	14555,00	21427,00	25123,00	25036,00	20717,00	22858,00	35722,00	38639,00	20901,00
Depreciación											
Depreciacion intangibles											
EBIT	9955,00	9632,00	14555,00	21427,00	25123,00	25036,00	20717,00	22858,00	35722,00	38639,00	20901,00
Impuesto a la Renta	-2986,50	-2889,60	-4366,50	-6428,10	-7536,90	-7510,80	-5800,76	-6400,24	-10537,99	-11398,51	-6165,80
Depreciacion intangibles											
Depreciación											
NOPAT	6968,50	6742,40	10188,50	14998,90	17586,10	17525,20	14916,24	16457,76	25184,01	27240,50	14735,21
Capex (largo plazo)	-1597	40877	13627	5806	5697	10862	50771	4853	-829	13821	-9324
FCL	5371,50	47619,40	23815,50	20804,90	23283,10	28387,20	65687,24	21310,76	24355,01	41061,50	5411,21
Ingresos Financieros	2185,00	155,00	154,00	146,00	551,00	897,00	1166,00	1419,00	1443,00	1200,00	1240,00
Gastos Financieros	-5111,00	-2595,00	-4377,00	-4931,00	-5127,00	-5621,00	-6692,00	-8746,00	-8762,00	-6821,00	-8200,00
Perdida por Instrumentos Financieros	-122,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Diferencia de Cambio Neto	0,00	350,00	650,00	1596,00	-3779,00	-1731,00	-3175,00	86,00	601,00	-1256,00	1030,00
Total de Gastos Financieros	-3048,00	-2090,00	-3573,00	-3189,00	-8355,00	-6455,00	-8701,00	-7241,00	-6718,00	-6877,00	-5930,00
Escudo Fiscal	914,40	627,00	1071,90	956,70	2506,50	1936,50	2436,28	2027,48	1981,81	2028,72	1749,35
FCA	3237,90	46156,40	21314,40	18572,60	17434,60	23868,70	59422,52	16097,24	19618,82	36213,21	1230,56

Figura G1. Estructura FCA de Laive 2009- 2019

Apéndice H: Estructura FCL y FCA de Laive 2020 – 2029

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas	612.017	625.660	639.607	653.865	668.441	683.341	698.574	719.533	755.511	793.288
Costo de ventas	-468.063	-478.497	-489.164	-500.068	-511.215	-522.611	-534.261	-550.290	-577.806	-606.697
Margen bruto	143.954	147.163	150.443	153.797	157.225	160.730	164.313	169.243	177.705	186.591
Gastos de ventas	-80.615	-80.615	-80.615	-80.615	-80.615	-80.615	-80.615	-80.615	-80.615	-80.615
Gastos de administración	-30.308	-30.308	-30.308	-30.308	-30.308	-30.308	-30.308	-30.308	-30.308	-30.308
Otros gastos operativos	-3.575	-3.575	-3.575	-3.575	-3.575	-3.575	-3.575	-3.575	-3.575	-3.575
Otros ingresos operativos	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
TOTAL DE GASTOS OPERATIVOS	-113.123	-113.123	-113.123	-113.123	-113.123	-113.123	-113.123	-113.123	-113.123	-113.123
EBITDA	30.831	34.040	37.320	40.674	44.102	47.607	51.190	56.120	64.582	73.468
Depreciación	-21.421	-21.898	-23.026	-23.539	-24.064	-24.600	-25.847	-26.623	-27.954	-29.352
Depreciación intangibles	-1.774	-1.799	-1.824	-1.850	-1.876	-1.902	-1.928	-1.955	-1.983	-2.010
EBIT	7.636	10.342	12.470	15.285	18.163	21.105	23.414	27.542	34.646	42.106
Impuestos 29,5%	-2.253	-3.051	-3.679	-4.509	-5.358	-6.226	-6.907	-8.125	-10.220	-12.421
Participación de empleados 0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Depreciación intangibles	1.774	1.799	1.824	1.850	1.876	1.902	1.928	1.955	1.983	2.010
Depreciación	21.421	21.898	23.026	23.539	24.064	24.600	25.847	26.623	27.954	29.352
NOPAT	28.578	30.989	33.641	36.165	38.744	41.381	44.283	47.995	54.362	61.046
CAPEX	-2.221	6.469	11.277	5.133	5.248	5.364	12.470	7.755	13.312	4.156
Inversión en capital de trabajo	-10.375	-10.367	-7.469	1.892	541	-837	5.122	-2.309	-2.092	-5.508
Ajuste de las cuentas por cobrar	-1.830	1.546	1.581	1.616	1.652	1.688	1.726	2.375	4.077	4.281
Ajuste de las cuentas por pagar	383	2.456	2.511	2.567	2.624	2.683	2.743	3.773	6.478	6.801
Ajustes de inventario	-3.465	2.401	2.455	2.509	2.565	2.622	2.681	3.688	6.332	6.648
FCL	11.070	33.495	43.996	49.882	51.374	52.901	69.024	63.278	82.468	77.425
INGRESOS FINANCIEROS	1.277	1.315	1.355	1.395	1.437	1.480	1.525	1.570	1.618	1.666
GASTOS FINANCIEROS	-8.200	-8.200	-8.200	-8.200	-8.200	-8.200	-8.200	-8.200	-8.200	-8.200
PÉRDIDA POR INSTRUMENTOS FINANCIEROS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DIFERENCIA DE CAMBIO NETO	1.030	1.030	1.030	1.030	1.030	1.030	1.030	1.030	1.030	1.030
TOTAL DE GASTOS FINANCIEROS	-5.893	-5.855	-5.815	-5.775	-5.733	-5.690	-5.645	-5.600	-5.552	-5.504
ESCUDO FISCAL	1.738	1.727	1.715	1.703	1.691	1.678	1.665	1.652	1.638	1.624
FCA	6.916	29.367	39.896	45.811	47.332	48.890	65.044	59.330	78.553	73.544,31
Impuesto 29,5%										
(1+CAPM) ⁿ	1,00	1,12	1,26	1,42	1,59	1,79	2,01	2,26	2,54	2,86
FCA/(1+CAPM) ⁿ	6.915,54	26.133,39	31.593,05	32.282,34	29.681,35	27.282,10	32.299,35	26.217,50	30.889,63	25.735,27

Figura H1. Estructura FCL y FCA de Laive 2020- 2029