



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

**Escuela de
Postgrado**

“VALORIZACIÓN DE LECHE GLORIA S.A.”

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

Presentado por:

Sr. Ricardo Manuel Corman Paz

Srta. Silvia Yulisa Roa Castro

Sr. German Alberto Varillas Eduardo

Asesor: Marco Antonio Morante Muroy

[0000-0002-0206-6498](tel:0000-0002-0206-6498)

Lima, junio de 2023

REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO

A través del presente, MARCO ANTONIO MORANTE MUROY deja constancia que el trabajo de investigación titulado “VALORIZACIÓN DE LECHE GLORIA S.A.” presentado por Don RICARDO MANUEL CORMAN PAZ, Doña SILVIA YULISA ROA CASTRO y Don GERMAN ALBERTO VARILLAS EDUARDO, para optar el Grado de Magíster en Finanzas fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin del programa Blackboard, el 27 de junio del 2023 dando el siguiente resultado:

VALORIZACIÓN DE LECHE GLORIA S.A.

INFORME DE ORIGINALIDAD

9%

INDICE DE SIMILITUD

9%

FUENTES DE INTERNET

1%

PUBLICACIONES

2%

TRABAJOS DEL ESTUDIANTE

FUENTES PRIMARIAS

| | | |
|---|---|----|
| 1 | hdl.handle.net Fuente de Internet | 6% |
| 2 | repositorio.up.edu.pe Fuente de Internet | 1% |
| 3 | www.indecopi.gob.pe Fuente de Internet | 1% |
| 4 | Submitted to Universidad Internacional de la Rioja Trabajo del estudiante | 1% |
| 5 | es.readkong.com Fuente de Internet | 1% |

DEDICATORIA

Dedicamos el presente trabajo de investigación a nuestras familias, amistades y profesores de la maestría, quienes nos apoyaron e incentivaron a cumplir este objetivo.

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a Dios y a nuestros padres por su apoyo incondicional en el proceso para terminar este trabajo de investigación.

A todos nuestros profesores de la Universidad del Pacífico por su apoyo y enseñanza durante las clases de la maestría y a nuestro asesor Marco Antonio Morante Muroy, por su orientación y dedicación.

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo aproximar el valor fundamental de la acción de Leche Gloria S.A. utilizando la información pública disponible y determinar una posición de compra, mantenimiento o venta de la acción.

Al 31 de diciembre del 2022, cuenta con 382 502 000 acciones comunes (con derecho a voto) y 38 470 000 acciones de inversión (sin derecho a voto), siendo estas últimas las que se negocian en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

En los capítulos del I al V de esta investigación, se utilizaron diferentes herramientas que proporcionan un mejor conocimiento de la industria, el mercado, las estrategias y la empresa que ayuda a entender su posición comercial y financiera, haciéndose la comparación también con empresas de la región.

En el capítulo VI, se estimaron los flujos para los siguientes 10 años (2023-2032) bajo los supuestos respaldados sobre el cálculo de regresión de ingresos, expectativas macroeconómicas, tasas de descuento, capital de trabajo e inversiones. Es así como, bajo la valoración de flujos descontados, se obtiene un valor de la acción de inversión de S/ 8.20, superior a la cotización bursátil de S/ 7.89 para el mismo cierre del 2022 (*upside*: 3.9%), y S/ 9.62 como valor fundamental para las acciones comunes (considerando 17% de prima de control sobre la acción de inversión).

En el capítulo VII, se revisaron los principales riesgos de la compañía como el tipo de cambio, crédito, político, regulatorio, “reputacional”, etc.; también se realizó un análisis de sensibilidad de la acción ante variaciones en la tasa de descuento, crecimiento a largo plazo y *market share* de Gloria.

Finalmente, en el capítulo VIII, luego del desarrollo de los capítulos anteriores, se recomienda comprar la acción para aquellos nuevos inversionistas y mantener en cartera para los inversionistas actuales, debido al potencial de crecimiento y la posición económica y financiera sólida de Leche Gloria S.A.

Palabras clave: FINANZAS; LECHE GLORIA S.A.; INDUSTRIA LECHERA; VALORIZACIÓN; CONSUMO MASIVO.

ABSTRACT

The main objective of this research work is to approximate the intrinsic value of Leche Gloria S.A. shares by utilizing publicly available information and to determine a position of buying, holding, or selling shares.

As of December 31, 2022, Leche Gloria S.A. has a total of 382 502 000 common shares (with voting rights) and 38 470 000 investment shares (without voting rights), which are traded on the Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Chapters I to V of this research employ different tools to provide a comprehensive understanding of the industry, market, strategies, and the company itself, aiding in the analysis of its commercial and financial position. Comparison with other companies in the region are also made.

In chapter VI, cash flows for the next 10 years (2023-2032) are estimated based on supported assumptions regarding revenue regression analysis, macroeconomic expectations, discount rates, working capital, and investments.

The discounted cash flow valuation method yields an estimated value of S/.8.20 for the investment shares, surpassing the market price of S/.7.89 as of the end of 2022 (upside: 3.9%). The fundamental value for the common shares is calculated as S/.9.62, considering a 17% control premium over the investment shares.

Chapter VII examines the main risks facing the company, including exchange rate fluctuations, credit risks, political and regulatory factors, reputation, etc. Additionally, a sensitivity analysis of the shares is conducted to assess their response to variations in the discount rate, long-term growth rate, and Gloria's market share.

In conclusion, Chapter VIII recommends buying the shares for new investors and holding them for current investors, considering the company's growth potential and its solid economic and financial position.

Keywords: FINANCE; LECHE GLORIA S.A.; DAIRY INDUSTRY; VALUATION; MASS CONSUMPTION.

TABLA DE CONTENIDOS

| | |
|--|----|
| Índice de tablas | ix |
| Índice de gráficos | x |
| Índice de anexos..... | xi |
| Introducción | 1 |
| Capítulo I. Descripción del Negocio y Factores Organizativos y Sociales | 2 |
| 1. Líneas de negocio | 2 |
| 2. Tipos de clientes | 2 |
| 3. Áreas geográficas..... | 2 |
| 4. Hechos de importancia..... | 3 |
| 5. Accionistas | 3 |
| 6. Directorio y plana gerencial..... | 3 |
| 7. Ciclo de vida de la empresa | 4 |
| 8. Análisis de la cadena de valor..... | 4 |
| 9. Propuesta de valor..... | 4 |
| 10. Modelo de negocio | 4 |
| 11. Factores organizativos y sociales | 5 |
| Capítulo II. Análisis del Macroambiente | 6 |
| 1. Análisis de la economía internacional | 6 |
| 2. Análisis de la economía nacional..... | 7 |
| 3. Análisis de la industria internacional..... | 7 |
| 4. Análisis de la industria nacional | 9 |
| 5. Análisis PESTEL (político, económico, social, tecnológico, ecológico y legal) | 10 |
| 6. Análisis FODA..... | 10 |
| Capítulo III. Descripción y Análisis de la Industria | 12 |
| 1. Análisis de la demanda potencial..... | 12 |
| 2. Análisis de las 5 fuerzas de Porter | 13 |
| 3. Matriz Boston Consulting Group..... | 13 |
| 4. Identificación de los principales competidores y participación de mercado | 14 |
| CAPÍTULO IV. POSICIONAMIENTO COMPETITIVO..... | 16 |
| 1. Misión, visión y valores..... | 16 |
| 2. Análisis VRIO..... | 16 |
| 3. Ventajas competitivas | 16 |

| | |
|---|----|
| 4. Matriz PEYEA..... | 17 |
| 5. Revelamiento de la estrategia | 17 |
| Capítulo V. Análisis Financiero y Características de la Inversión | 18 |
| 1. Finanzas operativas..... | 18 |
| 2. Finanzas estructurales | 24 |
| 2.3 Coherencia de las políticas financieras (Dupont ROE)..... | 26 |
| 3. Diagnóstico | 27 |
| Capítulo VI. Valoración..... | 29 |
| 1. Supuestos de proyecciones | 29 |
| 2. Determinación de los Flujos de Caja Libre y del Accionista..... | 29 |
| 3. Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)..... | 29 |
| 4. Método de valoración | 29 |
| 5. Justificación del uso de métodos..... | 31 |
| Capítulo VII. Análisis de Riesgo | 32 |
| 1. Matriz de riesgo | 32 |
| 2. Análisis de sensibilidad..... | 32 |
| 3. Simulación de Montecarlo | 32 |
| Capítulo VIII. Resumen de la Inversión | 34 |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 35 |

ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|--|----|
| Tabla 1. Porcentaje de participación de ingresos por línea de negocio | 2 |
| Tabla 2. Elaboración de principales productos según planta | 2 |
| Tabla 3. Distribución del capital social..... | 3 |
| Tabla 4. Cálculo de demanda potencial | 12 |
| Tabla 5. Visión, misión, propósito y valores Gloria | 16 |
| Tabla 6. NOF vs FM (en millones de soles) | 24 |
| Tabla 7. <i>PayOut</i> y <i>Retention Ratio</i> (en millones de soles) | 25 |
| Tabla 8. Análisis Dupont | 27 |
| Tabla 9. Composición de la deuda financiera (en millones de soles)..... | 27 |
| Tabla 10. Flujo de Caja Libre y del Accionista | 29 |
| Tabla 11. Determinación del WACC..... | 29 |
| Tabla 12. Cálculo de valor patrimonial y de la acción | 30 |
| Tabla 13. Sensibilidad WACC versus tasa de crecimiento perpetuo..... | 32 |
| Tabla 14. Sensibilidad <i>market share</i> de Gloria en Leche evaporada versus WACC | 32 |
| Tabla 15. Sensibilidad tasa crecimiento G versus <i>market share</i> Gloria en Leche evaporada | 32 |

ÍNDICE DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfico 1. Proyección de PBI e inflación | 6 |
| Gráfico 2. Producción mundial de leche (en millones de toneladas)..... | 8 |
| Gráfico 3. Producción de leche fresca de vaca y leche y derivados industriales (en toneladas) | 9 |
| Gráfico 4. Matriz de las cinco fuerzas de Porter..... | 13 |
| Gráfico 5. Matriz BCG | 14 |
| Gráfico 6. <i>Market share</i> mercado de leche y yogur 2022..... | 15 |
| Gráfico 7. Matriz PEYEA..... | 17 |
| Gráfico 8. Evolución de ingresos (millones de soles)..... | 18 |
| Gráfico 9. Porcentajes de ingresos por tipo de producto | 19 |
| Gráfico 10. Componentes del costo de ventas | 19 |
| Gráfico 11. Evolución del margen bruto y ventas (millones de soles) | 20 |
| Gráfico 12. Ratios de liquidez | 21 |
| Gráfico 13. Ratios de solvencia | 22 |
| Gráfico 14. Ratios de gestión..... | 23 |
| Gráfico 15. Ratios de rentabilidad | 24 |
| Gráfico 16. Evolución del CAPEX (en millones de soles)..... | 26 |
| Gráfico 17. Estructura del financiamiento y costo financiero | 27 |
| Gráfico 18. Valor de acciones de Inversión según metodologías propuestas..... | 31 |
| Gráfico 19. Distribución de la simulación de Montecarlo | 32 |
| Gráfico 20. Análisis de tornado | 33 |

ÍNDICE DE ANEXOS

| | |
|---|----|
| Anexo 1. Distribución de Ingresos..... | 42 |
| Anexo 2. Hechos de importancia | 43 |
| Anexo 3. Estructura organizacional | 44 |
| Anexo 4. Ciclo de vida de la empresa..... | 46 |
| Anexo 5. Análisis de la Cadena de Valor | 47 |
| Anexo 6. Propuesta de Valor | 48 |
| Anexo 7. Modelo CANVAS | 49 |
| Anexo 8. Objetivos de Desarrollo Sostenible | 50 |
| Anexo 9. Análisis PESTEL..... | 51 |
| Anexo 10. Matriz EFI y EFE | 52 |
| Anexo 11. Análisis de Porter | 54 |
| Anexo 12. Matriz BCG | 55 |
| Anexo 13. Matriz VRIO | 56 |
| Anexo 14. Matriz PEYEA | 57 |
| Anexo 15. Relación de estrategias | 58 |
| Anexo 16. Ratios financieros de Leche Gloria S.A. y <i>benchmark</i> | 59 |
| Anexo 17. Información financiera 2016-2022..... | 60 |
| Anexo 18. CAPEX histórico..... | 62 |
| Anexo 19. Coherencia de las Políticas Financieras (Dupont ROE)..... | 63 |
| Anexo 20. Análisis del financiamiento | 63 |
| Anexo 21. Supuestos de proyecciones..... | 64 |
| Anexo 22. Proyección de ingresos..... | 65 |
| Anexo 23. Tasa de descuento (WACC) y tasa de crecimiento perpetuo (g) | 66 |
| Anexo 24. Estimación del Kd | 68 |
| Anexo 25. Estimación del Beta..... | 69 |
| Anexo 26. Estados financieros proyectados | 70 |
| Anexo 27. Método de valoración por múltiplos | 72 |
| Anexo 28. Riesgos | 73 |

INTRODUCCIÓN

Leche Gloria S.A. (en adelante, Gloria) pertenece a uno de los grupos económicos más importantes del país, el Grupo Gloria. Se dedica, desde 1941, a la elaboración y comercialización de bebidas y derivados lácteos y otros productos alimentarios de consumo masivo, manteniéndose hasta la fecha como líder del sector.

Al cierre del 2022, los ingresos de Gloria se distribuyen de la siguiente manera, 92% del total del ingreso es generado en el mercado nacional y el 8% proviene de las exportaciones. A la fecha, Gloria exporta a 75 países del mundo, incluyendo regiones como el Caribe, América Latina, Medio Oriente y el Oeste de África.

Entre sus principales competidores directos en el sector se encuentran las empresas Laive S.A. y Nestlé Perú S.A. Según Indecopi (2021), Gloria posee una participación del 76.70% del mercado de leches industrializadas, mientras que Laive y Nestlé en forma conjunta sostendrían una participación de mercado de 15% de la producción de leche industrializada, y el porcentaje restante sería explicado por la producción de 160 pequeños procesadores.

Para el desarrollo de sus actividades, Gloria cuenta con seis plantas industriales distribuidas entre Cajamarca, La Libertad, Lima y Arequipa. Sus plantas están ubicadas estratégicamente cerca a los principales centros de acopio del país, donde Gloria participa con el 76.9% del mercado de acopio, seguido de Laive S.A. con el 10% y Nestlé S.A con un 8%.

El ingreso total generado en el 2022 fue de S/ 3 940 millones, obteniendo una tasa de crecimiento interanual compuesto de 3.5% entre los periodos 2012-2022; además, posee un margen EBITDA de 9.85%, cercano a su competidor directo en Perú, Laive S.A., el cual obtuvo un margen de 9.49% y mayor al promedio de sus pares en la región que generaron 8.37%.

Su solidez financiera le ha permitido enfrentar sus obligaciones financieras, las cuales al cierre del 2022 están compuestas por pagarés y una cuarta emisión de bonos de su primer programa donde ambos suman S/ 1 175 millones. Cabe mencionar que la empresa cumple con el pago de su deuda reflejado en un ratio de liquidez de 1.64 y endeudamiento patrimonial de 1.77 en el último año.

Gloria cuenta con dos tipos de acciones, acciones comunes y de inversión, siendo solo estas últimas las que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y que al cierre del 2022 cotizan en S/ 7.89.

CAPÍTULO I. DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO Y FACTORES ORGANIZATIVOS Y SOCIALES

1. Líneas de negocio

Gloria cuenta con cuatro líneas de negocio: leche, derivados lácteos, mercaderías y otros (ver la Tabla 1). Las principales actividades económicas, que representan el 89% de sus ingresos, son la producción y comercialización de leche y derivados lácteos. Dentro de estas dos líneas de negocio, los principales productos con mayor contribución de ingresos a diciembre del 2022 son la leche evaporada (55.5%), leche UHT (9.8%) y yogur (15.9%), que en conjunto representan el 81.1% del total. El detalle de los productos que involucran estas líneas se encuentra en el Anexo 1.

Tabla 1. Porcentaje de participación de ingresos por línea de negocio

| Líneas de negocios | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Leche | 67% | 70% | 71% | 69% | 68% | 68% | 67% |
| Derivados lácteos | 20% | 19% | 19% | 21% | 21% | 21% | 22% |
| Mercaderías | 7% | 5% | 5% | 6% | 6% | 7% | 7% |
| Otros | 6% | 6% | 5% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| Total ingresos | 3 535 | 3 354 | 3 507 | 3 425 | 3 619 | 3 771 | 3 941 |

Fuente: Estados Financieros de Leche Gloria S.A. (2016-2022). Elaboración propia 2022.

2. Tipos de clientes

En promedio, en el 2022 Gloria comercializó a distribuidores terceros un valor equivalente al 90% de sus ingresos, un 7% a Deprodeca (empresa relacionada a Gloria, encargada de la venta y distribución de productos) y a otras empresas relacionadas un 3%.

3. Áreas geográficas

A fin de poder atender la demanda de su portafolio de productos, Gloria cuenta con 6 plantas en todo el país (ver Tabla 2), teniendo algunas de ellas el rol de acopio de leche también.

Tabla 2. Elaboración de principales productos según planta

| Línea de Negocio | Planta Huachipa (Lima) | Planta Arequipa I | Planta Arequipa II | Planta Majes (Arequipa) | Planta Cajamarca | Planta Trujillo |
|-------------------|-------------------------------|-------------------|--------------------|-------------------------|---------------------------------------|-----------------|
| Leche | Leche evaporada | Leche evaporada | - | Leche UHT | Leche UHT | Leche UHT |
| Derivados Lácteos | Yogur Queso Mantequilla | - | Yogur | - | Queso Mantequilla Manjar blanco | - |
| Otros | Jugos Envases & embalajes | - | Refrescos | - | - | - |

Fuente: Informe de Apoyo y Asociados de Leche Gloria S.A. (2022a y 2022b). Elaboración propia 2022.

4. Hechos de importancia

Son muchos los eventos y situaciones que permiten explicar los niveles de operación actual de la empresa Gloria, entre los cuales destacan la diversificación en el portafolio, así como la inversión en líneas de producción nuevas con la finalidad de trabajar en programas del Estado. Mayor detalle se observa en el Anexo 2.

5. Accionistas

Gloria posee dos tipos de acciones: comunes y de inversión a valor nominal de S/ 1, las cuales se detallarán a continuación.

- Al 31 de diciembre de 2022, Gloria posee 382 502 106 acciones comunes (con derecho a voto). Estas no se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Lima y tampoco en bolsas extranjeras, asimismo representan el 30% del patrimonio neto. La estructura societaria de Gloria a 2022 se puede observar en la Tabla 3.

Tabla 3. Distribución del capital social

| Accionistas | Cantidad de acciones comunes | Distribución |
|--|------------------------------|--------------|
| Gloria Foods JORB S.A. | 288 948 549 | 75.54 % |
| Silverstone Holding S.A. | 42 916 737 | 11.22 % |
| Racionalización Empresarial S.A. | 33 812 045 | 8.84 % |
| Sucesión testamentaria -Vito Rodríguez Rodríguez | 10 059 806 | 2.63 % |
| Jorge Rodríguez Rodríguez | 6 569 136 | 1.72 % |
| Otros | 195 833 | 0.05 % |
| TOTAL | 382 502 106 | 100 % |

Fuente: Memoria Anual de Leche Gloria S.A. 2022, SMV (2022), Leche Gloria S.A. (2023b). Elaboración propia 2022.

- Al 31 de diciembre de 2022, Gloria posee 39 018 838 acciones de inversión (sin derecho a voto), las cuales representan el 3% del patrimonio neto. Estas se encuentran en su totalidad emitidas y pagadas, y son negociadas en la Bolsa de Valores de Lima.

6. Directorio y plana gerencial

Al cierre de 2022, el directorio de Gloria está conformado por tres miembros directores que están vinculados directamente con el accionariado de la compañía y cuatro direcciones corporativas, los cuales son elegidos por la Junta General Obligatoria Anual de Accionistas por el período de tres años.

Cabe destacar que, según el último Reporte de Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo 2022, Gloria no cuenta con directores independientes debido a que la empresa es familiar, de primera generación.

El Anexo 3 muestra la relación de directores y plana gerencial al cierre de 2022.

7. Ciclo de vida de la empresa

Armstrong y Kotler (2013) establecieron que, para conocer la etapa en la que se encuentra una compañía, se debe analizar el desempeño de ventas, márgenes y otros criterios, pudiendo así asignarla a una de las cuatro fases: introducción, crecimiento, madurez o decadencia. En ese sentido, Gloria se encuentra en la etapa de madurez, dado el crecimiento en los ingresos promedio sostenido en 2.15% en los últimos cinco años, una participación de mercado estable y altas barreras de entrada debido a que la industria láctea en el Perú se destaca por su integración vertical, lo que les permite generar importantes economías de escala. En el Anexo 4 se muestran los criterios considerados para definir dicha clasificación.

8. Análisis de la cadena de valor

Gloria posee cuatro actividades principales dentro de su proceso productivo, el cual inicia con el acopio y almacenamiento de leche fresca en plantas de enfriamiento. Continúa el procesamiento en sus seis plantas industriales, para finalmente ser enviados y comercializados en todo el Perú. Lo anterior se logra a través de 40 distribuidores a nivel nacional y más de 200 puntos de venta. Cabe destacar que cada uno de los procesos se encuentra respaldado por certificaciones internacionales que garantizan que los productos cumplan con los más altos estándares de calidad. En el Anexo 5 se muestra el detalle del análisis de la cadena de valor.

9. Propuesta de valor

Osterwalder y Pigneur (2020) indican que la propuesta de valor es el factor que hace que un cliente se decante por una u otra empresa; su finalidad es solucionar un problema o satisfacer una necesidad del cliente. En ese sentido, Gloria busca diversificar su oferta de productos, permitiéndole llegar a todos los segmentos y edades. Asimismo, su proceso de innovación y desarrollo es constante.

Para determinar la propuesta de valor de Gloria, se han respondido las preguntas planteadas por los autores mencionados en el párrafo anterior, las cuales se detallan en el Anexo 6.

10. Modelo de negocio

Al realizar el análisis del modelo de negocio de la empresa, se observa que las necesidades de los diferentes segmentos de clientes a quienes atiende Gloria son satisfechas con propuestas de valor enfocadas en productos con alto valor nutricional, investigación, innovación y mejora continua de sus procesos tecnológicos.

Se concluye que, para el cumplimiento de su propuesta de valor, la empresa no solo se enfoca en factores internos como la gestión de su deuda, canales de distribución, plantas industriales, patentes y actividades clave, sino que también reconoce a ganaderos y asociaciones, proveedores de insumos nacionales y extranjeros, distribuidores, bonistas, accionistas y bancos como socios clave para la organización. El detalle de estos puntos se encuentra en el modelo CANVAS, del Anexo 7.

11. Factores organizativos y sociales

Gobierno corporativo

Gloria cumple con difundir anualmente información financiera y reportes regulados, a la vez efectúa en gran medida los cinco pilares que conforman el código del buen gobierno. En el Anexo 8 se recomiendan algunos aspectos a ser regulados.

Cultura corporativa

La empresa cuenta con misión, visión y valores que resultan en un impacto positivo en la sociedad y en el medio ambiente. Velan por las condiciones de trabajo justo para sus trabajadores, cuentan con una cultura de ética y anticorrupción que se mide a través de una consultora externa y se atiende, investiga o sanciona en el Comité de ética de Gloria.

Asimismo, impulsa la homologación de sus estándares hacia proveedores, clientes y contratistas, evaluando e identificando aquellos sancionados local o internacionalmente, con información negativa en medios o exposición política, facilitando así la investigación y auditoría.

Entorno y responsabilidad social

Gloria cuida de su entorno, al tener certificaciones y participación en organizaciones internacionales que promueven el compromiso de sustentabilidad. Además, impulsa diferentes programas sociales para el desarrollo de la cadena de valor. Contempla tres prioridades que se alinean a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) establecidos por la Organización de las Naciones Unidas (ONU), las cuales se visualizan en el Anexo 8.

CAPÍTULO II. ANÁLISIS DEL MACROAMBIENTE

1. Análisis de la economía internacional

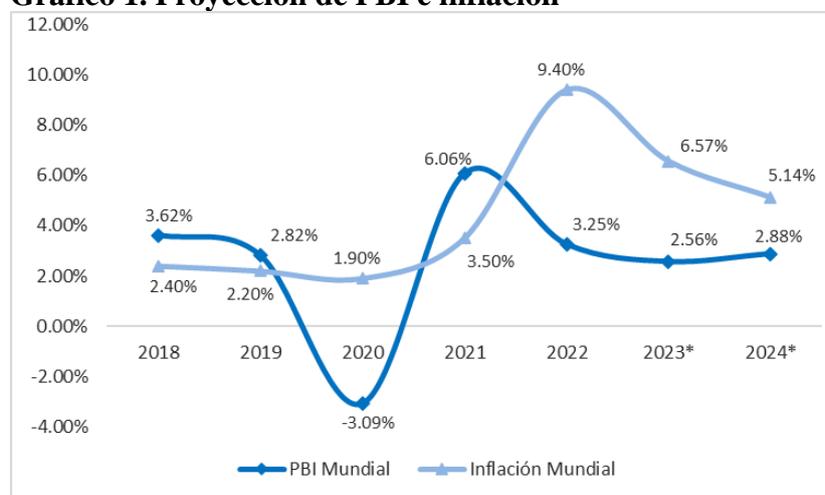
El 2022 fue un año marcado por una serie de impactos negativos que afectaron a la economía mundial. Aún con los efectos de la pandemia del COVID-19 repercutiendo en diversas partes del mundo; la guerra de Rusia con Ucrania generó una nueva crisis, la inflación, desatando una crisis mundial del costo de vida ante la subida de precios de los alimentos y energía. Por otra parte, la crisis climática, generada por incendios forestales, olas de calor, huracanes, sequías etc., ha generado cuantiosas pérdidas económicas y daños humanitarios.

Según el Fondo Monetario Internacional ([FMI], 2022), el crecimiento de la economía caerá de 3.2% en el 2022 a 2.8% en el 2023.

En este informe también se indica que la inflación se elevó a 8.7% en el 2022, y se prevé una reducción a 7% para el 2023, debido a la reducción del costo de las materias primas. Por otro lado, el excesivo aumento de los precios ha llevado a los bancos centrales de todo el mundo a contraer su política monetaria, mediante la subida abrupta de las tasas de interés, lo que ha generado un aumento en el costo del financiamiento y depreciaciones de las monedas en los países en desarrollo (FMI, 2022).

Asimismo, el endurecimiento de las condiciones financieras y las presiones inflacionarias han mermado la confianza de los inversionistas que han retirado su capital, sobre todo de países con mayor riesgo como los emergentes. Por otra parte, el deteriorado del poder adquisitivo de los consumidores, ha causado una reducción en la demanda de bienes de consumo.

Gráfico 1. Proyección de PBI e inflación



Fuente: OECD (2022) y Banco Mundial (S.f.). Elaboración propia 2022.

2. Análisis de la economía nacional

En el año 2022, la economía peruana obtuvo un PBI de 2.7%, según el BCRP, para el 2023 se proyecta un PBI de 2,6%. La inflación alcanzó 8.46% en el año 2022, es por ello que a lo largo del año se aplicaron políticas monetarias contracíclicas, como aumentos en la tasa de interés referencial (7% a dic. 2022) y fiscales expansivas como reducción del déficit fiscal (1.9% a dic. 2022) (BCRP, 2022).

Por otro lado, la agencia internacional Fitch (Fitch Ratings, 2023) ratificó la calificación crediticia del Perú para su deuda en moneda nacional y extranjera en BBB; sin embargo, redujo la perspectiva de estable a negativa, debido a la inestabilidad política del país, socavada por la corrupción de altos funcionarios públicos, alta rotación de los cargos magisteriales y los conflictos sociales.

Uno de los factores causantes de la desaceleración de la economía peruana es la reducción de la inversión privada, debido a la incertidumbre y baja confianza del sector empresarial, generado por los diferentes conflictos sociales que han sucedido en los últimos meses. Cabe resaltar que esto tiene una repercusión directa sobre el dinamismo del empleo formal, que a su vez tendrá un efecto negativo sobre el consumo privado.

Por último, la inversión privada se contrajo 0.5% en el 2022, en este contexto se estima que se vuelva a contraer en 0.5% en el 2023 y que para el 2024 se recupere a 1.8%, explicado principalmente por la recuperación del sector minero y que se haya solucionado los conflictos sociales (BCRP, 2022)

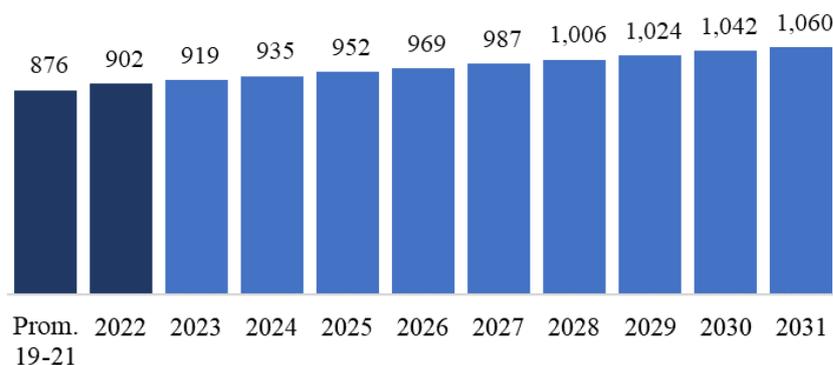
3. Análisis de la industria internacional

Según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO), la producción mundial de leche procede del ganado vacuno (81%), búfalos (15%), cabras (2%), ovejas (1%) y camellos (0.5%)¹. Asimismo, la mayor parte de la producción de lácteos se consume en productos lácteos frescos (es decir, pasteurizados o fermentados).

De acuerdo con los datos obtenidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD, 2022), la producción mundial de leche llegó a 887 millones de toneladas en el 2021, 1.1% más que en el 2020, ello como resultado del dinamismo productivo en Asia y América del Norte. Se prevé que para la siguiente década (2031) la producción mundial de leche fresca llegue a 1 060 millones de toneladas, un 1.8% de crecimiento interanual.

¹ <https://www.fao.org/dairy-production-products/production/dairy-animals/es/>

Gráfico 2. Producción mundial de leche (en millones de toneladas).



Fuente: OECD (2022). Elaboración propia 2022.

Por otra parte, Rabobank (The Dairy Site, 2023) prevé que la producción de leche en las regiones productoras clave crezca un 0,7 % interanual en 2023, tras la caída del 0,9 % en 2022.

La International Dairy Federation ([IDF], 2022) reportó que el consumo per cápita mundial de lácteos en el 2021 fue 118.2 kg, un 1.4% más en comparación con el 2020. La FAO recomienda consumir al menos 120 kg de leche por persona, sin embargo, las diferencias de consumo de leche entre regiones son muy predominantes. Según los datos registrados por la IDF en el 2020 el consumo por persona en África fue de 43 kg, en China fue de 90 kg, mientras que en Europa el consumo es de 286 kg.

Según las Perspectivas Agrícolas 2022-2031 de la OCDE-FAO, la demanda de productos lácteos seguirá creciendo, respaldada por el aumento de la población a 9 900 millones para 2050, el aumento de los ingresos y cambios en el estilo de vida. Se espera que el consumo mundial per cápita de productos lácteos frescos suba en 1.4% entre 2022 y 2031, mientras que consumo de leche per cápita en términos de sólidos lácteos será muy distinto en todo el mundo.

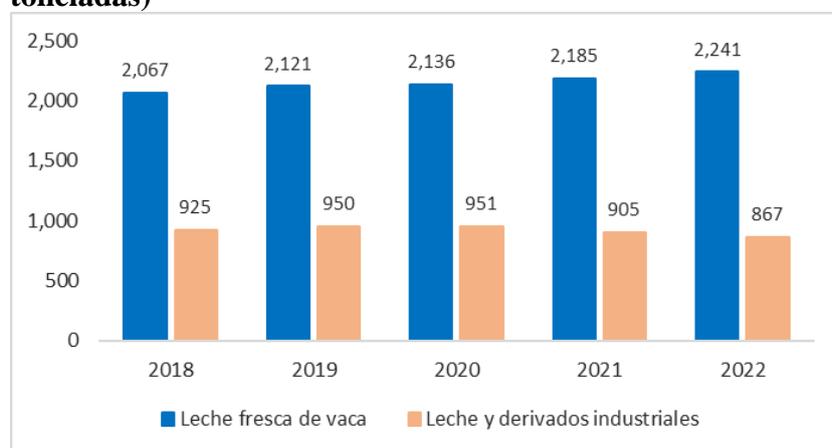
El IFCN Dairy Research Network (IFCN, 2023) compartió 5 aspectos sobre el sector lácteo a tener en cuenta para el 2023: 1) Los datos macroeconómicos están presionando la industria láctea, el Banco Mundial prevé una desaceleración mundial de la economía, generado por la inflación en todas las regiones del mundo, aumentando el costo de vida y limitando el poder adquisitivo. El principal impacto ha sido en el costo de alimentos y energía. 2) Volatilidad del precio de la leche, el precio mundial de la leche aumentó en +18% en el 2022, debido a un desequilibrio en la oferta y demanda, el suministro de leche fue insuficiente en muchos países debido a restricciones climáticas, altos costos de insumos agrícolas, incertidumbres sobre la legislación, etc. 3) Altos costo de insumos agrícolas, los productores de leche enfrentan costos

de insumos más altos, debido a los elevados precios de energía, fertilizantes y alimentos para el ganado. 4) Riesgo de seguridad alimentaria, los consumidores debido a un menor poder adquisitivo optan por productos más baratos o cambian de demanda por productos más básicos como el cereal. 5) Eficiencia de la industria láctea, los productores han optado por cambiar la ración del alimento del ganado, usando menor cantidad de concentrado. Asimismo, el aumento en el precio de los fertilizantes ha ocasionado un menor uso en la producción del forraje, afectando la calidad del contenido alimenticio de los lácteos.

4. Análisis de la industria nacional

En Perú, los principales tipos de leches industriales producidas y consumidas son la leche evaporada y, en menor volumen, la pasteurizada. A nivel de derivados lácteos están el yogur y los quesos. El insumo esencial para la producción de lácteos es la leche fresca, cuya producción se encuentra distribuida principalmente en cuatro cuencas lecheras (Cajamarca, La Libertad, Lima y Arequipa). En el 2022, se ha producido 2 241 000 toneladas de leche fresca de vaca, superior al año 2021 en 2.6%. Según el Instituto de Estadística e Informática ([INEI], 2022c)² en un estudio de mercado del sector lácteo en el Perú para el 2021), la industria láctea solo adquiere el 50% de la producción de leche fresca y el otro 40% y 10% es adquirida por la industria artesanal y autoconsumo.

Gráfico 3. Producción de leche fresca de vaca y leche y derivados industriales (en toneladas)



Fuente: Boletín estadístico mensual *El agro en cifras*, Midagri (2023). Elaboración propia 2022.

Según información del Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego ([Midagri], 2023), el consumo anual per cápita de leche en el Perú fue de 84,0 kg en el año 2022, cabe resaltar que el consumo per cápita recomendado por la FAO es de 120 litros, es por ello que a la fecha el Midagri viene trabajando en estrategias para aumentar su consumo y cerrar esta brecha.

² <https://www.indecopi.gob.pe/documents/51771/6194832/Informe+Lanzamiento+Leche/4e4de918-4f25-ad5f-e014-80e13be3b682>

Según INEI, el precio medio que se paga al ganadero por litro de leche cruda en Perú es de USD 0.38, ubicándose encima del promedio de Latinoamérica (USD 0.36). Asimismo, debido al alza de precios de soya (8.79%), maíz (4.7%) y flete (12.7%) en el último año, los principales competidores en la industria en Perú apoyan a sus proveedores de manera independiente ofreciendo diferentes incentivos (mejor precio de compra, préstamos, alimento para ganado, etc.) (Sociedad Nacional de Industrias [SNI], 2022).

Por último, el consumidor de productos de la industria láctea en el Perú tiene una alta preferencia por marcas tradicionales y la leche evaporada. Este último puede deberse su conservación de propiedades en un país que cuenta con una subdesarrollada infraestructura de frío (58% de hogares) (Indecopi, 2021).

5. Análisis PESTEL (político, económico, social, tecnológico, ecológico y legal)

En combinación con el modelo de las 5 fuerzas de Porter y la matriz FODA, este análisis presentado por primera vez en 1968 tiene como objetivo la evaluación de factores externos que puedan influir en el desempeño y resultados de la compañía.

El presente análisis muestra los eventos más influyentes en el ámbito económico, como la tasa de crecimiento del PBI tanto del sector manufactura como del sector de productos lácteos, así como la presión inflacionaria, la cual ha experimentado un alza en el transcurso del 2022.

En el ámbito social, figuran como principales factores, el crecimiento poblacional y el consumo per cápita de leche, cuyos incrementos representarían un aumento de la demanda en el corto y mediano plazo. Otros factores relevantes son el posible incremento del Impuesto Selectivo al Consumo (según Decreto Supremo), la aparición de nuevas tecnologías de producción y la Ley 30021 para la promoción de alimentos saludables como criterios políticos, tecnológicos y legales, respectivamente.

En el Anexo 9 se muestra el detalle del ejercicio realizado.

6. Análisis FODA

Para realizar el análisis FODA se elaboró la matriz de Evaluación de Factores Internos (EFI) y Externos (EFE); de la matriz EFI se obtuvo como resultado que las fortalezas tienen un peso ponderado de 2.38 y las debilidades solo 0.46, por lo cual se interpreta que Gloria cuenta con una posición interna sólida, fundamentada principalmente en su fuerte posicionamiento de mercado y reconocimiento de su marca. Asimismo, la constante inversión en investigación, desarrollo e innovación les ha permitido mantenerse como líderes del sector. En esa misma

línea, se elaboró la matriz EFE donde se obtuvo como resultado que las oportunidades presentan mayor significancia frente a las amenazas con un peso ponderado de 2.29 y 0.66, respectivamente, en ese sentido, se concluye que Gloria aprovecha de manera eficiente las oportunidades para contrarrestar las amenazas. El detalle del análisis se encuentra en el Anexo 10.

CAPÍTULO III. DESCRIPCIÓN Y ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

1. Análisis de la demanda potencial

Según Economipedia (S./f.), la demanda potencial se define como un nivel máximo de demanda alcanzable por un determinado producto dada una serie de condiciones. Los productos lácteos (leche y derivados) son alimentos esenciales dentro de la dieta de las personas por su importante aporte nutricional a lo largo de su vida. En el Perú, según INEI (2022c), su consumo representa cerca del 8% dentro del gasto en alimentos.

La demanda potencial se medirá a través de una proyección del consumo anual per cápita de leche en Perú, tomando como referencia la proyección hecha por Midagri (Indecopi, 2022); multiplicada por los consumidores potenciales (población mayor a 2 años de edad) y la densidad respectiva, a fin de obtener la información en litros. El cálculo se muestra en la Tabla 4.

Finalmente, respecto al consumo anual per cápita de leche, cabe señalar que, de acuerdo con la FAO (Indecopi, 2022), con 84 kg/persona, el Perú se encuentra clasificado como consumidor medio de leche³, sin embargo el consumo mínimo recomendado por esta entidad es de 120 kg/persona al año.

Tabla 4. Cálculo de demanda potencial

| Detalle (en millones) | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (+) Población total | 33.73 | 34.04 | 34.35 | 34.66 | 34.96 | 35.24 | 35.52 | 35.79 | 36.05 | 36.31 |
| (-) Población < 2 años | 1.78 | 1.79 | 1.81 | 1.83 | 1.84 | 1.86 | 1.87 | 1.88 | 1.90 | 1.91 |
| Consumidores Potenciales | 31.95 | 32.25 | 32.54 | 32.84 | 33.12 | 33.39 | 33.65 | 33.91 | 34.16 | 34.40 |
| Consumo per cápita (kg/Persona) | 86 | 87 | 89 | 90 | 92 | 94 | 95 | 97 | 99 | 101 |
| | | | | | | | | | | |
| Demanda potencial Perú | 2,817 | 2,895 | 2,975 | 3,057 | 3,140 | 3,223 | 3,308 | 3,394 | 3,481 | 3,570 |
| % Participación Leche Gloria | 77.6% | 77.6% | 77.6% | 77.6% | 77.6% | 77.6% | 77.6% | 77.6% | 77.6% | 77.6% |
| Demanda potencial Gloria Total (en mill. de litros)* | 2 186 | 2 247 | 2 309 | 2 372 | 2 436 | 2 501 | 2 567 | 2 634 | 2 702 | 2 770 |

*Densidad de leche asumida: 1 kg = 0,97 L.

Fuente: Midagri (2023). Elaboración propia 2022.

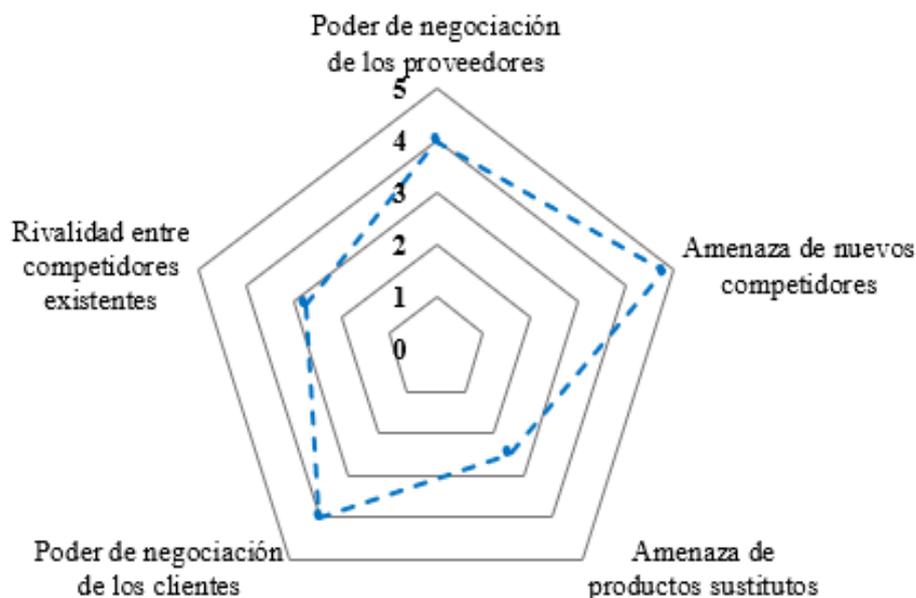
³ De acuerdo con la FAO, el consumo de leche per cápita es alto, cuando resulta mayor a los 120 litros per cápita al año; medio, cuando el consumo se ubica entre 30 y 150 litros per cápita al año; y, bajo, cuando el consumo resulta menor a los 30 litros per cápita al año.

2. Análisis de las 5 fuerzas de Porter

Porter (1980) indica que “las cinco fuerzas competitivas revelan si una industria es realmente atractiva y ayudan a los inversores a anticipar cambios positivos o negativos en la estructura industrial antes de que sea demasiado tarde” (p. 67).

Los resultados obtenidos de esta herramienta se muestran en el Gráfico 4, donde se observa que la industria láctea cuenta con altas barreras de entrada, las cuales se encuentran fundamentadas principalmente en la alta capacidad de respuesta frente a nuevos competidores debido a la economía de escala que desarrolla la industria, el alto nivel de inversión requerido para desarrollar esta actividad y la fuerte presencia de marcas tradicionales de productos lácteos en el mercado. Asimismo, también se puede ver que la capacidad de respuesta al poder de negociación de los proveedores y clientes es significativa. Mayor detalle respecto al análisis se encuentra en el Anexo 11.

Gráfico 4. Matriz de las cinco fuerzas de Porter

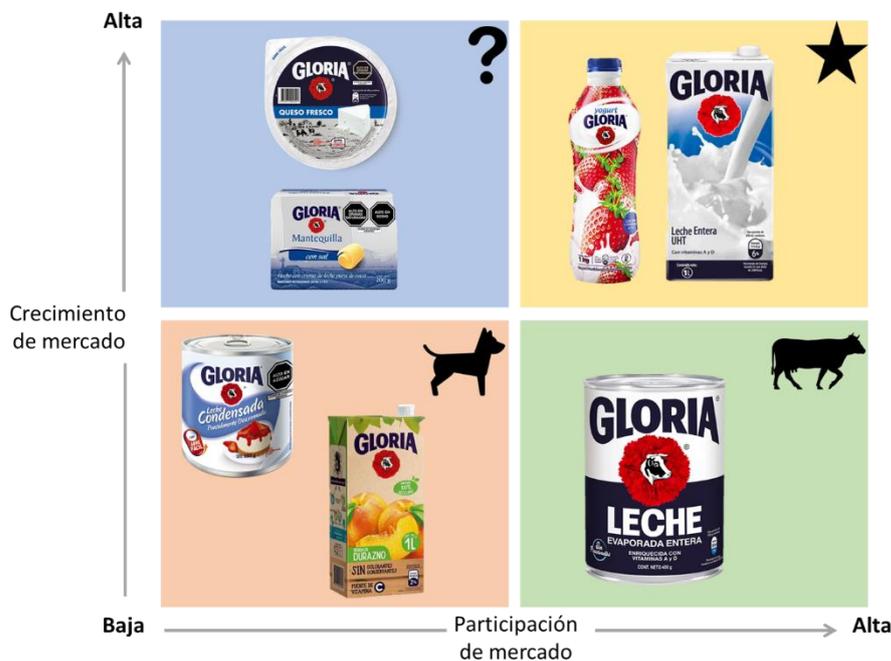


(1) Insignificante, (2) Baja, (3) Moderada, (4) Significante y (5) Alta.
Fuente: Elaboración propia 2022.

3. Matriz Boston Consulting Group

De acuerdo con David (2003), la matriz BCG (también denominada matriz de participación-crecimiento) es la herramienta que mejor muestra las diferencias entre las carteras de negocios de una compañía, en términos de tasa de crecimiento de la industria y la participación relativa en el mercado de esta.

Gráfico 5. Matriz BCG



Fuente: Estados Financieros (2021, 2022) y Memoria Anual (2022) de Leche Gloria S.A. Elaboración propia 2022.

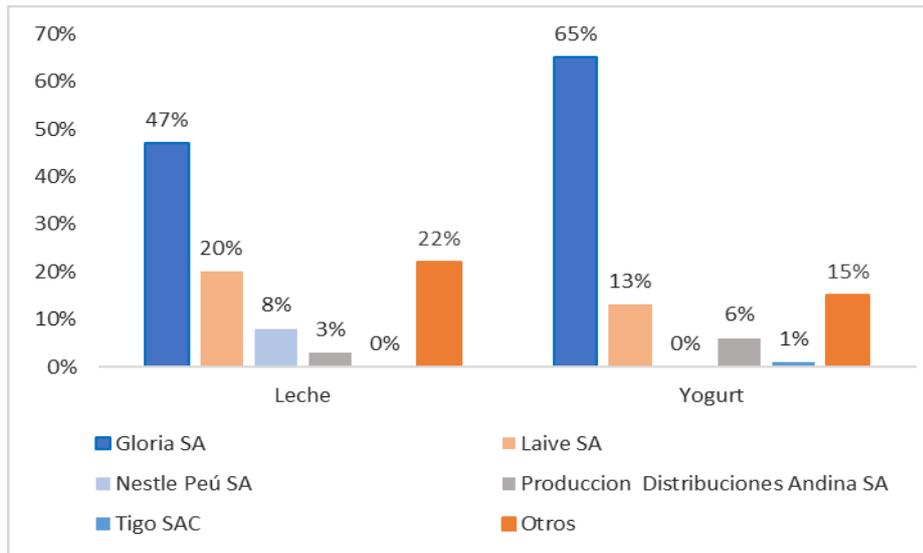
Cabe recalcar que, respecto al crecimiento de mercado, el valor “Alta” representa un valor cercano a 10%, mientras que “Baja” implica 0% o un comportamiento negativo. La participación de mercado se maneja en el intervalo de 0% a 100%. Para mayor detalle de cada categoría revisar el Anexo 12.

4. Identificación de los principales competidores y participación de mercado

El concepto de competencia está constituido por todas las marcas que pueden influir en la satisfacción del mercado (dando origen a las estrategias competitivas) y son referentes para moderar el rendimiento de la compañía.

De acuerdo con lo anterior, se procedió a revisar la participación de mercado que tiene Gloria sobre la leche y el yogur, los cuales representaron el 82% de sus ingresos en el 2022. Cabe señalar que Gloria se encuentra posicionada en el primer lugar en ambas categorías, seguida de Laive S.A.

Gráfico 6. Market share mercado de leche y yogur 2022



Fuente: Adaptación de *Dairy Products and Alternatives 2022*, de Euromonitor International (2022). Elaboración propia 2022.

El posicionamiento alcanzado por Gloria se debe a la fuerte presencia de la marca en el mercado y su extensa red de distribución, así como su constante diversificación e innovación en productos y mejoras de sus procesos. Cabe resaltar que también cuenta con una participación en el mercado internacional, de donde actualmente provienen el 8% de sus ingresos totales.

CAPÍTULO IV. POSICIONAMIENTO COMPETITIVO

1. Misión, visión y valores

Gloria está orientada a sostener su influencia en el mercado nacional de alimentos y fortalecer su crecimiento en el exterior a través de una mayor diversificación de su portafolio, mejora continua y sostenibilidad de sus operaciones. Además, tal como se presenta en la Tabla 5, seguirá aportando en la nutrición del consumidor, innovación tecnológica y desarrollo profesional de su planilla.

Tabla 5. Visión, misión, propósito y valores Gloria

| Visión | Misión | Valores |
|--|--|--|
| Ser la mejor empresa de alimentos en Latinoamérica, reconocida por nuestro aporte a la nutrición, sustentabilidad, innovación y desarrollo de talento de nuestros colaboradores. | Desarrollar los mercados de alimentos con productos ricos, nutritivos y accesibles, de forma eficiente y sustentable, asegurando la calidad, el cuidado de las personas y un futuro más saludable. | Honestidad Trabajo en equipo Compromiso Espíritu innovador Orgullo Búsqueda de excelencia |

Fuente: Web oficial de Leche Gloria S.A. (2023a). Elaboración propia 2022.

2. Análisis VRIO

Según Barney y Griffin (1992), para que una organización pueda llegar a la conclusión de si posee o no recursos y capacidades que son fuente de ventajas competitivas, deberán poseer una serie de atributos, que son recogidos en el modelo VRIO: valiosos, raros, inimitables y organizados. El modelo de análisis VRIO revela que las ventajas sostenibles de Gloria la integración vertical de sus procesos productivos, los centros de acopio en diferentes zonas del país y el posicionamiento de su marca en el sector. El detalle del análisis se encuentra en el Anexo 13.

3. Ventajas competitivas

Según el inciso anterior, se detalla a continuación las ventajas competitivas indicadas:

- Posicionamiento de marca: A pesar de la polémica de Pura Vida ocurrida en 2017, Gloria se situó como la marca de productos lácteos más preferida (52% de aprobación). Igualmente, una encuesta de 2020 la categorizó como “confiable”.
- Integración vertical del proceso productivo: Desde hace varios años se ha establecido un vínculo comercial con Deprodeca S.A.C., del grupo Gloria, la cual comercializa 40% aprox. de las ventas.
- Red de acopio de leche a través de sus centros a nivel nacional: Con cerca de 20 plantas

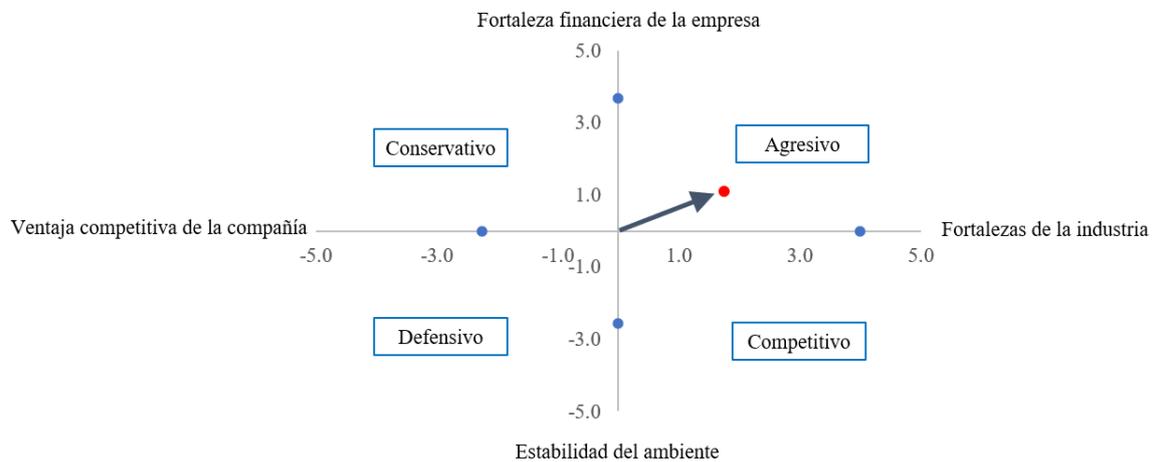
de recepción y enfriamiento, mediante 384 rutas de recojo (que integran el norte, centro y sur), y llegando a casi veinte mil ganaderos ubicados en todo el país.

- Defiende una estrategia de integración logística para mantener una total cobertura geográfica de la distribución de sus productos.

4. Matriz PEYEA

Tras la evaluación de la matriz PEYEA, se considera que Gloria puede tomar una estrategia agresiva según lo que se observa en el Gráfico 7, dado que la organización posee alta fortaleza financiera en relación al ROE, liquidez y alta calificación crediticia. Revisar el análisis en el Anexo 14.

Gráfico 7. Matriz PEYEA



Fuente: Elaboración propia 2022.

5. Revelamiento de la estrategia

La estrategia de Gloria está direccionada en hacer crecer y desarrollar el mercado, asimismo explotar la innovación dentro del portafolio incrementando el potencial de consumo de lácteos. Para mayor detalle del análisis de estrategia, revisar el Anexo 15.

CAPÍTULO V. ANÁLISIS FINANCIERO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN

En el presente capítulo se analizarán los estados financieros individuales auditados de la compañía para el periodo 2018-2022. La finalidad del análisis es conocer el comportamiento financiero de la compañía y comparar sus resultados con su *benchmark* directo en Perú, Laive y empresas regionales del sector en Latinoamérica.

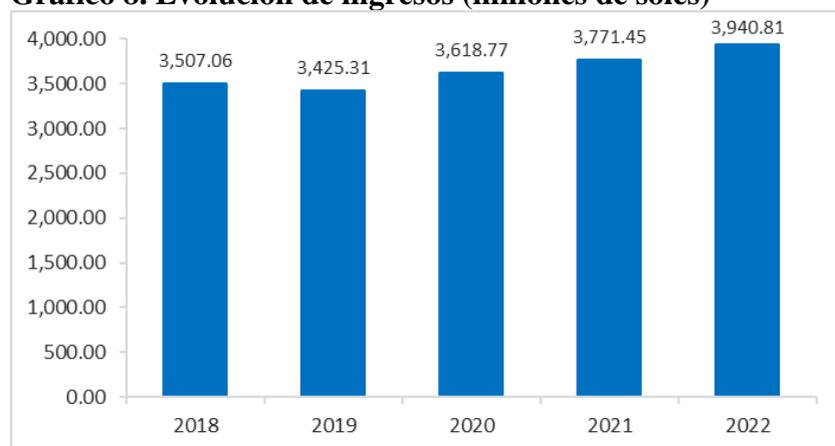
1. Finanzas operativas

Este análisis se enfocará en conocer como Gloria gestiona el activo y pasivo de corto plazo, con la finalidad de identificar problemas de funcionamiento y diagnosticar la situación financiera de la compañía.

1.1 Evolución de ingresos

Al cierre del 2022 los ingresos de Gloria reportaron un crecimiento de 4.49% respecto al año 2021, alcanzando un total de S/ 3 940.81 millones, ello debido principalmente a un incremento en las ventas de leche UHT en 17.72%, Yogur en 8.60%, Mantequilla en 15.18% y Leche Condensada en 21.87%. Cabe resaltar que, en el año 2020, a pesar del impacto del COVID-19 en la economía local y mundial, Gloria creció 5.65% respecto al año 2019, producto del crecimiento del consumo del hogar por las medidas de seguridad como la cuarentena que incentivaron la compra de productos de larga duración y la revalorización de los beneficios de una buena nutrición⁴.

Gráfico 8. Evolución de ingresos (millones de soles)

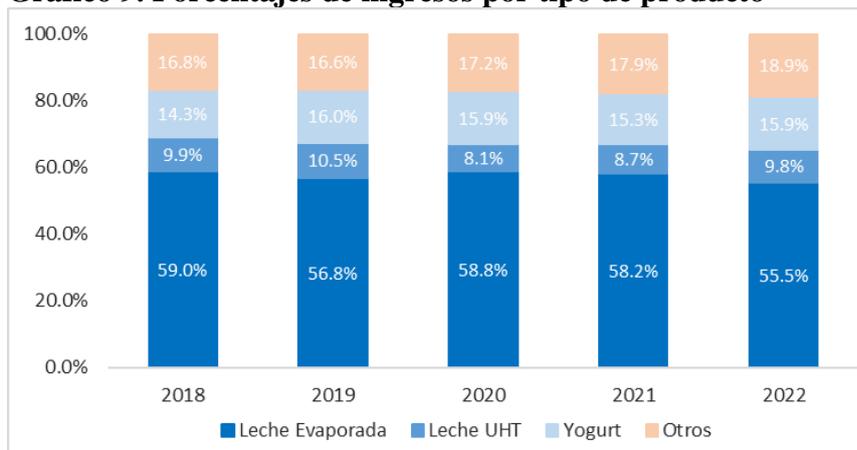


Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

⁴ Reporte de Sostenibilidad de Leche Gloria S.A., 2020.

Por otra parte, Gloria cuenta con una amplia cartera de productos, divididos en cuatro principales líneas de negocio: Leche (66%), Derivados Lácteos (22%), Jugos y refrescos (2%) y otros (8%); además, cuenta con otros ingresos derivados de servicios de gerenciamiento corporativo a sus relacionadas (2%). Las principales líneas de negocio de Gloria son la leche y los derivados lácteos, que representaron el 88.40% de los ingresos del 2022. Asimismo, si separamos los ingresos por tipo de producto vendido, la leche evaporada, leche UHT y Yogur representan el 81.10% del total de los ingresos del 2022.

Gráfico 9. Porcentajes de ingresos por tipo de producto

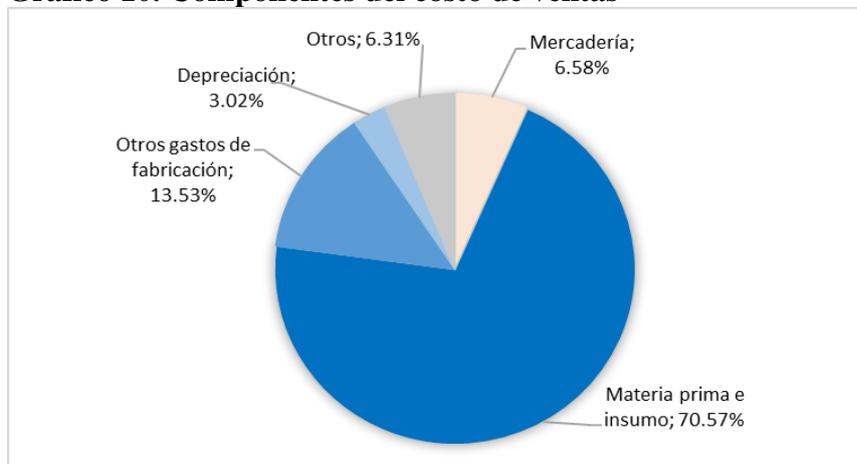


Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

1.2 Costo de ventas y margen bruto

El costo de ventas representó 80.79% de los ingresos de Gloria en el año 2022, mostrando un aumento de 2.01% respecto al año 2021, debido principalmente al aumento de los costos de las materias primas a nivel internacional. Los principales componentes del costo de ventas como promedio de los últimos cinco años son: Materias primas e insumos, Otros gastos de fabricación y Mercaderías.

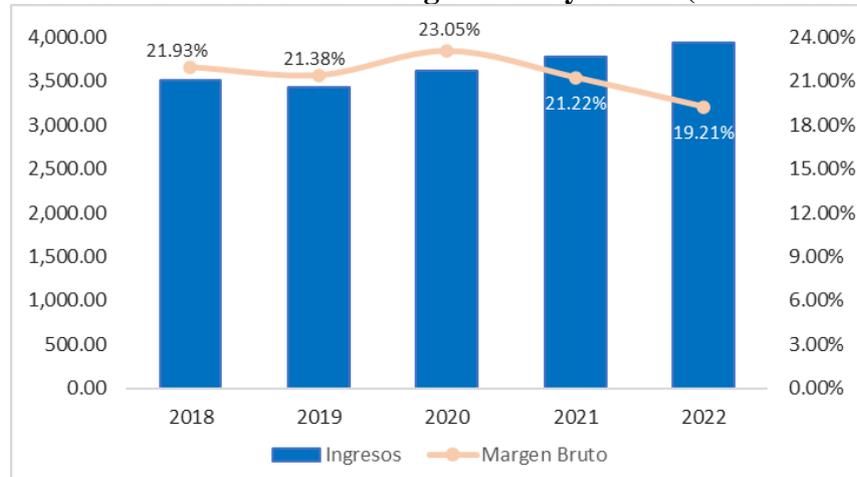
Gráfico 10. Componentes del costo de ventas



Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

Respecto al margen bruto, paso de 21.22% en el 2021 a 19.21% en el 2022, ello debido al alza de los precios de las materias primas como hojalata y leche en polvo. Años previos dicho margen se ha mantenido entre 21% y 23%.

Gráfico 11. Evolución del margen bruto y ventas (millones de soles)



Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

1.3 Análisis vertical y horizontal

Estado de situación financiera

Los activos de Gloria están compuestos mayoritariamente por activos fijos e inventarios que para el 2022 representaron 36.17% y 27.80%, respectivamente. La estructura del activo corriente y no corriente de Gloria se mantuvo similar al año 2021. Sin embargo, en el análisis horizontal se evidenciaron cambios significativos en los rubros de inventarios y cuentas por cobrar de largo plazo. Los inventarios aumentaron en S/ 312.55 millones (+40.55%) debido a una mayor cantidad de materias primas y mercadería necesarios para la elaboración de sus productos. Por otro lado, el rubro de cuentas por cobrar a largo plazo aumento en S/ 154.07 millones (+128.83%). Al cierre del 2022 los activos totales muestran un incremento del 9.34% respecto al 2021.

Respeto a la estructura de capital de Gloria, los pasivos corrientes pasaron de representar el 30.88% en el 2021 a 31.22% en el 2022, los pasivos no corrientes pasaron de 33.65% en el 2021 a 32.68% en el 2022 y el patrimonio total de 35.48% en el 2021 a 36.10% en el 2022, con ello se concluye que no hubo cambios significativos en la estructura de financiamiento. Mediante el análisis horizontal se observó que el patrimonio aumento en S/ 142.3 millones (+18.65%) como consecuencia del incremento en los resultados acumulados debido a que no se repartieron dividendos.

Análisis del estado de resultados

Los ingresos de Gloria ascendieron a S/ 3 940.81 millones en el 2022, lo cual representa un crecimiento del 4.49% respecto al 2021. En los últimos cinco años los ingresos de Gloria han crecido a una tasa anual compuesta de 3.28%.

A nivel de márgenes, en el 2022 se observa una caída de 2.01% en el margen bruto producto de un mayor costo de las materias primas e insumos. El margen EBITDA cayó en 1.92% principalmente por el incremento en los gastos de ventas y distribución. Los gastos financieros aumentaron en S/ 50.24 millones (+222.42% respecto al 2021), ello debido al aumento de las tasas de intereses. Todo ello derivó en una utilidad neta de S/ 147.13 millones en el 2022, menor en 34.98% respecto al 2021.

Para mayor detalle del análisis de los estados financieros revisar los Anexos 15, 16, 17, 18 y 19.

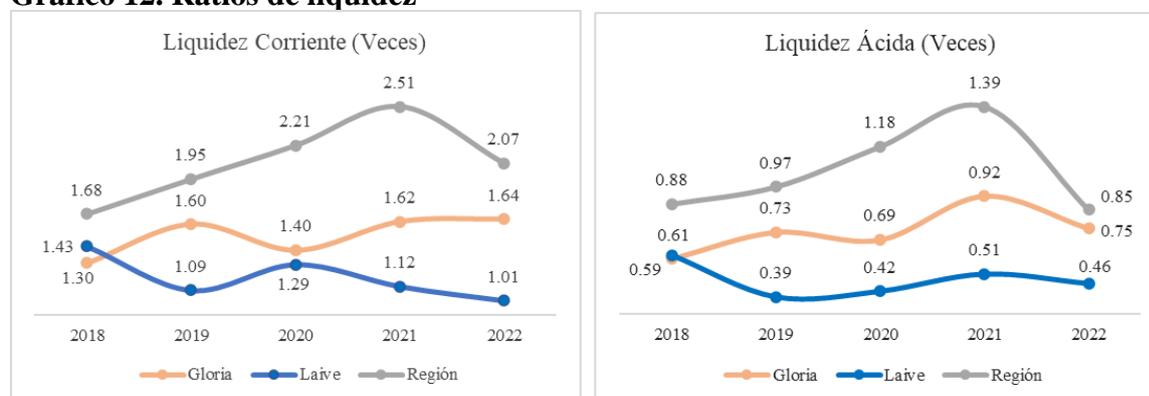
1.4. Análisis de ratios

a. Ratio de liquidez:

Gloria ha operado históricamente con un adecuado nivel de liquidez corriente, obteniendo un ratio de 1.64 en el año 2022 (1.62 para el año 2021); el ligero aumento en este ratio se debió a un aumento en el rubro de inventarios. Asimismo, el ratio de liquidez corriente promedio en los últimos cinco años ha sido 1.51, lo que significa que Gloria cuenta con la capacidad para afrontar sus obligaciones de corto plazo. Por otra parte, el ratio de prueba ácida fue de 0.75 en el año 2022 (0.92 para el año 2021), lo que evidencia la importancia que tienen los inventarios dentro del activo corriente.

Respecto a sus comparables, Gloria mantiene una posición de liquidez superior a su competidor directo en Perú, Laive, pero por debajo de sus pares regionales.

Gráfico 12. Ratios de liquidez



Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

b. Ratio de solvencia

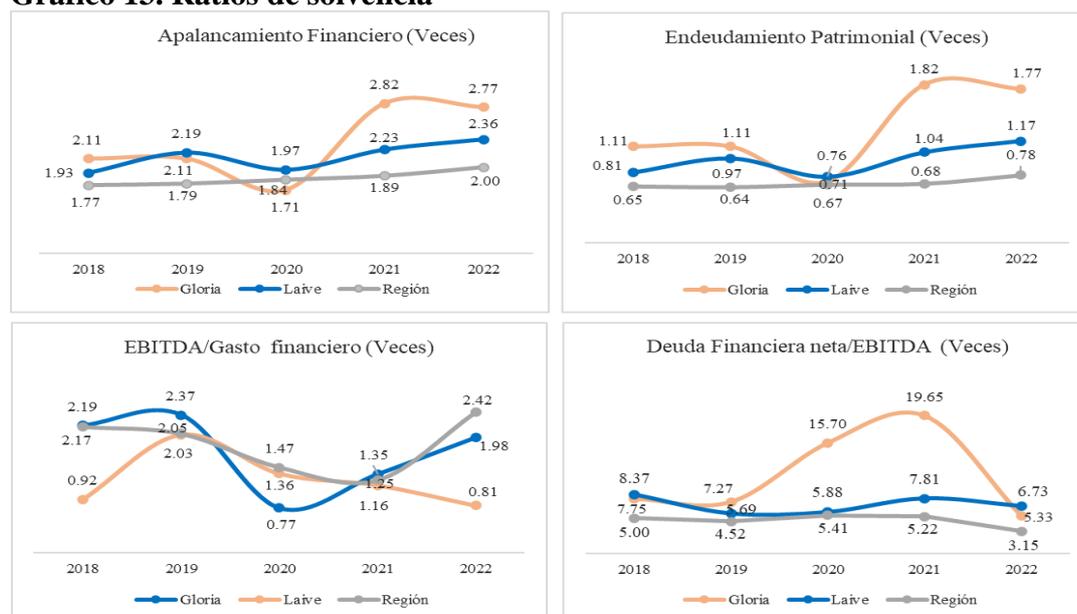
Entre los años 2018-2020 Gloria ha mantenido niveles bajos de endeudamiento. Sin embargo, el ratio de endeudamiento patrimonial registró una fuerte subida en los dos últimos años, pasando de 0.76 en el año 2020 a 1.82 y 1.77 para los años 2021 y 2022 respectivamente, esta subida se explica por mayores niveles de financiamiento bancario y un aumento en las cuentas por pagar. En lo que respecta a las empresas comparables, Laive ha mantenido un bajo nivel de endeudamiento y sus pares regionales mantienen este ratio por debajo de 1.

El nivel de apalancamiento financiero terminó en 2.77 en el 2022, inferior al ratio del 2021, pero aún por encima del ratio reportado históricamente, dicho aumento se explica por una mayor deuda con terceros y una reducción en el patrimonio. Por otro lado, las comparables han mantenido un ratio inferior a 2.50.

El ratio de cobertura de intereses se ubicó en 5.33 (19.65 para el 2021), ello producto de un mayor gasto financiero en S/ 50.2 millones y una reducción del EBITDA en 13% respecto al 2021. Respecto a las comparables, este ratio se ha mantenido por debajo del desempeño mostrado por Gloria.

En cuanto al ratio deuda financiera neta / EBITDA, el cual mide la capacidad que tiene una compañía para pagar su deuda, el ratio se ha mantenido en los últimos tres años por debajo de 2, lo cual se puede interpretar como la generación eficiente de ganancias para pagar la deuda financiera. En cuanto a las empresas comparables, Laive cerró el 2022 con un ratio inferior a 1 y las empresas regionales en 2.42.

Gráfico 13. Ratios de solvencia



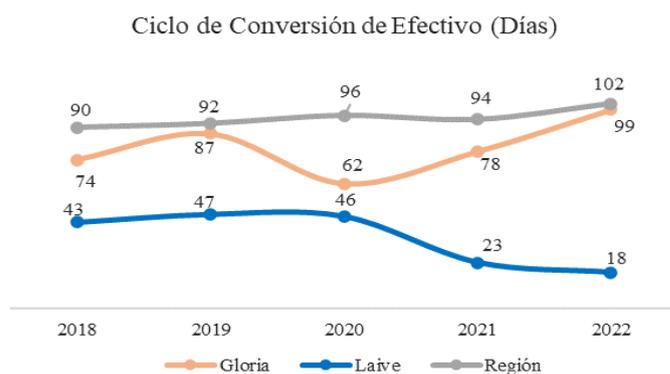
Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

c. Ratios de gestión

El ciclo de conversión del efectivo de Gloria paso de 78 días en el 2021 a 99 días en el 2022, explicado principalmente por un aumento en el nivel de inventario en S/ 312.55 millones (+40.55%) al cierre del 2022, lo que generó un aumento en los días promedio de inventario (+29 días). Por otro parte, los días de cobro se redujeron en cuatro días producto de un menor saldo en las cuentas por cobrar comerciales y un aumento en las ventas de 4.49%. Finalmente, los días de pago aumentaron en tres días al cierre del 2022 como consecuencia de un mayor nivel de compras y su capacidad para negociar con sus proveedores.

Respecto a sus comparables, Laive ha mostrado tener un menor ciclo de efectivo que Gloria, justificado por mayores días de crédito otorgados por sus proveedores, mientras que los comparables regionales han presentado un ciclo de efectivo mayor que el de Gloria y Laive en los últimos cinco años.

Gráfico 14. Ratios de gestión



Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

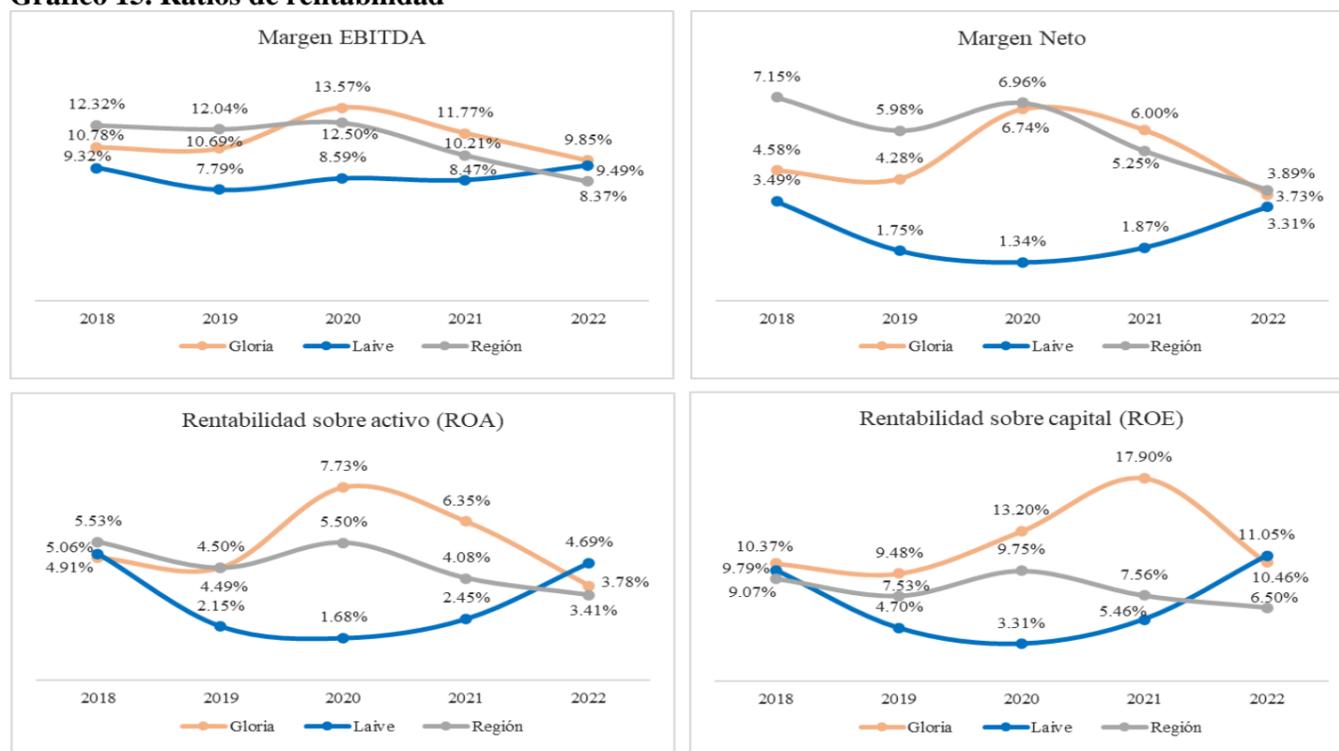
d. Ratios de rentabilidad

El margen EBITDA cayó a 9.85% en el año 2022, explicado principalmente por un aumento en el costo de las materias primas, lo que generó que el costo de ventas aumentará en 2%. Por otra parte, los márgenes obtenidos para los competidores en los últimos 03 años han sido inferiores a los obtenidos por Gloria.

Respecto al margen neto, este cayó a 3.73% en el año 2022, originado por la caída del margen EBITDA en 1.92% y un mayor gasto financiero de S/ 70.83 millones (+222.42%). En el caso de sus comparables, Laive alcanzó un ratio de 3.31%, superior al 2021, mientras que sus pares regionales obtuvieron un ratio muy similar al de Gloria.

El indicador ROA pasó de 6.35% en el 2021 a 3.78% en el 2022 debido a la caída en la utilidad neta en S/ 79.1 millones. El ROE cayó a 11.05% por la misma razón. Por su parte, el ROA y ROE de Laive fueron superiores al de Gloria en el 2022, mientras que sus pares regionales no lograron superar los ratios de Gloria.

Gráfico 15. Ratios de rentabilidad



Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

1.5 Análisis de las necesidades operativas de financiamiento (NOF) versus el fondo de maniobra (FM)

Como parte del análisis de corto plazo, se procederá a evaluar la política financiera de la empresa desde la perspectiva del NOF y FM. Para ello, en la Tabla 6 se muestra el cálculo de cada uno de sus componentes.

Tabla 6. NOF vs FM (en millones de soles)

| Rubros | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Activo corriente | 1 254.93 | 1 300.52 | 1 300.52 | 1 281.49 | 1 137.43 | 1 783.95 | 1 999.30 |
| Pasivo corriente | 755.71 | 1 003.83 | 1 003.83 | 802.62 | 814.82 | 1 100.36 | 1 216.43 |
| Fondo de maniobra | 499.22 | 296.69 | 296.69 | 478.87 | 322.61 | 683.59 | 782.87 |
| Cuentas por cobrar comerciales, neto | 273.20 | 338.39 | 338.39 | 300.09 | 270.80 | 258.96 | 221.45 |
| Otras cuentas por cobrar | 24.34 | 55.93 | 55.93 | 34.34 | 23.59 | 49.01 | 85.65 |
| Inventario, neto | 598.76 | 700.69 | 700.69 | 690.53 | 565.31 | 770.70 | 1 083.24 |
| Cuentas por pagar comerciales | 298.16 | 394.37 | 394.37 | 284.71 | 289.93 | 337.59 | 388.79 |
| Otras cuentas por pagar | 310.68 | 291.99 | 291.99 | 323.61 | 345.10 | 139.32 | 121.96 |
| Necesidades Operativas de Fondo | 287.45 | 408.66 | 408.66 | 416.63 | 224.66 | 601.75 | 879.59 |

Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

Durante los periodos 2019 al 2021, Gloria ha presentado un excedente de caja, FM superior a las NOF, lo que significa que la compañía ha podido financiar sus necesidades operativas de fondos con los recursos de largo plazo y por consiguiente ha tenido la capacidad para cubrir sus pasivos de corto plazo. Sin embargo, en el último período esta tendencia se revirtió, a pesar de haberse incrementado el fondo de maniobra en 14.52% respecto a 2021.

En el último año, las NOF tuvo un incremento de 46.17% con relación al período anterior, causado principalmente por el incremento en el valor de los inventarios, derivado a su vez por el alza del costo de materias primas. Respecto a las deudas corrientes, se puede observar una política de compras al crédito hacia los proveedores, lo que también contribuye a un excedente en la caja de la compañía.

2. Finanzas estructurales

2.1 Descripción de las políticas de la empresa

- Política de dividendos:

La distribución de dividendos es autorizada cuando es aprobada por la Junta General de Accionistas. Si bien en 2021, la Junta General Obligatoria Anual de Accionistas aprobó la disposición de las utilidades que sean de libre disposición en la cuenta de resultados acumulados de hasta el 100% de su valor para ser repartidas vía dividendos, en 2022 dicha medida fue reducida al 60%. En línea con ello, se muestra un resumen del desempeño del *PayOut Ratio* que se ha dado con Gloria en los últimos cinco años. De igual forma, se muestra el *Retention Ratio*, indicador complementario.

Tabla 7. PayOut y Retention Ratio (en millones de soles)

| Concepto | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------|---------|--------|---------|---------|---------|----------|---------|
| Dividendos | 220.50 | 150.00 | 265.00 | 150.00 | 0.00 | 808 | 0.00 |
| Utilidad Neta | 216.06 | 207.36 | 160.71 | 146.52 | 243.74 | 226.30 | 147.13 |
| Payout Ratio | 102.06% | 72.34% | 164.89% | 102.38% | 0.00% | 357.05% | 0.00% |
| Retention Ratio | -2.06% | 27.66% | -64.89% | -2.38% | 100.00% | -257.05% | 100.00% |

Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

- Políticas financieras:

En el ámbito de la tesorería, específicamente en el excedente de caja, se han definido cuatro directrices: destinarlo al prepago de obligaciones de corto plazo (priorizando las de mayor costo); solo es permitida su inversión a través de depósitos a plazo (priorizando el banco emisor, la rentabilidad y la liquidez del instrumento); los períodos de dichas inversiones dependen de la proyección del flujo de efectivo; la moneda en que se realizarán las inversiones estarán definidas según la tasa de interés de depósito y la perspectiva de fluctuación cambiaria.

En la gestión de cobranzas, el área de créditos y cobranzas tiene la política de evaluar la calidad crediticia de los clientes teniendo en cuenta su posición financiera, la experiencia pasada, entre otros factores. De esta forma se establece límites de crédito individuales sobre la base de las calificaciones internas, los cuales son evaluados con regularidad.

Respecto a la deuda financiera, Gloria tiene la política de mantener financiamiento principalmente a tasa de interés fija para minimizar el riesgo de volatilidad.

- Políticas de inversión:

Gloria efectúa inversiones de manera anual, que tienen como propósito el aseguramiento de la calidad de sus productos, la búsqueda de eficiencia en costos y el cumplimiento de los estándares de calidad y cuidado al medio ambiente.

Asimismo, la compañía busca constantemente alinear a sus proveedores con sus altos estándares de calidad, para lo cual se han implementado procesos de homologación que constan de dos fases: Evaluación documentaria y verificación de implementación y mantenimiento de sistemas de gestión; se han establecido auditorías según el tipo de material y/o servicio que el proveedor suministra y, por último, se realizan evaluaciones de desempeño a los proveedores dos veces al año.

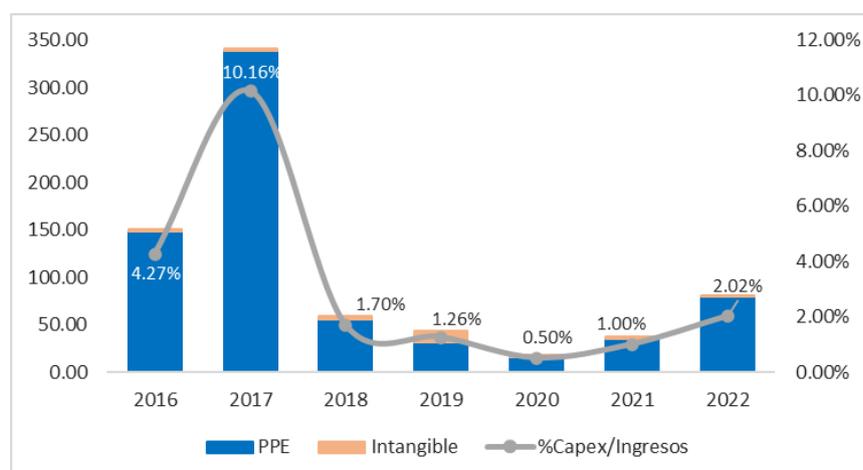
La compañía también cuenta con otras políticas: para la prevención de la corrupción, lavado de activos, financiamiento del terrorismo, de igualdad remunerativa, etc.

2.2 Características de la inversión de la empresa

Durante los años 2021 y 2022, se ejecutaron inversiones por S/ 37.59 millones y S/ 79.49 millones respectivamente, enfocadas en la adquisición de equipos de cómputo, maquinaria para envase de lata, maquinarias para derivados lácteos, sistema de gestión de datos maestros, mantenimiento de líneas de producción, habilitación de oficinas, entre otros.

Cabe resaltar que entre los años 2015 y 2017 se realizaron inversiones en CAPEX de crecimiento por S/ 774.1 millones, principalmente para la construcción de nuevas plantas; ampliación de sistema de frío, cámaras frigoríficas y de almacén; adquisición de equipos; planta de Huachipa para atender los requerimientos especiales del programa Qali Warma. Durante dicho período, el ratio de inversión sobre ingresos alcanzó el 7.48% en promedio, no obstante, durante el 2018 al 2022 el ratio osciló entre 0.50% y 2.02%, ello a pesar de que Gloria continúa invirtiendo en la mejora de sus plantas y adquisiciones de equipos tecnológicos que le permitan seguir liderando el mercado lácteo. El ratio de inversión CAPEX sobre ingresos de Laive para el 2021 y 2022 fue de 2.50% y 1.67%, respectivamente.

Gráfico 16. Evolución del CAPEX (en millones de soles)



Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2018-2022). Elaboración propia 2022.

2.3 Coherencia de las políticas financieras (Dupont ROE)

El ROE de la compañía ha experimentado una caída de 17.90% (el más alto en 07 años) en el 2021 a 10.46% en el 2022. A través del análisis Dupont se puede interpretar que esto se debe principalmente a la reducción del margen neto, el cual paso de 6.00% en el 2021 a 3.73%, en el 2022. Por otro lado, el menor nivel de apalancamiento también tuvo un efecto sobre el ROE, dicho reducción se debe a un mayor nivel de activos, producto de un aumento en el rubro de inventarios.

Respecto a la rotación de los activos, como se puede apreciar en la Tabla 8, se ha mantenido casi constante entre los años 2018 y 2021, sin embargo, para el 2020 se observa un aumento, producto de un menor nivel de activos. Para el 2022 el indicador se redujo por efecto del incremento de existencias.

Comparando a Gloria con el *benchmark* nacional (Laive) y regional, se concluye que los últimos cinco años Gloria cuenta con un mejor ratio ROE fundamentado en su mayor margen neto y apalancamiento financiero, excepto en 2022, donde Laive presentó su mejor margen neto de los últimos ocho años.

Tabla 8. Análisis Dupont

| Ratios | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| ROE: Utilidad neta / Patrimonio | 13.53% | 12.54% | 10.37% | 9.48% | 13.20% | 17.90% | 10.46% |
| Dupont | 13.53% | 12.54% | 10.37% | 9.48% | 13.20% | 17.90% | 10.46% |
| Margen neto: Utilidad neta / Ventas | 6.11% | 6.18% | 4.58% | 4.28% | 6.74% | 6.00% | 3.73% |
| Rotación de los activos: Ventas / Activo | 1.13 | 1.04 | 1.07 | 1.05 | 1.15 | 1.06 | 1.01 |
| Apalancamiento: Activo / Patrimonio | 1.96 | 1.94 | 2.11 | 2.11 | 1.71 | 2.82 | 2.77 |

Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2016-2022). Elaboración propia 2022.

2.4 Análisis del financiamiento

La deuda financiera de Gloria al cierre del 2022 comprende pagarés y préstamos bancarios. Esta deuda representó el 47% (S/ 1 175 millones) del total del pasivo en el 2022 y 48% (S/ 1 095 millones) en el 2021, cabe destacar que todos los préstamos son tomados a tasa fija.

La tasa de interés implícita se obtuvo de dividir los gastos de intereses de deuda financiera y el total de deuda tomada en el año, de acuerdo a lo mostrado en el Gráfico 17 en el 2022 se obtuvo una tasa de interés de 5.74%, dicho aumento se explicó por un mayor nivel de deuda y un entorno de tasas de interés al alza.

Gráfico 17. Estructura del financiamiento y costo financiero



Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2016-2022). Elaboración propia 2022.

La deuda financiera de Gloria en los últimos tres años ha sido financiada principalmente con pagarés bancarios, representando en el 2022 el 87.23% del total de la deuda financiera (86.30% para el 2021). Al cierre del 2022 mantiene vigente la 4ta emisión de bonos corporativos por el monto de S/ 150 millones, cuyo vencimiento se dará en el año 2035, cabe destacar que los fondos obtenidos a través del Primer Programa de Bonos Corporativos fueron destinados principalmente para uso en capital de trabajo e inversión en infraestructura y bienes de capital.

Tabla 9. Composición de la deuda financiera (en millones de soles)

| Deuda Financiera | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|
| Deuda financiera corriente: | 195.28 | 80.91 | 248.56 | 110.60 | 75.00 | 0.00 | 0.00 |
| Pagarés | 158.83 | 0.00 | 95.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Bonos | 36.45 | 80.91 | 153.56 | 110.60 | 75.00 | 0.00 | 0.00 |
| Deuda financiera no corriente: | 640.07 | 709.16 | 625.60 | 805.00 | 395.00 | 1 095.00 | 1 175.00 |
| Pagarés | 70.00 | 220.00 | 290.00 | 580.00 | 245.00 | 945.00 | 1 025.00 |
| Bonos | 570.07 | 489.16 | 335.60 | 225.00 | 150.00 | 150.00 | 150.00 |
| Deuda financiera total | 835.35 | 790.07 | 874.16 | 915.60 | 470.00 | 1 095.00 | 1 175.00 |

Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2016-2022). Elaboración propia 2022.

3. Diagnóstico

Del análisis financiero realizado se concluye que Gloria es una empresa con amplia capacidad financiera y solvente, por lo cual no presenta problemas económicos ni financieros.

A nivel financiero, Gloria posee adecuados indicadores de liquidez, razón corriente superior a 1, las NOF siempre han sido positivas, lo que indica que se requiere de financiamiento externo para financiar sus operaciones de corto plazo, las cuales han sido financiadas por el capital de trabajo que se han mantenido superior a las NOF en los últimos años. Cabe destacar que la empresa posee una estructura de financiamiento estable y un nivel de apalancamiento cercano a 2, excepto en los años 2021 y 2022 donde el ratio subió a 2.82 y 2.77, sin embargo, esto no es de mayor preocupación, pues parte del saldo endeudado que se mantiene es caja; además, si bien posee un alto nivel de apalancamiento, la empresa cuenta con la capacidad para generar EBITDA para cumplir con el pago de la deuda en menos de dos años, ello sustentado en el ratio deuda financiera neta / EBITDA.

A nivel de solvencia, la compañía ha ejecutado sus planes de inversión en CAPEX de manera estratégica de tal manera que le ha permitido mantener el crecimiento de sus ingresos (4.49% en el 2022); asimismo, tienen como política mantener una capacidad instalada libre para atender cualquier incremento en la demanda. Por otra parte, del análisis Dupont que se realizó se evidencia que la compañía ha mantenido niveles de rentabilidad para el accionista (ROE) superior a sus pares regionales y Laive en los últimos ocho años revisados, excepto en el 2022 donde Laive tuvo un ligero incremento en el ROE respecto a Gloria, sustentado principalmente en la capacidad de Gloria para endeudarse.

CAPÍTULO VI. VALORACIÓN

1. Supuestos de proyecciones

Los criterios usados para cada uno de los supuestos se encuentran fundamentados en la revisión histórica de los estados financieros auditados, análisis del FODA, revisión de las memorias y noticias de la compañía. Asimismo, dichos supuestos se validaron con el análisis de consistencia de los ratios financieros históricos y proyectados. Los supuestos empleados para la proyección de los estados financieros, los cálculos y proyección de estos se encuentran en los Anexos 20, 21, 22, 23, 24 y 25.

2. Determinación de los Flujos de Caja Libre y del Accionista

Tomando en cuenta los supuestos explicados en la sección previa y la estrategia de Gloria en el largo plazo se muestran a continuación el Flujo de Caja Libre para la compañía y el Accionista para el período 2023-2032. Los datos se obtuvieron a partir de la proyección de Estados Financieros.

Tabla 10. Flujo de Caja Libre y del Accionista

| Detalle | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| NOPAT: EBIT x (1-T) | 258 942 | 267 972 | 277 327 | 276 673 | 279 370 | 307 653 | 349 265 | 357 255 | 365 515 | 374 051 |
| (+) Depreciación y amortización | 115 217 | 119 065 | 122 707 | 141 217 | 154 723 | 131 444 | 89 293 | 96 835 | 104 614 | 112 636 |
| (-) Cambios en capital de trabajo | 95 357 | 100 741 | -23 172 | -23 513 | -23 365 | -24 127 | -24 915 | -25 729 | -26 570 | -27 439 |
| (-) Inversiones en CAPEX | -85 584 | -88 461 | -91 383 | -282 319 | -291 280 | -100 336 | -103 478 | -106 722 | -110 072 | -113 532 |
| Free Cash Flow to Firm (FCFF) | 383 931 | 399 317 | 285 479 | 112 057 | 119 448 | 314 634 | 310 165 | 321 640 | 333 486 | 345 716 |
| Utilidad Neta | 212 640 | 228 097 | 246 432 | 250 515 | 250 091 | 276 111 | 322 264 | 328 861 | 335 523 | 342 261 |
| (+) Depreciación y amortización | 115 217 | 119 065 | 122 707 | 141 217 | 154 723 | 131 444 | 89 293 | 96 835 | 104 614 | 112 636 |
| (-) Cambios en capital de trabajo | 95 357 | 100 741 | -23 172 | -23 513 | -23 365 | -24 127 | -24 915 | -25 729 | -26 570 | -27 439 |
| (-) Inversiones en CAPEX | -85 584 | -88 461 | -91 383 | -282 319 | -291 280 | -100 336 | -103 478 | -106 722 | -110 072 | -113 532 |
| (-) Deuda Neta | -145 000 | -205 000 | -105 000 | 80 000 | 60 000 | -100 000 | 40 000 | 45 000 | 50 000 | 42 500 |
| Free Cash Flow to Equity (FCFE) | 192 629 | 154 442 | 149 584 | 165 899 | 150 169 | 183 092 | 323 164 | 338 245 | 353 495 | 356 426 |

Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2014-2022). Elaboración propia 2022.

3. Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)

Para determinar la tasa de descuento o WACC, se halló el costo de capital (K_e) mediante la metodología del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), el costo de la deuda y estructura de capital de Gloria a valor de mercado.

Tabla 11. Determinación del WACC

| Concepto | Valor | Descripción | Fundamento |
|--|--------------|---|---|
| Deuda/(Deuda + <i>Market Cap</i>) | 25.69% | Proporción de deuda a valor de mercado respecto al valor total de empresa | Estados financieros al 31.12.2022 y Bolsa de Valores de Lima. |
| Capital/(Deuda + <i>Market Cap</i>) | 74.31% | Proporción de capitalización de mercado respecto al valor total de empresa | Estados financieros al 31.12.2022 y Bolsa de Valores de Lima. |
| Tasa imponible % | 31.51% | Tasa de impuesto efectiva. Promedio aritmético de los últimos 03 años de Gloria. | Criterio de <i>practitioners</i> . |
| Costo de la deuda (K_d) % | 6.46% | Promedio ponderado de la tasa de interés de las obligaciones financieras (pagarés y bonos). | Estados financieros al 31.12.2022 |
| Costo de capital (K_e) % | 9.44% | Tasa exigida por los inversionistas. | Según Metodología CAPM (Sharpe, 1964). |
| Weighted Average Cost of Capital (WACC) | 8.15% | Tasa para descontar el flujo de caja | - |

Fuente: Elaboración propia 2022.

4. Método de valoración

La valorización de Gloria ha sido analizada utilizando tres métodos: i) Flujo de caja libre descontado (DCF); ii) Dividendos descontados (DDM), y iii) Valorización por múltiplos.

El método usado para emitir una opinión fue el de flujo de caja libre descontado, ya que toma en cuenta el análisis estratégico de la compañía que permite identificar las ventajas competitivas y los factores que generan valor para Gloria. Asimismo, se analizaron las políticas de inversión y financiamiento.

4.1 Método de flujo de caja libre descontado

Una vez obtenido el Flujo de Caja Libre proyectado para los siguientes 10 períodos, es necesario el cálculo del valor patrimonial al cierre de 2022. Para ello se determina el valor terminal para el último año (2032) y la tasa de crecimiento estimada para la perpetuidad, la cual se vincula a la inflación proyectada de largo plazo. Para ambos intervalos (10 años y perpetuidad), se ha determinado el uso de la misma tasa de descuento.

Este valor actual, sumado al valor terminal y tanto el efectivo como deuda financiera, permitirán obtener el valor del patrimonio descontado al 2022. Lo anterior se muestra en la Tabla 12:

Tabla 12. Cálculo de valor patrimonial y de la acción

| Detalle (en miles) | Datos |
|---|-------------|
| Tasa de crecimiento (g) - Largo plazo | 3.50% |
| WACC | 8.15% |
| EBIT 2032 | 546 112 |
| Tasa efectiva de IR | 31.51% |
| ROIC % 2032 | 13.06% |
| Valor terminal al 2032 | 6 092 556 |
| VP del valor terminal (10 años) | 2 782 798 |
| VP Flujo de caja descontado (2023-2032) | 1 955 000 |
| Efectivo y equivalente de efectivo al 31.12.2022 | 406 166 |
| Deuda a valor de mercado al 31.12.2022 | -1 148 348 |
| Valor patrimonial al 2022 | 3 995 616 |
| Acciones de inversión al 31.12.2022 (en miles) | 38 470 |
| Acciones comunes al 31.12.2022 (en miles) | 382 502 |
| Valor de la acción de inversión en S/ al 31.12.2022 | 8.20 |
| Valor de la acción común en S/ al 31.12.2022 | 9.62 |
| Precio de la acción de inversión en S/ - BVL al 31.12.2022 | 7.89 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Finalmente, como resultado de la valoración, y considerando el total de acciones comunes y de inversión, se obtiene un valor por acción de inversión de S/ 8.20 y un valor por acción común de S/ 9.62 (para poder realizar el cálculo, se partió del supuesto que el 100% de acciones en circulación son de inversión), lo que representa un valor adicional de 3.88% sobre el valor de las acciones inversión y comunes.

Para poder calcular el precio de la acción común de la empresa, se tuvo que hallar la prima de valor, la cual resulta de la media de cotizaciones de acciones comunes y de inversión de empresas de consumo y que también cuenten con acciones de inversión, obteniéndose así un factor de 1.17 del valor de acciones comunes sobre las de inversión, el detalle del cálculo se muestra en el Anexo 26.

4.2 Método de múltiplos comparables

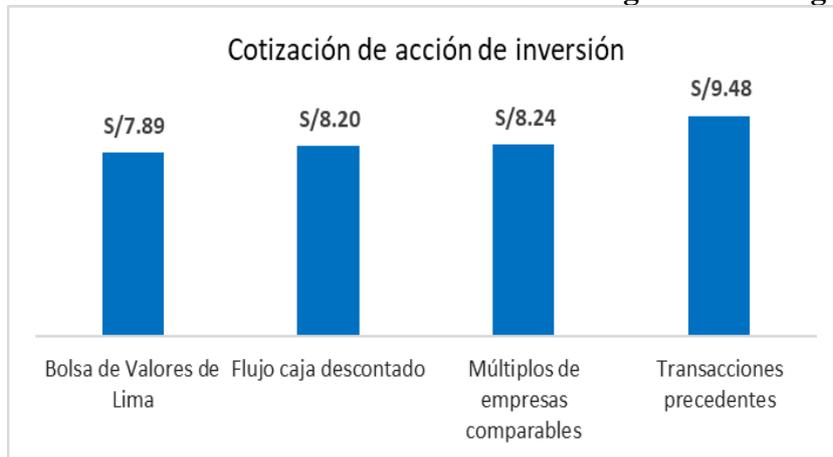
Es la segunda metodología más utilizada en la valuación de empresas, consiste en la comparación a través de múltiplos. Como principales desventajas del uso de este método se encuentra la variedad de políticas contables, las cuales definen los principales *inputs* para los múltiplos, se maneja una perspectiva hacia el pasado, lo que omite cualquier proyección de flujos futuros y, finalmente, tampoco toma en consideración las características propias de cada empresa, así como su modelo de negocio. A pesar de ello, es una de las metodologías más empleadas en el corto plazo, dado que reflejan las percepciones del mercado sobre una compañía. El detalle del cálculo y resultados se encuentra en el Anexo 27.

4.3 Método de transacciones precedentes

Otro método de valoración por múltiplos es la valoración por transacciones precedentes que tiene como referencia las operaciones de M&A llevadas a cabo previamente entre empresas del mismo sector de la compañía. El procedimiento seguido es similar al de la metodología anterior, con la diferencia que, dentro de los múltiplos elegidos, estos evalúan el valor de la transacción, en vez del valor de la empresa. El cálculo seguido por esta metodología se muestra en el Anexo 27.

A continuación, se muestra un comparativo de las cotizaciones de la acción de inversión según las metodologías empleadas:

Gráfico 18. Valor de acciones de Inversión según metodologías propuestas



Fuente: Elaboración propia 2022.

5. Justificación del uso de métodos

Para la valorización de Gloria se usó el método del Flujo de Caja Descontado debido a que considera un horizonte de evaluación a largo plazo, lo que implica que la valorización no está sujeta exclusivamente a la percepción y humor del mercado. Asimismo, a largo plazo tiene proyección de crecimiento, de invertir en activos (CAPEX) y un flujo de efectivo sólido. Cabe señalar también la relevancia de considerar el valor del dinero en el tiempo y permitir definir la tasa de retorno esperada por los inversionistas de la compañía. Además, dado que se encuentra listada en la Bolsa de Valores de Lima es factible poder acceder información detallada sobre sus resultados financieros, tanto trimestrales como anuales.

Finalmente, el detalle requerido por los Flujos de Caja Descontados permite conocer los diferentes *drivers* necesarios para obtener el valor actual de la compañía; pudiendo estos ajustarse posteriormente según las diferentes estrategias que lleve a cabo Gloria en los próximos años.

CAPÍTULO VII. ANÁLISIS DE RIESGO

A continuación, se presentan los riesgos asociados del negocio debido a sus características actuales y la sensibilidad del precio de la acción ante cambios en la tasa de crecimiento perpetuo, WACC y participación de mercado.

1. Matriz de riesgo

Gloria tiene en cuenta los riesgos de mercado y no financieros a los que se encuentra expuesta actualmente. Si bien es cierto, los riesgos se encuentran controlados y con probabilidades bajas de ocurrencia, el riesgo asociado al tipo de cambio podría afectar su posición cambiaria junto con sus cuentas por cobrar al exterior y relacionadas. Para ver la matriz de riesgo completa, ver el Anexo 27.

2. Análisis de sensibilidad

Se han considerado tres variables que influirán en el valor fundamental de la acción de inversión, siendo estos la tasa de crecimiento, WACC y la participación de Gloria en el mercado de leche evaporada.

Los rangos establecidos para el WACC fueron dados para el mínimo valor beta de empresas comparables y para el máximo según data de betas Damodaran. Para el crecimiento perpetuo se toma la inflación de largo plazo como valor mínimo y el crecimiento del PBI como valor máximo. El *market share* se mueve según data histórica de los últimos 20 años. A continuación, se muestran los cálculos de las variaciones:

Tabla 13. Sensibilidad WACC versus tasa de crecimiento perpetuo

| | | WACC | | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 7.71% | 7.93% | 8.15% | 8.36% | 8.56% |
| G | 2.00% | 8.09 | 7.74 | 7.41 | 7.13 | 6.86 |
| | 2.75% | 8.54 | 8.13 | 7.75 | 7.43 | 7.13 |
| | 3.50% | 9.14 | 8.64 | 8.20 | 7.82 | 7.47 |
| | 4.25% | 9.99 | 9.36 | 8.80 | 8.34 | 7.92 |
| | 5.00% | 11.30 | 10.44 | 9.69 | 9.09 | 8.56 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Tabla 14. Sensibilidad *market share* de Gloria en Leche evaporada versus WACC

| | | WACC | | | | |
|----------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 7.71% | 7.93% | 8.15% | 8.36% | 8.56% |
| Gloria Market share: Leche Evap. | 67.90% | 8.32 | 7.87 | 7.47 | 7.12 | 6.81 |
| | 72.75% | 8.73 | 8.26 | 7.83 | 7.47 | 7.14 |
| | 77.60% | 9.14 | 8.64 | 8.20 | 7.82 | 7.47 |
| | 81.30% | 9.45 | 8.94 | 8.47 | 8.08 | 7.72 |
| | 85.00% | 9.77 | 9.23 | 8.75 | 8.35 | 7.97 |

Fuente: Elaboración propia 2022

Tabla 15. Sensibilidad tasa crecimiento G versus *market share* Gloria en Leche evaporada

| | | G | | | | |
|----------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2.00% | 2.75% | 3.50% | 4.25% | 5.00% |
| Gloria Market share: Leche Evap. | 67.90% | 6.78 | 7.08 | 7.47 | 8.00 | 8.77 |
| | 72.75% | 7.09 | 7.41 | 7.83 | 8.40 | 9.23 |
| | 77.60% | 7.41 | 7.75 | 8.20 | 8.80 | 9.69 |
| | 81.30% | 7.65 | 8.01 | 8.47 | 9.11 | 10.05 |
| | 85.00% | 7.89 | 8.26 | 8.75 | 9.42 | 10.40 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

3. Simulación de Montecarlo

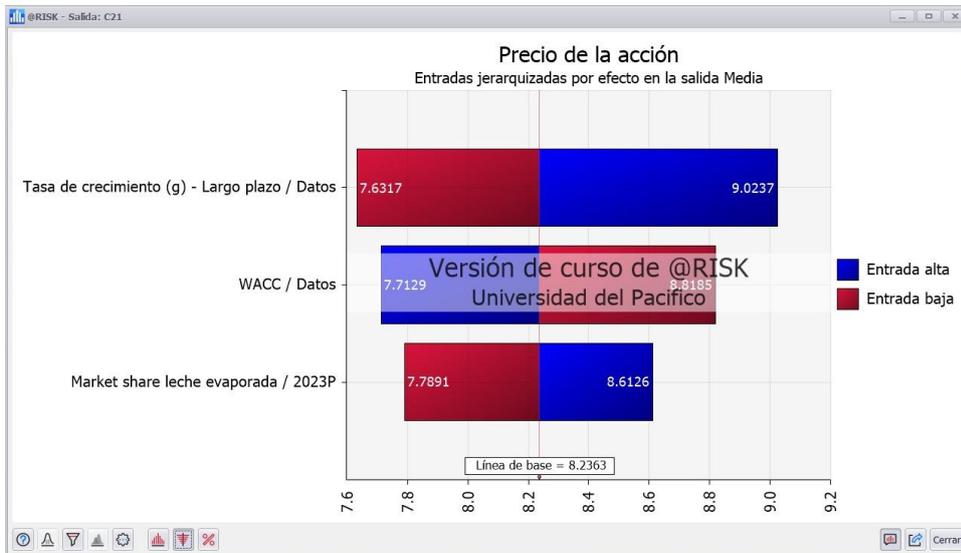
En función a la simulación ejecutada con cambios en el WACC (7.71%, 8.56%), la tasa de crecimiento G (2%, 5%), los posible cambio en la participación de mercado de la leche evaporada (67.9%, 85%), indican que al 90% el precio de la acción se situaría en un rango entre S/ 7.39 y S/ 9.27%.

Gráfico 19. Distribución de la simulación de Montecarlo



Fuente: Software @Risk. Elaboración propia 2022.

Gráfico 20. Análisis de tornado



Fuente: Software @Risk. Elaboración propia 2022.

CAPÍTULO VIII. RESUMEN DE LA INVERSIÓN

El valor fundamental de la acción de Leche Gloria S.A., obtenido mediante el método de flujo de caja descontado, es de S/ 8.2 para la acción de inversión y de S/ 9.6 para la acción común, el valor determinado para la acción de inversión es superior en 3.88% respecto del precio cotizado en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)) al cierre del 2022.

La recomendación es comprar/mantener la acción de inversión con una visión a largo plazo, debido a que a lo largo de los años ha demostrado un sólido crecimiento, Gloria es la empresa líder del sector con una participación promedio en lo últimos cinco años del 77%, cuenta con posicionamiento en el mercado al ser una marca tradicional y valorada por los hogares, además de su constante innovación y desarrollo de productos que buscan satisfacer las diferentes necesidades de los consumidores. Por otra parte, cuenta con una óptima gestión económica y financiera, validada mediante el análisis de sus estados financieros y buen desempeño de sus principales indicadores financieros, los cuales han sido comparados con el *market share*.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agencia Agraria de Noticias. (2022). *Midagri promueve mayor consumo de leche para elevar calidad de la alimentación de población*. 03 de junio. <https://agraria.pe/noticias/midagri-promueve-mayor-consumo-de-leche-para-elevar-calidad--28197#:~:text=Seg%C3%BAAn%20inform%C3%B3%20el%20Mida-gri%2C%20el,de%2036%20litros%20por%20cubrir>
- Apoyo & Asociados. (2020). Informe Anual de Clasificación de Leche Gloria S.A. (Gloria S.A.). Julio. <https://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2020/07/Gloria-Dic-19.pdf>
- Apoyo & Asociados. (2021). Informe Anual de Clasificación de Leche Gloria S.A. (Gloria S.A.). Mayo. https://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2021/05/Gloria-Dic-20_vf.pdf
- Apoyo & Asociados. (2022a). Informe Anual de Clasificación de Leche Gloria S.A. (Gloria S.A.). Mayo. <https://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2022/05/Gloria-Dic-21.pdf>
- Apoyo & Asociados. (2022b). Informe Anual de Clasificación de Leche Gloria S.A. (Gloria S.A.). Noviembre. https://www.aai.com.pe/wp-content/uploads/2022/11/Gloria-Jun-22_VF.pdf
- Armstrong, G. y Kotler, P. (2013). *Fundamentos de Marketing*. Pearson Education. https://frrq.cvg.utn.edu.ar/pluginfile.php/14584/mod_resource/content/1/Fundamentos%20del%20Marketing-Kotler.pdf
- Banco Central de Reserva del Perú. (2022). *Memoria 2022*. BCRP.
- Banco Mundial (S./f.). *Inflación, precios al consumidor (% actual)*. <https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG>
- Barney, J. y Griffin, R. (1992). *La administración de las organizaciones: Estrategia, estructura y comportamiento*. Houghton Mifflin.
- BBVA Research (S./f.). *Situación Perú. Diciembre 2022*. <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/situacion-peru-diciembre-2022/>
- Bloomberg (2022). *Datos directos: Beta ajustada. Enterprice value. Estado de resultados. Precios de acciones de los últimos 5 periodos. Datos trabajados: D/E (Deuda/Equity). PER (Price-to-Earning Ratio). Transaction Value / Ventas. Transaction Value / EBITDA. Enterprice Value / Ventas. Enterprice Value / EBITDA*. Información privilegiada.
- Blume, M. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, 30 (3). 785-795.

- Clayton, P. (2023). *Global dairy markets to remain subdued on higher production*. AHDB. <https://ahdb.org.uk/news/global-dairy-markets-to-remain-subdued-on-higher-production>
- Damodaran, A. (S./f.). *Current Data: Rate/Discount Rate*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- David, F. (2003). *Conceptos de Administración Estratégica*. (9na edición.). Pearson Education. <https://maliaoceano.files.wordpress.com/2017/03/libro-fred-david-9a-edicion-con-estrategica-fred-david.pdf>
- Deloitte. (2014). *Some common mistakes to avoid in estimating and applying discount rates*. https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xr/Documents/About-Deloitte/mepovdocuments/mepov13/dtme_mepov13_Discount%20rates.pdf
- Departamento del Tesoro de Estados Unidos (S./f.). *Daily Treasury Par Yield Curve Rates*. https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2022
- Economática. (2023). *Estados Financieros Históricos*. Recuperado de la base de datos de Economática. Información privilegiada.
- Economipedia (S./f.). *Demanda potencial*. <https://economipedia.com/definiciones/demanda-potencial.html#:~:text=La%20demanda%20potencial%20es%20un,un%20determinado%20bien%20o%20servicio.>
- Ernst & Young (2017). *Últimas prácticas de valorización en el mercado*. <https://www.studocu.com/pe/document/universidad-nacional-mayor-de-san-marcos/finanzas-corporativas/ey-ultimas-practicas-valorizacion-mercado/37485562>
- Euromonitor International. (2022). *Dairy Products and Alternatives*. Recuperado de la base de datos de Euromonitor International. Información privilegiada.
- Fernández, P. (2011). *WACC: Definición, interpretaciones equivocadas y errores*. IESE Business School. <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>
- Fitch Ratings (S./f.). *Peru Credit Ratings*. <https://www.fitchratings.com/entity/peru-80442254>
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2022). *World Economic Outlook. Countering the Cost-of-Living Crisis*. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>
- Hamada, R. (1972). The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *The Journal of Finance*, 27(2), 435-452. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00971.x>

- Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual [Indecopi]. (2021). *Informe de Lanzamiento del Estudio de Mercado sobre el Sector Lácteo en el Perú*. PCM. Octubre. <https://www.indecopi.gob.pe/documents/51771/6194832/Informe+Lanzamiento+Leche/4e4de918-4f25-ad5f-e014-80e13be3b682>
- Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual [Indecopi]. (2022). *Informe preliminar: Estudio de Mercado sobre el Sector Lácteo en el Perú*. PCM. Diciembre. <https://www.indecopi.gob.pe/documents/51771/7911673/Informe+Preliminar+Estudio+De+Mercado+Sobre+El+Sector+L%C3%A1cteo+En+El+Per%C3%BA/a2eb0b2a-9133-4986-16c8-f1c7c608cb06>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI] (2022a). *Perú: Pobreza monetaria*. <https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/pobreza-monetaria-2021-cies-10-05-2022.pdf>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI] (2022b). *Desnutrición crónica afectó al 11.5% de la población menor a 5 años*. https://m.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/noticias/nota-de-prensa-no-075-2022-inei_1.pdf
- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI] (2022c). *Variación de los indicadores de precios de la Economía*. Setiembre 2022. <https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/10-informe-tecnico-variacion-de-precios-set-2022.pdf>
- Instituto Peruano de Economía [IPE] (2023). *Inversión privada acumulará dos años en negativo en el 2023*. <https://www.ipe.org.pe/portal/inversion-privada-acumulara-dos-anos-en-negativo-en-el-2023/>
- International Dairy Federation [IDF]. (2022). *The World Dairy Situation 2022*. https://fil-idf.org/news_insights/idf-launches-the-2022-edition-of-the-world-dairy-situation-report/
- International Farm Comparison Network [IFCN]. (2023). *Global Dairy Market in 2023: 5 trends to watch at the start of the new year*. <https://ifcndairy.org/the-dairy-world-in-2023/>
- Kahn, R. (2019). *El futuro de la gestión de inversiones*. CFA Institute Research Foundation. <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2019/future-of-investment-management-spanish.pdf>
- KMPG. (2020). *What's it worth? Determining value in the continuing low interest rate environment*. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/au/pdf/2020/valuation-practices-survey-2019.pdf>

- Labatut, G. (2009). La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiples. En *Universidad de Valencia* (Ed.), *Revista de Contabilidad y Dirección* (pp. 59-76). ACCID.
- Leche Gloria. (2023a). *Nosotros*. <https://www.gloria.com.pe/nosotros>
- Leche Gloria. (2023b). *Memoria anual*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Gloria%202022.pdf>
- Leche Gloria. (2022a). *Memoria anual*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Leche%20Gloria.pdf>
- Leche Gloria. (2022b). *Reporte sobre el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas*. https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/FichaGC_117_20230316142914.pdf
- Leche Gloria. (2020). *Reporte de Sostenibilidad*. <https://www.gloria.com.pe/images/noticias/prensa/reporte2020.pdf>
- Leche Gloria. (2021). *Reporte de Sostenibilidad*. <https://www.gloria.com.pe/images/Reporte%20de%20Sostenibilidad%202021.pdf>
- Ministerio de Desarrollo Agrario y Riego [Minagri]. (2023). *El Agro en Cifras. Mes: Diciembre 2022*. <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/4131407/Bollet%20C3%ADn%20Mensual%20%22El%20Agro%20en%20Cifras%22%20-%20Diciembre%202022.pdf?v=1676570940>
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2022). *Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026*. https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2023_2026.pdf
- Organización de las Naciones Unidas. (2015). *Objetivos de Desarrollo Sostenible*. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>
- Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura [FAO] (S/.f.). *Animales lecheros*. <https://www.fao.org/dairy-production-products/production/dairy-animals/es/>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [OECD]. (2022). *OECD-FAO Agricultural Outlook 2022-2031*. https://www.oecd-ilibrary.org/agriculture-and-food/oecd-fao-agricultural-outlook-2022-2031_f1b0b29c-en;jsessionid=f4FEuf-FORuFCasRetPEwYa_XC5ZTPHL3aZwpdVaG.ip-10-240-5-101
- Osterwalder, A. y Pigneur, Y. (2009). *Business Model Generation*. https://www.camara-baq.org.co/wp-content/uploads/2020/11/Generacion-de-Modelos-de-Negocio-2010.en_.es_.pdf

- Porter, M. (1980). *Estrategia competitiva. Técnicas para analizar Industrias y Competidores*. The Free Press. <http://www.mim.ac.mw/books/Michael%20E.%20Porter%20-%20Competitive%20Strategy.pdf>
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19 (3). 425-442.
- Sociedad Nacional de Industrias [SNI] (10 de marzo de 2023). *La industria láctea está comprometida con los ganaderos y los consumidores*. <https://sni.org.pe/la-industria-lactea-esta-comprometida-con-los-ganaderos-y-los-consumidores/>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2023). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2022 y 31 de Diciembre de 2021*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Auditado%20Leche%20Gloria%202022.pdf>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2022). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2021 y 31 de Diciembre de 2020*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Leche%20Gloria%20SA%20Auditado.pdf>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2021). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2020 y 31 de Diciembre de 2019*. https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria_auditado_2020.pdf
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2020). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2019 y 31 de Diciembre de 2018*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Leche%20Gloria%202019-18.pdf>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2019). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2018 y 31 de Diciembre de 2017*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20SA%20311218%2017.pdf>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2018). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2017 y 31 de Diciembre de 2016*. https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria_SA_31_12_17.pdf
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2017). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2016 y 31 de Diciembre de 2015*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2016-15uv.pdf>
- Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2016). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20S%20A%20%2031%2012%2014-15uv.pdf>

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2015). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20Aud%2031dic14.pdf>

Superintendencia del Mercado de Valores [SMV] (2014). *Estados Financieros Separados 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012*. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Gloria%20Aud%2031dic13.pdf>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (S./f.). *Renta fija*. https://www.sbs.gob.pe/app/pu/CCID/Paginas/vp_rentafija.aspx

The Dairy Site. (2023). *Modest milk production growth in 2023 – Rabobank*. <https://www.thedairysite.com/news/modest-milk-production-growth-in-2023-rabobank>

ANEXOS

Anexo 1. Distribución de Ingresos

Distribución de ingresos

| Líneas de negocios (%) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Leche | 67% | 70% | 71% | 69% | 68% | 68% | 67% |
| Leche Evaporada | 56% | 59% | 59% | 57% | 59% | 58% | 55% |
| Leche UHT | 9% | 10% | 10% | 11% | 8% | 9% | 10% |
| Leche condensada | 2% | 1% | 2% | 2% | 1% | 1% | 1% |
| Derivados lácteos | 20% | 19% | 19% | 21% | 21% | 21% | 22% |
| Yogurt | 16% | 15% | 14% | 16% | 16% | 15% | 16% |
| Mantequilla | 2% | 2% | 2% | 3% | 2% | 3% | 3% |
| Quesos | 2% | 2% | 2% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| Bebidas no carbonatadas | 4% | 4% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| Jugos y refrescos | 4% | 4% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| Mercaderías | 2% | 2% | 2% | 2% | 3% | 3% | 3% |
| Panetón | 1% | 1% | 1% | 2% | 1% | 2% | 1% |
| Conservas | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% |
| Otros | 5% | 2% | 3% | 3% | 4% | 4% | 5% |
| Servicios | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Total Ingresos | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. Elaboración propia 2022

Anexo 2. Hechos de importancia

A continuación, se muestra, de manera cronológica, los hechos más relevantes en la historia de Leche Gloria S.A.:

Hechos de importancia

| Año | Evento de importancia |
|-----------|--|
| 1941 | General Milk Company Inc. crea Leche Gloria S.A. |
| 1942 | Se inicia la producción de leche evaporada, con 2.5 Millones de tarros |
| 1986 | Jorb S.A. (principal proveedora de transporte), adquiere un porcentaje mayoritario de acciones de Gloria S.A. a Nestlé (quien había adquirido Carnation Company previamente) |
| 1993-1994 | Incursión en mercado de Yogurt, Leche UHT, quesos y jugos |
| 1995 | Ingreso a Bolsa de Valores de Lima |
| 2014-2015 | Primer Programa de bonos corporativos. 2014: Segunda emisión 2015: Tercera, cuarta y quinta emisión |
| 2016 | Nueva línea productiva para atender Programa Qali Warma |
| 2018 | Retorno a Razón Social previa: Leche Gloria S.A. |
| 2022 | Retorno a política de dividendos: Hasta 60% de las Utilidades de Libre Disposición |

Fuente: Informes de Clasificadoras de Riesgo y web de Leche Gloria S.A. (2023a) Elaboración propia 2022.

Anexo 3. Estructura organizacional

Puestos clave de la compañía:

- Jorge Columbo Rodríguez Rodríguez: Ingeniero Industrial, graduado en la Universidad Nacional de Ingeniería. Ha realizado diversos cursos de especialización a través del Consejo Británico y la Confederación de Industrias Británicas en las principales empresas alimentarias de Gran Bretaña. PAD Universidad de Piura. Ocupó el cargo de Gerente General de Leche Gloria S.A. desde el 10 de julio del 2017 hasta el 12 de octubre del 2020. Como Presidente del Directorio ocupa el cargo desde 1986.
- Claudio José Rodríguez Huaco: El Sr. Claudio Rodríguez se incorporó a la Dirección desde el año 2008. Desde el año 2016 es Presidente del Directorio de Sociedad Boliviana de Cementos (SOBOCE) y Yura Inversiones en Bolivia y Coazúcar Ecuador en Ecuador. Antes de formar parte del Directorio, el Sr. Rodríguez trabajó en el área de Banca y Mercados de Capital en Price WaterhouseCoopers, Londres, y en el área de Banca de Inversión de JPMorgan Chase, Nueva York, enfocado en Latinoamérica. El Sr. Rodríguez es egresado de Oxford Brookes University, con una Maestría en Lancaster University, y un MBA de la Escuela de Negocios Adolfo Ibáñez. También ha llevado cursos en Columbia University y Kellogg School of Management.
- Valeria Elena Flen Silva: Ingeniera Comercial por la Pontificia Universidad Católica de Chile. Ha trabajado en subsidiarias de la cooperativa láctea neozelandesa Fonterra, tanto en Chile como en Venezuela. Inició su carrera profesional en la compañía Soprole, una de las empresas más importantes del mercado lácteo chileno, donde llegó a ocupar el cargo de gerente general (2018 y 2019). Desde octubre de 2020, es Gerente General de Leche Gloria S.A.

Directores

| Nombre | Cargo | Desde |
|------------------------------------|-------------------------------|-------|
| Jorge Columbo Rodríguez Rodríguez | Presidente del Directorio | 1986 |
| Vito Modesto Rodríguez Rodríguez † | Vicepresidente del Directorio | 1986 |
| Claudio José Rodríguez Huaco | Director Ejecutivo | 2008 |

Fuente: Memoria anual Leche Gloria S.A. SMV (2023b). Elaboración propia 2022.

Dirección corporativa

| Nombre | Cargo | Desde |
|---------------------------------|--|-------|
| Fernando Jorge Devoto Achá | Director Legal Corp. y de Relac. Instituc. | 1997 |
| Roberto Bustamante Zegarra | Director Corporativo de Logística | 2013 |
| Renato Dante Zolfi Federici | Director Corporativo de Finanzas | 2019 |
| Juan Carlos Belaunde Cabieses | Director de Asuntos Corporativos | 2019 |
| Carlos Alfonso Cipra Villarreal | Director Corporativo de Auditoría Interna | 2020 |

Fuente: Memoria anual Leche Gloria S.A., SMV (2023b). Elaboración propia 2022.

Gerencias

| Nombre | Cargo | Desde |
|----------------------------------|--|-------|
| Valeria Elena Flen Silva | Gerencia General | 2020 |
| Armando Montes Chávez | Dirección de Administración y Finanzas | 2019 |
| César Falla Olivo | Gerencia Corporativa de Tesorería | 2018 |
| Alfredo Augusto Montoya Manrique | Gerencia de Producción - Operac. Internac. | 2018 |
| Rony García Sulca | Gerencia de Compras Alimentos Perú | 2020 |
| César Augusto Abanto Quijano | Director Corporativo de Finanzas | 2012 |
| Gonzalo Ricardo Rosado Solís | Gerencia Corporativa de Contabilidad | 2017 |
| Luis Alberto Tejada Díaz | Gerencia de Negocios Internacionales | - |
| Carlos Bobadilla Chang | Gerencia de Cadena de Suministros | 2018 |
| Edson Hiroshi Yokoyama | Gerencia de Producción | - |
| Carlos Jara Silva | Gerencia de Soporte de Operaciones | 2020 |
| César Díaz Sánchez | Gerencia de RRHH Alimentos Perú | 2020 |

Fuente: Memoria anual Leche Gloria S.A., SMV (2023b). Elaboración propia 2022.

Anexo 4. Ciclo de vida de la empresa

Ciclo de vida de la empresa

| Aspecto | Detalle. Extraído de Armstrong y Kotler, Fundamentos de Marketing (2013) | Sustento (Etapa de Madurez) | Fuente |
|--------------|--|---|-------------------|
| Ventas | Máximo nivel de ventas | En los últimos 05 años, las ventas han obtenido un crecimiento anual compuesto de 3,28%. | EEFF Gloria, SMV |
| Utilidades | Altas utilidades | En los últimos 05 años, el margen EBITDA ha tenido un crecimiento anual compuesto de -1,68%, mientras que el margen neto lo hizo a -6.63%. | EEFF Gloria, SMV |
| Clientes | Mayoría | Actualmente cuenta con una participación promedio de 79.23% en el mercado de leche evaporada, el cual representa el 57.66% (promedio de los últimos 05 años) de los ingresos totales. | Memoria de Gloria |
| Competidores | Número constante que comienza a decaer | El número de competidores que conforman la gran industria láctea son: Gloria, Laive y Nestlé. Los 3 con larga trayectoria en el mercado. | Indecopi |

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S.A. (2018-2022), Indecopi (2022). Elaboración propia 2022.

Anexo 5. Análisis de la Cadena de Valor

Análisis de la cadena de valor

| | | | | | |
|--|---|---|--|---|---|
| Actividades de apoyo | Infraestructura de la empresa | | | | |
| | Gerencia centrada en la innovación, tecnología, medio ambiente y diversificación de productos lácteos y alimentos en general, cuenta con 06 plantas industriales en todo el país y puntos de acopio estratégicos que le permiten posicionarse como líder del mercado lácteo y responder a las nuevas necesidades y estilos de vida de los consumidores. | | | | |
| | Administración de recursos humanos | | | | |
| | Gestión dedicada a la retención y atracción del mejor talento. Búsqueda constante del desarrollo del potencial de sus colaboradores. | | | | |
| | Desarrollo tecnológico | | | | |
| Búsqueda de eficiencias internas mediante el uso de tecnologías de última generación en el proceso productivo e innovación de productos. Fortalecimiento de canales digitales mediante el uso de plataformas de e-commerce. | | | | | |
| Abastecimiento | | | | | |
| Cuenta con una gran infraestructura de recolección de leche, principal materia prima dentro de proceso productivo, que le permite tener una base diversificada de proveedores en el país, asimismo importa insumos lácteos como la leche en polvo y otros. | | | | | |
| Actividades primarias | Logística de entrada | Operaciones | Logística de salida | Marketing y ventas | Servicio Post Venta |
| | Acopio de leche fresca en diferentes puntos del país y transporte a las plantas de producción. | Industrialización de la leche y otros insumos en las plantas de Lima, Arequipa, Cajamarca y Trujillo. | Envasado, distribución y comercialización. Cuenta con una amplia red de distribución que le permite llegar a sus diferentes puntos de venta. | Reconocida como la marca de consumo más elegida por las familias peruanas. Se enfoca en realizar campañas de marketing de gran impacto. | Cuenta con un área de servicio de atención directa y personalizada al cliente y consumidor con el fin de atender y resolver consultas y reclamos. |

Margen

Fuente: Basado en la cadena de valor de Porter (1980). Elaboración propia 2022.

Anexo 6. Propuesta de Valor

Propuesta de valor de Leche Gloria S.A.

| ¿Qué valor proporcionamos a nuestros clientes? | ¿Qué problemas de nuestros clientes ayudamos a solucionar? | ¿Qué necesidades de los clientes satisfacemos? | ¿Qué paquetes de productos o servicios ofrecemos a cada segmento de mercado? |
|--|---|--|---|
| Ofrecemos una cartera diversificada de productos ricos y nutritivos de la más alta calidad en diferentes presentaciones y precios que nos permite llegar a atender a diferentes segmentos de la población. | Proporcionar productos de calidad y nutritivos a precios accesibles y al alcance de los consumidores. | Alimentarse de manera saludable poniendo a su disposición una diversidad de productos en diferentes canales físicos y digitales. | Lácteos: Leches y mezclas lácteas. Derivados Lácteos: Yogurt, quesos, mantequilla, leche condensada, manjar blanco, crema de leche y base de helados. Bebidas: Agua, bebidas de frutas, refrescos, té, bebidas vegetales, Shake y Pro. Alimentos: Panetón, conserva de pescado, mermelada y otros. |

Fuente: Adoptado de *Generación de modelo de negocio*, por Osterwalder y Pigneur (2020). Elaboración propia 2022.

Anexo 7. Modelo CANVAS

CANVAS de Leche Gloria S.A.

| Aliados Clave | Actividades Clave | Propuesta de Valor | Relación con el Cliente | Segmentos de Clientes |
|--|--|---|--|---|
| <p>De insumos y mercaderías:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Establos & asociaciones ganaderas • Proveedores extranjeros de leche en polvo • Tetrapak, proveedores de envases plásticos y hojalata. <p>Financieros:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Accionistas • Bonistas • Bancos <p>Distribuidores y canales de venta</p> <p>Gobierno</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Asesoría a empresas relacionadas, acopiadores y asociaciones ganaderas. • Sistema de Control de calidad (+120 pruebas) • Sistema de información integrado (Producción, distribución, comercio, finanzas) <p>Recursos Clave</p> <ul style="list-style-type: none"> • Centros de acopio y enfriamiento • 40 canales de distribución • 6 planta industriales en todo el país • Préstamos bancarios y bonos. • Planilla: 1,970 colaboradores • Formulaciones envases patentadas • Marca reconocida | <ul style="list-style-type: none"> • Satisfacer las necesidades y ofrecer bienestar a todas las familias peruanas a través de un amplio portafolio de productos con alto valor nutricional, apalancado en la investigación, innovación y mejora continua. • Brindar educación nutricional a los consumidores, a través de herramientas de fácil acceso. | <ul style="list-style-type: none"> • Mediante área de atención al cliente. • Pág. Web. Institucional, educativos y quejas y reclamos. • Etiquetado detallado sobre información en productos • Redes sociales • Trade MKT con información adicional • Recetas de cocina en medios <p>Canales</p> <p>Venta:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 40 distribuidores a nivel nacional (Representan más de 200,000 puntos de venta) • E-Commerce: Linio + Juntos + Mercado Libre + Supermercados Online <p>Atención al cliente:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Línea telefónica • E-mail | <p>Según consumidor:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Por edad: Niños / Jóvenes / Adultos. • Por NSE: A-B-C-D. • Por Región: Todo el Perú y países del exterior. <p>Según cliente:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Deprodeca (Vinculada) • Retail • Minoristas • Supermercados • Mayoristas • Hoteles / Restaurantes /Café • Cash & carry • Tiendas de conveniencia • Bodegas • Gobierno (Qali Warma) |
| Estructura de Costos | | | Estructura de Ingresos | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Fijos: administrativos, asesorías, personal, transporte, publicidad, fletes, honorarios y otros. • Variables: Materia primas, insumos, suministros, comisiones logísticas y comerciales. | | | <p>Productos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Leche evaporada (58%) • Yogurt (15%) • Leche UHT (9%) • Otros (16%) <p>Servicios:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Servicios de gerenciamiento (2%) | |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 8. Objetivos de Desarrollo Sostenible

Objetivos de Desarrollo Sostenible según la ONU

| Pilar de Sostenibilidad | Objetivos de Desarrollo Sostenible | | | Acciones |
|-------------------------|------------------------------------|---|-------------------------------------|--|
| Nutrición para todos | 2 Hambre cero | 3 Salud y Bienestar | 17 Alianzas para lograr objetivos | Red “La Buena Nutrición” |
| Crecer juntos | 1 Fin de la pobreza | 8 Trabajo decente y crecimiento económico | 10 Reducción de las desigualdades | Capacitaciones constantes a ganaderos. Financiamiento de aditivos y productos para alimento de bovinos |
| Protección del planeta | 6 Agua limpia y saneamiento | 7 Energía asequible y no contaminante | 12 Producción y consumo responsable | Eficiencia en el consumo energético y de agua Plan de Manejo de Residuos |

Fuente: Adoptado de Asamblea General de las Naciones Unidas (2015). Elaboración propia 2022.

Gobierno corporativo: Recomendaciones sobre aspectos regulados

| Pilar Código del buen gobierno | Recomendaciones |
|------------------------------------|---|
| I: Derecho de accionistas | Procedimiento para la selección del asesor externo que emita opinión independiente sobre las propuestas del Directorio de operaciones corporativas que puedan afectar el derecho de no dilución de los accionistas. |
| II: Junta General de Accionistas | Política para la selección de los directores de la sociedad. Medios adicionales a los establecidos por Ley, utilizados por la sociedad para convocar a Juntas. Procedimiento para aceptar o denegar las propuestas de los accionistas de incluir puntos de agenda a discutir en la JGA. |
| III: Directorio y alta gerencia | Procedimientos para la delegación de votos a favor de los miembros del Directorio o de la Alta Gerencia. Establecimiento de un Comité de Remuneraciones para definir métricas y lineamientos en el cálculo de incentivos de la Alta Gerencia. Política de inducción para los nuevos directores. |
| V: Transparencia de la Información | Generar una Política de Información que establezca los lineamientos de difusión (canales y contenido) de la data relevante de la compañía. |

Fuente: Adoptado del reporte sobre el cumplimiento del *Código de buen Gobierno corporativo*: Leche Gloria S.A. (2022). Elaboración propia 2022.

Anexo 9. Análisis PESTEL

Tabla. Análisis PESTEL

| Factores | VARIABLES | Descripción | Corto (menor 1 año) | Mediano (1-3 años) | Largo (mayor a 4 años) | Grado de impacto | Probabilidad |
|--------------|--|---|---------------------|--------------------|------------------------|------------------|--------------|
| Políticos | Corrupción e inestabilidad política | Estancamiento de la economía y desconfianza de la inversión privada. | | X | | 3 | Medio |
| | Impuesto selectivo al consumo (Decreto Supremo N°181-2019-EF) | Aumento del % del ISC para bebidas azucaradas. | X | | | 5 | Alto |
| | Regulación de la publicidad y etiquetado | Desprestigio y multa por infringir la norma. | X | | | 3 | Medio |
| Económicos | Ingreso per cápita | Según INEI (2022a), el ingreso real mensual per cápita para 2021 se ubicó en S/ 989, una cifra 10.5% inferior a 2019, y 13% superior a 2020. Una nueva legislación incrementó para 2022 la remuneración mínima vital a S/ 1 025. | X | | | 5 | Alto |
| | PBI | En los últimos 10 años, el PBI del sector manufactura ha experimentado un crecimiento sostenido de 1.1%, mientras que el rubro de productos lácteos ha crecido 1.6%, según INEI (2022a). BBVA Research (2022) indica que la economía peruana tendrá un crecimiento de 2% para 2022 y 2.8% para el siguiente período | | X | | 5 | Alto |
| | Tasas de interés | La elevada inflación global y local ha impulsado el aumento en las tasas de interés de referencia de los bancos centrales. Según BBVA Research (2022) la tasa cerraría en 7% el 2022. | X | | | 3 | Medio |
| | Inflación | Las presiones inflacionarias vienen aumentando a nivel global producto de la guerra y recuperación post COVID-19, según el BCRP la expectativa de inflación para el 2022 es de 4.89%. | X | | | 5 | Alta |
| | Commodities (alimentos-combustible) | Según el Banco Mundial (S./f.) el precio de los <i>commodities</i> se mantendrá al alza producto de la aceleración de la tasa de inflación, desabastecimiento y la guerra entre Rusia y Ucrania. | X | | | 3 | Medio |
| | Tipo de cambio | Aumento en el precio de los insumos importados. Según el BCRP (2022) las expectativas del T.C se mantiene en S/ 3.80 y S/ 3.85 para el 2022 | X | | | 2 | Bajo |
| Sociales | Crecimiento poblacional | Perú mantiene un ratio de crecimiento compuesto poblacional de 1.1% en los últimos 10 años (en 2021 excedió los 33 millones de habitantes). Para 2030 se estima una población mayor a 35 millones y medio de habitantes. | | X | | 5 | Alto |
| | Niveles de desnutrición en Perú | Durante 2021, según INEI (2022b), 11.5% de la población menor a 5 años sufrió desnutrición crónica, viéndose esta más presente en las zonas rurales. | X | | | 3 | Medio |
| | Consumo per cápita de leche | Durante 2021, según Minagri, el consumo per cápita de leche en Perú fue de 84 kg/persona/año. El consumo recomendado según FAO (ONU) es de 120 kg/persona/año (Agencia Agraria de Noticias, 2022). | | X | | 5 | Alto |
| | Nuevas tendencias de consumo | Tras la pandemia por COVID-19 se encuentra en la búsqueda de alternativas bajas en grasas y calorías. De igual forma, se encuentra una mayor orientación hacia la sostenibilidad en el consumo de producto, de modo que su elaboración sea amigable con el medio ambiente. | X | | | 3 | Medio |
| Tecnológicos | Nuevas tecnologías y metodologías aplicables en diversas etapas del proceso de producción de lácteos | Mejora de la calidad y productividad en el proceso productivo. | | X | | 5 | Alto |
| | Mejoramiento genético en la raza y genotipo para mejorar la composición de la leche | Incrementar el volumen de producción y la cantidad de grasa y proteínas que se encuentran en la leche, a partir de dietas balanceadas. | | | X | 3 | Medio |
| | Auge del uso de plataformas <i>e-commerce</i> | La pandemia incentivó el uso de canales digitales dentro de los negocios, siendo actualmente un canal estratégico para para llegar a más consumidores. | X | | | 1 | Bajo |
| Ambiental | Búsqueda de reducción de huella de carbono | Uso de tecnologías para aprovechamiento de fuentes de energía renovables. | | X | | 3 | Medio |
| | Reducción de cobertura por riesgo climático | El suministro de materia prima y producto terminado podría interrumpirse por daños a accesos debido a desastre naturales. | X | | | 2 | Bajo |
| | Movimientos ambientalistas en contra de la contaminación. | Sector industrial que genera contaminación por el uso de máquinas dentro del proceso productivo. | | X | | 2 | Bajo |
| | Marco de referencia: Objetivos de Desarrollo Sostenible y Marco de Sostenibilidad Láctea | Políticas y actividades para mitigar el efecto de la ganadería a nivel global. | | X | | 3 | Medio |
| Legal | Reglamento de la leche y productos lácteos (Decreto Supremo 007-2017 MINAGRI) | Cumplimiento estricto de los requisitos que establece la norma. | X | | | 1 | Bajo |
| | Ley 30021 Promoción de alimentos saludables para niños, niñas y adolescentes | Cumplimiento estricto de los requisitos que establece la ley. | X | | | 5 | Alto |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 10. Matriz EFI y EFE

Matriz EFI

| Factores internos clave | Valor | Puntaje | Ponderado |
|---|-------------|---------|-------------|
| Fortalezas | | | 2.38 |
| Constante investigación, desarrollo e innovación en sus procesos y productos. | 0.12 | 4 | 0.48 |
| Puntos de acopio de leche fresca a nivel nacional. | 0.1 | 3 | 0.3 |
| Calificación AA de riesgo. | 0.1 | 4 | 0.4 |
| Amplios canales de distribución & ventas. | 0.12 | 3 | 0.36 |
| Fuerte reconocimiento de marca y posicionamiento. | 0.15 | 4 | 0.6 |
| Integración vertical de cadena productiva. | 0.08 | 3 | 0.24 |
| Debilidades | | | 0.46 |
| Riesgo reputacional producto de las controversias a las que ha estado expuesta. | 0.12 | 1 | 0.12 |
| Dependencia excesiva de leche evaporada. | 0.08 | 2 | 0.16 |
| Alta dependencia de empresa vinculada (Deprodeca). | 0.05 | 2 | 0.1 |
| Alta rotación de personal operativo. | 0.04 | 1 | 0.04 |
| Constante intervención de sindicato de trabajadores. | 0.04 | 1 | 0.04 |
| | 1.00 | | 2.84 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Matriz EFE

| Factores externos clave | Valor | Puntaje | Ponderado |
|--|-------------|---------|-------------|
| Oportunidades | | | 2.29 |
| Nuevas tendencias en el mercado: Sostenibilidad y vida sana. | 0.12 | 4 | 0.48 |
| Apoyo gubernamental hacia sector ganadero, incrementando la producción. | 0.08 | 3 | 0.24 |
| Niveles actuales de consumo de leche en Perú por debajo de las cantidades recomendadas (Programas de nutrición y apoyo). | 0.15 | 4 | 0.6 |
| Diversificación a través de canales e-commerce. | 0.13 | 4 | 0.52 |
| Posibilidad de incursionar en nuevos segmentos de productos debido a su prestigio. | 0.15 | 3 | 0.45 |
| Amenazas | | | 0.66 |
| Dependencia de la demanda interna (PBI). | 0.11 | 2 | 0.22 |
| Exposición a las subidas de tipo de cambio. | 0.03 | 1 | 0.03 |
| Sensible a las variaciones del precio de los <i>commodities</i> . | 0.1 | 2 | 0.2 |
| Expuestos a los cambios y/o nuevas regulaciones del Estado. | 0.08 | 2 | 0.16 |
| Posible entrada de competidores externos. | 0.05 | 1 | 0.05 |
| | 1.00 | | 2.95 |

Fuente: Elaboración propia, 2022

Matriz FODA CRUZADO

| | | Fortalezas | | Debilidades | |
|----------------------|--|-----------------------|--|-----------------------|---|
| | | F1 | Constante investigación, desarrollo e innovación en sus procesos y productos. | D1 | Riesgo reputacional producto de las controversias a las que ha estado expuesta. |
| | | F2 | Puntos de acopio de leche fresca a nivel nacional. | D2 | Dependencia de ingresos de la leche evaporada. |
| | | F3 | Calificación AA de riesgo. | D3 | Alta dependencia de empresa vinculada (Deprodeca). |
| | | F4 | Amplios canales de distribución & ventas. | D4 | Alta rotación de personal operativo. |
| | | F5 | Fuerte reconocimiento de marca y posicionamiento. | D5 | Constante intervención de sindicato de trabajadores. |
| | | F6 | Integración vertical de cadena productiva. | | |
| Oportunidades | | Estrategias FO | | Estrategias DO | |
| O1 | Nuevas tendencias en el mercado: Sostenibilidad y vida sana. | F1-F5-O5 | Incursionar en la fabricación de nuevos productos dirigidos a otros sectores de consumo. | O1-D1 | Aprovechando la innovación en productos, reforzar la percepción de la marca hacia el concepto de calidad y valor nutritivo para el cliente. |
| O2 | Apoyo gubernamental hacia sector ganadero, incrementando la producción. | F1-F5-O1 | Diversificar su cartera con nuevos productos saludables. | O3-D3 | Dado el incremento posible de demanda, evaluar nuevos proveedores para traslados. |
| O3 | Niveles actuales de consumo de leche en Perú por debajo de las cantidades recomendadas (Programas de nutrición y apoyo). | F4-F5-O3- | Aumentar sus ventas mediante una mayor inversión en el uso de plataformas digitales. | O4-D3 | Establecer alianzas con sector retail para entrega de mercadería comprada vía e-commerce. |
| O4 | Diversificación a través de canales e-commerce. | O4 | | O5-D2 | Invertir en el desarrollo de otros productos del portafolio, adicional a la leche. Definir política internas conciliadoras, así como planes atractivos para los colaboradores, a fin contar con personal fidelizado y reducir el tiempo por la curva de aprendizaje. |
| O5 | Posibilidad de incursionar en nuevos segmentos de productos debido a su prestigio. | | | D4-D5 | |
| Amenazas | | Estrategias FA | | Estrategias DA | |
| A1 | Dependencia de la demanda interna (PBI). | A1-F3 | Incursionar en mercados extranjeros (a través de la exportación), buscando socios estratégicos con similar desempeño financiero. | D1-D5-A4 | Mantener informado de forma activa al cliente sobre disposiciones legales relacionadas a sus productos y sus regulaciones con el estado. |
| A2 | Exposición a las subidas de tipo de cambio | A2 | Implementación de política financiera a través de Forwards cambiarios, a fin de reducir el riesgo. | D2-A1-A5 | Impulsar segmento premium. |
| A3 | Sensible a las variaciones del precio de los commodities. | A3-F6 | En base a la integración realizada, buscar un mayor poder de negociación para la compra de los commodities. | A2-A3-D2 | Adoptar medidas para reducir el riesgo, mediante el uso de derivados financieros. |
| A4 | Expuestos a los cambios y/o nuevas regulaciones del Estado. | A4-F1 | Investigar regulaciones y certificaciones vigentes en otros países, a fin de evitar decomisos o demoras en la producción cuando estas sean requeridas por el Estado. | | |
| A5 | Posible entrada de competidores externos. | A5-F2-F4-F5 | Fortalecer los diferentes puntos de acopio a nivel nacional, a fin de poder captar la mejor producción de las cuencas lecheras. De igual forma, segmentar y diferenciar los canales y puntos de distribución y ventas. Lo anterior apalancado en la presencia de marca actual en el mercado. | | |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 11. Análisis de Porter

A continuación, se presentan los valores asignados a cada factor para la ponderación de las fuerzas de Porter.

Leyenda: 0: No representa; 1: Insignificante; 2: Baja; 3: Moderado; 4: Significativa; 5: Alta

Poder de negociación de los proveedores

| Factor | Descripción | Valor |
|--|--|-------|
| Poder de negociación | Industria altamente concentrada por tres compañías (Gloria, Laive y Nestlé) que cuentan con más del 90% del mercado y para la cual existen más de 2 millones de productores de leche de vaca, principal insumo para la elaboración del producto final. | 4 |
| Amenaza de proveedores de integración hacia adelante | La fuerte inversión y las economías de escala en la industria son los principales factores limitantes para que un proveedor se convierta en competidor. | 5 |
| Costo de cambio de proveedor | Este costo es bajo, debido a que el insumo no es un producto especializado. | 3 |
| Impacto del proveedor en el producto final | La oferta de los insumos para la elaboración de los productos finales supera la demanda, pues la industria se encuentra concentrada. | 4 |
| Ponderación | | 4 |

Fuente: Elaboración propia, 2022

Amenaza de nuevos competidores

| Factor | Descripción | Valor |
|---|--|-------|
| Economías de escala | La capacidad de desarrollar redes de acopio para el abastecimiento de la leche fresca y la fuerte inversión en infraestructura le permite producir grandes cantidades a bajo costo. | 5 |
| Identificación de la marca | Existe una alta preferencia del consumidor por marcas tradicionales consolidadas en el mercado, asimismo el gran posicionamiento que tienen las marcas de los productos lácteos podría elevar los costos de ingreso de otras marcas. | 5 |
| Requerimiento de capital | Para ingresar a la industria se requiere de una importante inversión en equipos, tecnología, investigación y desarrollo. | 5 |
| Acceso a los canales de distribución | Se requiere de una gran red de distribución que les permita llegar a todos los mercados a los que abastece. | 5 |
| Políticas gubernamentales restrictivas. | Existen leyes que se deben cumplir para producir alimentos y para lo cual se requiere gestionar licencias y certificados. | 4 |
| Ponderación | | 4.8 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Amenaza de productos sustitutos

| Factor | Descripción | Valor |
|--|--|-------|
| Disponibilidad de sustitutos | En el mercado existen productos lácteos hechos a base de soya, almendras, quinua, etc. los cuales pueden ser igual o más nutritivos que la leche, sin embargo, la preferencia por estos productos aún es baja en el mercado peruano. | 2 |
| Costo de cambio del cliente | El costo es bajo, ya que los productos sustitutos se pueden encontrar en supermercados, mercados, etc. | 2 |
| Preferencia del cliente por el sustituto | Los consumidores tienen alta preferencia por marcas tradicionales de leche. | 4 |
| Precio relativo del sustituto | Los precios de los sustitutos en el mercado son iguales y en algunos casos más económicos que los productos del sector. | 2 |
| Ponderación | | 2.5 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Poder de negociación de los clientes

| Factor | Descripción | Valor |
|------------------------------------|--|-------|
| Número de clientes importantes | Al tratarse de un producto de primera necesidad la demanda es amplia, sin embargo, la oferta está determinada principalmente por tres empresas del sector que abarcan más del 90% del mercado. | 5 |
| Poder de negociación | La demanda en el sector está concentrada por 03 empresas, por lo cual el poder de negociación del cliente es bajo. | 4 |
| Sensibilidad al precio | Al ser un producto básico de la canasta alimenticia, la influencia del precio sobre la demanda no es tan relevante. | 4 |
| Costo de cambio del cliente | Los clientes pueden encontrar los productos sustitutos en el mercado con bastante facilidad. | 3 |
| Amenaza de integración hacia atrás | La industria es altamente especializada y se requiere de altos niveles de inversión para entrar en el sector. | 4 |
| Ponderación | | 4 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Rivalidad entre competidores existentes

| Factor | Descripción | Valor |
|--------------------------------|---|-------|
| Número de competidores | Más del 90% de la demanda está determinada por tres compañías del sector. | 3 |
| Tasa de crecimiento del sector | El sector es un mercado maduro y consolidado por lo cual crece a un ritmo moderado. | 4 |
| Barreras de salida | La producción de productos lácteos requiere de activos especializados, por tanto, al abandonar el mercado se incurrirá en altos costos de salida. | 2 |
| Diferenciación del producto | Baja diferenciación de productos, solo se consigue diferenciarlos por la marca. | 2 |
| Ponderación | | 2.8 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 12. Matriz BCG

A continuación, se lista el diagnóstico y características de cada producto evaluado:

1. De acuerdo con la matriz, tanto la leche UHT como el yogur son productos estrella, lo que implica que Gloria debe invertir y buscar la penetración del mercado, así como una integración horizontal.
2. Por otra parte, la leche evaporada es concebida como un producto vaca, debido a su madurez y generación de fuente de efectivo, por lo que no requiere tanta inversión y, por el contrario, exige una diversificación en el portafolio de productos, la cual Gloria ya ha implementado (mediante los derivados lácteos y productos de origen vegetal).
3. Los productos como el queso y la mantequilla reciben la categoría de “incógnitas”, dado que se encuentran en una posición en la que Gloria debe reevaluar su estrategia, a fin de ganar participación en el mercado. Su principal rasgo consiste en la necesidad de efectivo, a pesar de generar un bajo flujo de ingresos, así como competir en sectores de alto crecimiento.
4. Finalmente, productos como la leche condensada o los jugos reciben la categoría de “Perros”, dado que el sector al que pertenecen y la percepción por parte de la compañía a futuro es muy baja o nula. Dada su posición débil tanto interna como externa, suelen ser objeto de liquidación, desinversión o involucradas en procesos de reducción de gastos a fin de poder recuperar cierta rentabilidad.

Anexo 13. Matriz VRIO

A continuación, se mostrarán los diversos recursos evaluados a través del análisis VRIO, así como su efecto en la competencia:

Evaluación VRIO de recursos internos

| | | V | R | I | O | |
|-----------------|---|--------------|-----------|-----------------|----------------------------------|--------------------------------|
| Tipo de recurso | Recursos | ¿Es valioso? | ¿Es raro? | ¿Es inimitable? | ¿Respaldado por la organización? | Efecto en la competencia |
| Humanos | Sindicato de trabajadores | ✗ | ✗ | ✗ | ✗ | Desventaja competitiva |
| | Personal en constante capacitación | ✓ | ✗ | ✗ | ✓ | Paridad competitiva |
| | Área de Innovación & Desarrollo | ✓ | ✗ | ✗ | ✓ | Paridad competitiva |
| | Capacidad de marketing y ventas | ✓ | ✗ | ✗ | ✓ | Paridad competitiva |
| | Know-how especializado | ✓ | ✓ | ✗ | ✓ | Ventaja Competitiva Temporal |
| Financieros | Calificación crediticia: Riesgo AA | ✓ | ✓ | ✗ | ✓ | Ventaja Competitiva Temporal |
| | Tasas preferenciales para bonos y bancos | ✓ | ✓ | ✗ | ✓ | Ventaja Competitiva Temporal |
| | Transparencia financiera y buen gobierno corporativo | ✓ | ✗ | ✓ | ✓ | Paridad competitiva |
| Materiales | Integración vertical de procesos productivos | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | Ventaja Competitiva Sostenible |
| | Planta de evaporación y planta de hojalata | ✓ | ✗ | ✗ | ✓ | Paridad competitiva |
| | Materia prima perecible (leche) | ✓ | ✗ | ✗ | ✓ | Paridad competitiva |
| | Uso de alta tecnología | ✓ | ✓ | ✗ | ✓ | Ventaja Competitiva Temporal |
| | Centros de acopio en diferentes zonas del país | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | Ventaja Competitiva Sostenible |
| Intangibles | Marca posicionada | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | Ventaja Competitiva Sostenible |
| | Presentación en lata | ✓ | ✓ | ✗ | ✓ | Ventaja Competitiva Temporal |
| | Plataformas tecnológicas (Digitales) | ✓ | ✓ | ✗ | ✓ | Ventaja Competitiva Temporal |
| | Normas y estándares internacionales (nutrición y calidad) | ✓ | ✓ | ✗ | ✓ | Ventaja Competitiva Temporal |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 14. Matriz PEYEA

A continuación, se presentan los valores asignados a cada dimensión y la estrategia PEYEA a tomar resultado de la ponderación.

Tabla de ponderación de características y dimensiones PEYEA

| Dimensión | Características | Sub-valor | Valor |
|--|---|-----------|-------|
| Ventaja competitiva de la compañía | <i>Market share</i> | -1 | -2.25 |
| | Calidad del producto | -3 | |
| | Ciclo de vida del producto | -3 | |
| | Ciclo de vida de reemplazo del producto | -6 | |
| | Lealtad del consumidor | -1 | |
| | Capacidad utilizada del competidor | -2 | |
| | <i>Know-how</i> tecnológico | -1 | |
| | Integración vertical | -1 | |
| Fortalezas de la industria | Potencial de crecimiento | 3 | 4.00 |
| | Estabilidad financiera | 6 | |
| | Intensidad de capital de inversión | 5 | |
| | Facilidad de entrada al mercado | 1 | |
| | Productividad | 4 | |
| | Capacidad de utilización | 5 | |
| Fortaleza financiera de la empresa | Retorno de la inversión | 4 | 3.67 |
| | Liquidez | 4 | |
| | Capital requerido / disponible | 4 | |
| | Apalancamiento financiero | 4 | |
| | Facilidad de salida del mercado | 2 | |
| | Riesgo de la empresa | 4 | |
| Estabilidad del ambiente de la industria | Cambios tecnológicos | -3 | -2.57 |
| | Tasa de inflación | -4 | |
| | Variabilidad de la demanda | -1 | |
| | Precio de productos competidores | -1 | |
| | Barrera de entrada al mercado | -5 | |
| | Presión competitiva | -1 | |
| | Elasticidad precio - demanda | -3 | |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Evaluación de las características:

| Dimensión | Horizontal | Vertical |
|------------------------------------|------------|----------|
| Ventaja competitiva de la compañía | -2.3 | 0.0 |
| Fortalezas de la industria | 4.0 | 0.0 |
| Fortaleza financiera de la empresa | 0.0 | 3.7 |
| Estabilidad del ambiente | 0.0 | -2.6 |
| Resultado | 1.8 | 1.1 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 15. Relación de estrategias

Relación de estrategias

| Estrategia | Detalle | FODA | PEST | VRIO | 5 F | Implementación | | |
|--|--|------|------|------|-----|----------------|------------|--------------|
| | | | | | | Realizada | En proceso | Por ejecutar |
| Integración vertical | Aprovechar la integración de la cadena productiva desde el acopio de la leche hasta la distribución del producto terminado lo que permite la economía de escala. | ✓ | | | ✓ | Sí | | Sí |
| Posicionamiento de la marca | Aprovechar el posicionamiento alcanzado en el mercado debido a sus años de trayectoria y la comunicación directa al consumidor mediante marketing y publicidad. | ✓ | | | ✓ | Sí | | Sí |
| Área de innovación y desarrollo | Mantener inversiones para el mantenimiento y adecuación de nuevas tecnologías, así como lanzamiento de nuevos productos que atiendan a mercados segmentados. | ✓ | | | ✓ | Sí | Sí | Sí |
| Plataformas tecnológicas y digitales para interacción con consumidor | Impulsar la comercialización y oferta hacia el consumidor final a través de plataformas de <i>e-commerce</i> . De igual forma, establecer canales de comunicación para el cliente: uno con consejos de nutrición y otro para quejas/reclamos | ✓ | ✓ | ✓ | | Sí | | Sí |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 16. Ratios financieros de Leche Gloria S.A. y benchmark

A continuación, se muestran los ratios financieros, según cada categoría para Leche Gloria S.A. y las empresas comparables de la región:

Ratios financieros de Leche Gloria S.A. y benchmark

| RATIOS DE LIQUIDEZ | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liquidez Corriente | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 1.30 | 1.60 | 1.40 | 1.62 | 1.64 |
| Laive | 1.43 | 1.09 | 1.29 | 1.12 | 1.01 |
| Regional | 1.68 | 1.95 | 2.21 | 2.51 | 2.07 |
| Liquidez Ácida | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 0.59 | 0.73 | 0.69 | 0.92 | 0.75 |
| Laive | 0.61 | 0.39 | 0.42 | 0.51 | 0.46 |
| Regional | 0.88 | 0.97 | 1.18 | 1.39 | 0.85 |
| RATIOS DE SOLVENCIA | | | | | |
| Apalancamiento Financiero | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 2.11 | 2.11 | 1.71 | 2.82 | 2.77 |
| Laive | 1.93 | 2.19 | 1.97 | 2.23 | 2.36 |
| Regional | 1.77 | 1.79 | 1.84 | 1.89 | 2.00 |
| Endeudamiento Patrimonial | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 1.11 | 1.11 | 0.71 | 1.82 | 1.77 |
| Laive | 0.81 | 0.97 | 0.76 | 1.04 | 1.17 |
| Regional | 0.65 | 0.64 | 0.67 | 0.68 | 0.78 |
| EBITDA/Gasto Financiero | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 7.75 | 7.27 | 15.70 | 19.65 | 5.33 |
| Laive | 8.37 | 5.69 | 5.88 | 7.81 | 6.73 |
| Regional | 5.00 | 4.52 | 5.41 | 5.22 | 3.15 |
| Deuda Financiera/EBITDA | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 2.31 | 2.50 | 0.96 | 2.47 | 3.03 |
| Laive | 1.11 | 2.03 | 1.40 | 1.78 | 1.43 |
| Regional | 2.55 | 2.42 | 2.24 | 2.30 | 2.98 |
| Deuda Financiera neta/EBITDA | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 2.19 | 2.37 | 0.77 | 1.35 | 1.98 |
| Laive | 0.92 | 2.03 | 1.36 | 1.16 | 0.81 |
| Regional | 2.17 | 2.05 | 1.47 | 1.25 | 2.42 |
| RATIOS DE GESTIÓN | | | | | |
| Plazo Promedio de Inventarios | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 93 | 94 | 74 | 95 | 124 |
| Laive | 79 | 87 | 85 | 72 | 74 |
| Regional | 89 | 92 | 98 | 102 | 115 |
| Plazo Promedio de Cuentas por Cobrar | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 35 | 32 | 27 | 25 | 21 |
| Laive | 40 | 41 | 33 | 31 | 30 |
| Regional | 58 | 56 | 53 | 63 | 53 |
| Plazo Promedio de Cuentas por Pagar | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 54 | 39 | 39 | 42 | 45 |
| Laive | 76 | 82 | 72 | 81 | 85 |
| Regional | 57 | 56 | 55 | 71 | 67 |
| Ciclo de Efectivo | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 74 | 87 | 62 | 78 | 99 |
| Laive | 43 | 47 | 46 | 23 | 18 |
| Regional | 90 | 92 | 96 | 94 | 102 |
| RATIOS DE RENTABILIDAD | | | | | |
| Margen EBITDA | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 10.78% | 10.69% | 13.57% | 11.77% | 9.85% |
| Laive | 9.32% | 7.79% | 8.59% | 8.47% | 9.49% |
| Regional | 12.32% | 12.04% | 12.50% | 10.21% | 8.37% |
| Margen Neto | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 4.58% | 4.28% | 6.74% | 6.00% | 3.73% |
| Laive | 3.49% | 1.75% | 1.34% | 1.87% | 3.31% |
| Regional | 7.15% | 5.98% | 6.96% | 5.25% | 3.89% |
| Rentabilidad sobre Activo (ROA) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 4.91% | 4.50% | 7.73% | 6.35% | 3.78% |
| Laive | 5.06% | 2.15% | 1.68% | 2.45% | 4.69% |
| Regional | 5.53% | 4.49% | 5.50% | 4.08% | 3.41% |
| Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 10.37% | 9.48% | 13.20% | 17.90% | 10.46% |
| Laive | 9.79% | 4.70% | 3.31% | 5.46% | 11.05% |
| Regional | 9.07% | 7.53% | 9.75% | 7.56% | 6.50% |
| Rentabilidad sobre Capital Invertido (ROIC) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Gloria | 8.45% | 7.13% | 11.33% | 11.09% | 8.06% |
| Laive | 9.20% | 4.46% | 5.06% | 6.90% | 11.29% |
| Regional | 7.86% | 6.46% | 7.93% | 5.76% | 5.78% |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 17. Información financiera 2016-2022

Análisis vertical del estado de situación financiera

| Detalle | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Activos | | | | | | | |
| (+) Efectivo y Equivalentes | 1.58% | 2.39% | 1.43% | 1.51% | 2.98% | 13.91% | 10.42% |
| (+) Cuentas por cobrar | 21.89% | 17.93% | 16.68% | 16.36% | 14.78% | 14.35% | 12.91% |
| <i>Cuentas por cobrar comerciales terceros, neto</i> | 9.57% | 8.51% | 10.34% | 9.21% | 8.59% | 7.27% | 5.68% |
| <i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i> | 11.46% | 8.66% | 4.64% | 6.10% | 5.44% | 5.71% | 5.03% |
| <i>Otras cuentas por cobrar</i> | 0.86% | 0.76% | 1.71% | 1.05% | 0.75% | 1.38% | 2.20% |
| (+) Inventario | 21.23% | 18.65% | 21.40% | 21.19% | 17.92% | 21.63% | 27.80% |
| (+) Gastos pagados por anticipado | 0.20% | 0.12% | 0.21% | 0.26% | 0.38% | 0.17% | 0.17% |
| Activo corriente | 44.89% | 39.08% | 39.72% | 39.32% | 36.07% | 50.06% | 51.31% |
| (+) Cuentas por cobrar | 0.04% | 0.12% | 1.84% | 4.65% | 9.04% | 3.36% | 7.02% |
| <i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i> | 0.00% | 0.00% | 1.82% | 4.64% | 7.17% | 1.88% | 3.53% |
| <i>Otras cuentas por cobrar</i> | 0.04% | 0.12% | 0.01% | 0.01% | 1.87% | 1.48% | 3.49% |
| (+) Inversiones financieras | 5.59% | 5.44% | 5.34% | 3.48% | 3.66% | 3.24% | 2.92% |
| (+) Propiedades de inversión | 1.33% | 6.33% | 6.11% | 6.04% | 6.16% | 1.96% | 1.77% |
| (+) Propiedades, planta y equipo, neto | 47.60% | 48.49% | 46.43% | 45.17% | 44.04% | 40.30% | 36.17% |
| (+) Activos por derecho de uso | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.64% | 0.42% | 0.60% | 0.43% |
| (+) Activos intangibles, neto | 0.54% | 0.54% | 0.56% | 0.71% | 0.61% | 0.49% | 0.37% |
| Activo no corriente | 55.11% | 60.92% | 60.28% | 60.68% | 63.93% | 49.94% | 48.69% |
| Activo total | 100.00% |
| Pasivo y patrimonio | | | | | | | |
| Pasivos | | | | | | | |
| Obligaciones financieras | 6.24% | 2.52% | 7.59% | 3.39% | 2.38% | 0.00% | 0.00% |
| Cuentas por pagar | 19.10% | 21.02% | 23.07% | 21.04% | 23.29% | 30.71% | 31.08% |
| <i>Cuentas por pagar comerciales terceros</i> | 7.16% | 9.29% | 12.05% | 8.73% | 9.19% | 9.47% | 9.98% |
| <i>Cuentas por pagar - Relacionadas</i> | 2.62% | 2.05% | 2.11% | 2.38% | 3.15% | 17.32% | 17.97% |
| <i>Otras cuentas por pagar</i> | 9.32% | 9.68% | 8.92% | 9.93% | 10.94% | 3.91% | 3.13% |
| Derecho de uso | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.19% | 0.17% | 0.17% | 0.14% |
| Pasivo corriente | 25.34% | 23.53% | 30.66% | 24.62% | 25.84% | 30.88% | 31.22% |
| Obligaciones financieras | 20.54% | 22.09% | 19.11% | 24.70% | 12.52% | 30.73% | 30.16% |
| Derecho de uso | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.46% | 0.31% | 0.50% | 0.33% |
| Pasivos por impuestos a las ganancias diferidas | 3.06% | 2.88% | 2.92% | 2.81% | 2.80% | 2.42% | 2.20% |
| Pasivo no corriente | 23.60% | 24.97% | 22.02% | 27.96% | 15.63% | 33.65% | 32.68% |
| Pasivos totales | 48.94% | 48.50% | 52.69% | 52.58% | 41.47% | 64.52% | 63.90% |
| Capital social emitido | 12.23% | 11.91% | 11.68% | 11.74% | 12.13% | 10.73% | 9.82% |
| Acciones de inversión | 1.25% | 1.22% | 1.19% | 1.20% | 1.24% | 1.09% | 0.99% |
| Reserva Legal | 2.45% | 2.38% | 2.34% | 2.35% | 2.43% | 2.15% | 1.96% |
| Resultados acumulados | 35.13% | 35.99% | 32.10% | 32.14% | 42.74% | 21.50% | 23.33% |
| Patrimonio total | 51.06% | 51.50% | 47.31% | 47.42% | 58.53% | 35.48% | 36.10% |
| Pasivo y patrimonio | 100.00% |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Análisis horizontal del estado de situación financiera

| Detalle | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Activos | | | | | | | |
| (+) Efectivo y Equivalentes | -12.16% | 55.27% | -38.68% | 4.79% | 90.84% | 427.66% | -18.06% |
| (+) Cuentas por cobrar | 9.01% | -15.89% | -5.14% | -2.32% | -12.62% | 9.74% | -1.62% |
| <i>Cuentas por cobrar comerciales terceros, neto</i> | 40.58% | -8.69% | 23.86% | -11.32% | -9.76% | -4.37% | -14.48% |
| <i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i> | -5.32% | -22.35% | -45.44% | 31.10% | -13.71% | 18.52% | -3.65% |
| <i>Otras cuentas por cobrar</i> | -26.38% | -9.84% | 129.83% | -38.61% | -31.30% | 107.75% | 74.77% |
| (+) Inventario | -17.87% | -9.79% | 17.02% | -1.45% | -18.13% | 36.33% | 40.55% |
| (+) Gastos pagados por anticipado | -69.60% | -38.75% | 75.63% | 23.29% | 45.27% | -49.66% | 10.22% |
| Activo corriente | -7.21% | -10.61% | 3.63% | -1.46% | -11.24% | 56.84% | 12.07% |
| (+) Cuentas por cobrar | -88.74% | 218.09% | 1418.93% | 152.10% | 88.12% | -58.04% | 128.83% |
| <i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i> | -100.00% | 0 | 0 | 153.63% | 49.34% | -70.43% | 106.01% |
| <i>Otras cuentas por cobrar</i> | -56.23% | 218.09% | -88.91% | -56.04% | 30497.41% | -10.65% | 157.73% |
| (+) Inversiones financieras | 6.85% | -0.04% | 0.00% | -35.19% | 1.86% | 0.00% | -1.30% |
| (+) Propiedades de inversión | -1.44% | 387.70% | -1.61% | -1.64% | -1.26% | -64.05% | -1.44% |
| (+) Propiedades, planta y equipo, neto | 3.90% | 4.59% | -2.36% | -3.14% | -5.66% | 3.40% | -1.86% |
| (+) Activos por derecho de uso | 0 | 0 | 0 | 0 | -36.47% | 59.96% | -20.89% |
| (+) Activos intangibles, neto | 11.79% | 1.25% | 6.84% | 25.79% | -16.42% | -9.94% | -16.63% |
| Activo no corriente | 3.51% | 13.51% | 0.88% | 0.23% | 1.94% | -11.74% | 6.60% |
| Activo total | -1.59% | 2.69% | 1.96% | -0.44% | -3.24% | 13.00% | 9.34% |
| Pasivo y patrimonio | | | | | | | |
| Pasivos | | | | | | | |
| Obligaciones financieras | 82.75% | -58.57% | 207.22% | -55.50% | -32.19% | -100.00% | 0 |
| Cuentas por pagar | -18.62% | 12.99% | 11.93% | -9.19% | 7.10% | 48.97% | 10.67% |
| <i>Cuentas por pagar comerciales terceros</i> | -50.13% | 33.12% | 32.27% | -27.81% | 1.83% | 16.44% | 15.16% |
| <i>Cuentas por pagar - Relacionadas</i> | 24.54% | -19.39% | 4.48% | 12.49% | 28.31% | 520.57% | 13.43% |
| <i>Otras cuentas por pagar</i> | 33.04% | 6.61% | -6.02% | 10.83% | 6.64% | -59.63% | -12.46% |
| Derecho de uso | 0 | 0 | 0 | 0 | -13.90% | 15.31% | -11.35% |
| Pasivo corriente | -5.74% | -4.64% | 32.83% | -20.04% | 1.52% | 35.04% | 10.55% |
| Obligaciones financieras | -1.29% | 10.40% | -11.78% | 28.68% | -50.93% | 177.22% | 7.31% |
| Derecho de uso | 0 | 0 | 0 | 0 | -34.96% | 83.79% | -27.61% |
| Pasivos por impuestos a las ganancias diferidas | 12.35% | -3.22% | 3.13% | -4.14% | -3.43% | -2.31% | -0.75% |
| Pasivo no corriente | 0.29% | 8.64% | -10.06% | 26.39% | -45.90% | 143.21% | 6.21% |
| Pasivos totales | -2.92% | 1.76% | 10.75% | -0.63% | -23.70% | 75.82% | 8.29% |
| Capital social emitido | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| Acciones de inversión | 0.00% | -0.12% | -0.13% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | -1.41% |
| Reserva Legal | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| Resultados acumulados | -0.40% | 5.20% | -9.05% | -0.33% | 28.68% | -43.16% | 18.65% |
| Patrimonio total | -0.28% | 3.57% | -6.33% | -0.22% | 19.44% | -31.51% | 11.26% |
| Pasivo y patrimonio | -1.59% | 2.69% | 1.96% | -0.44% | -3.24% | 13.00% | 9.34% |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Análisis vertical del estado de resultados

| Detalle | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas netas | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| (-) Coste de Ventas (excluye depreciación) | -72.65% | -75.11% | -78.07% | -78.62% | -76.95% | -78.78% | -80.79% |
| Utilidad bruta | 27.35% | 24.89% | 21.93% | 21.38% | 23.05% | 21.22% | 19.21% |
| (-) Gastos de venta y distribución (excluye depreciación) | -11.26% | -8.53% | -8.35% | -8.04% | -6.60% | -7.24% | -7.35% |
| (-) Gastos administrativos (excluye depreciación) | -3.63% | -4.47% | -3.36% | -3.48% | -3.77% | -3.76% | -3.16% |
| (+) Otros ingresos operativos | 0.84% | 0.71% | 0.56% | 0.84% | 0.89% | 1.54% | 1.15% |
| EBITDA | 13.30% | 12.60% | 10.78% | 10.69% | 13.57% | 11.77% | 9.85% |
| (-) Depreciación y Amortización* | -2.18% | -2.63% | -2.66% | -3.23% | -3.12% | -3.04% | -2.91% |
| Utilidad operativa | 11.12% | 9.97% | 8.12% | 7.46% | 10.44% | 8.72% | 6.93% |
| (+) Dividendos recibidos | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| (+) Ingresos financieros | 0.13% | 0.71% | 0.13% | 0.28% | 0.27% | 0.22% | 0.74% |
| (-) Gastos financieros | -1.94% | -1.65% | -1.39% | -1.47% | -0.86% | -0.60% | -1.85% |
| (-) Ganancia (pérdida) neta por dif. de cambio | 0.06% | 0.06% | 0.02% | -0.01% | 0.02% | 0.41% | -0.39% |
| Utilidad antes de impuesto a las ganancias | 9.38% | 9.09% | 6.88% | 6.26% | 9.87% | 8.75% | 5.44% |
| (-) Impuesto a las ganancias | -3.27% | -2.91% | -2.30% | -1.98% | -3.14% | -2.75% | -1.70% |
| Utilidad neta | 6.11% | 6.18% | 4.58% | 4.28% | 6.74% | 6.00% | 3.73% |

(*) Los EE.FF. aíslan la depreciación del costo de ventas y gasto operativo. Fuente: Elaboración propia 2022.

Análisis horizontal del estado de resultados

| Detalle | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| Ventas netas | 0.42% | -5.11% | 4.57% | -2.33% | 5.65% | 4.22% | 4.49% |
| (-) Coste de Ventas (excluye depreciación) | -3.44% | -1.90% | 8.68% | -1.64% | 3.41% | 6.69% | 7.16% |
| Utilidad bruta | 12.34% | -13.66% | -7.83% | -4.81% | 13.88% | -4.02% | -5.41% |
| (-) Gastos de venta y distribución (excluye depreciación) | 24.82% | -28.14% | 2.47% | -5.97% | -13.34% | 14.35% | 6.15% |
| (-) Gastos administrativos (excluye depreciación) | 0.81% | 16.98% | -21.45% | 1.21% | 14.24% | 4.01% | -12.01% |
| (+) Otros ingresos operativos | 15.70% | -19.70% | -17.09% | 44.87% | 12.08% | 81.26% | -21.81% |
| EBITDA | 6.83% | -10.15% | -10.49% | -3.18% | 34.11% | -9.60% | -12.57% |
| (-) Depreciación y Amortización* | 13.56% | 14.29% | 5.79% | 18.68% | 2.09% | 1.54% | 0.05% |
| Utilidad operativa | 5.60% | -14.95% | -14.78% | -10.35% | 48.00% | -12.94% | -16.97% |
| (+) Dividendos recibidos | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| (+) Ingresos financieros | 93.57% | 412.38% | -80.55% | 103.98% | 2.77% | -15.84% | 255.23% |
| (-) Gastos financieros | 15.03% | -18.93% | -11.98% | 3.17% | -37.88% | -27.79% | 222.42% |
| (-) Ganancia (pérdida) neta por dif. de cambio | -402.43% | -3.79% | -68.78% | -129.87% | -534.83% | 1652.40% | -200.10% |
| Utilidad antes de impuesto a las ganancias | 5.45% | -8.04% | -20.83% | -11.21% | 66.72% | -7.64% | -35.08% |
| (-) Impuesto a las ganancias | 15.03% | -15.54% | -17.29% | -15.95% | 67.52% | -8.68% | -35.30% |
| Utilidad neta | 0.96% | -4.03% | -22.50% | -8.83% | 66.36% | -7.16% | -34.98% |

(*) Los EE.FF. aíslan la depreciación del costo de ventas y gasto operativo. Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 18. CAPEX histórico

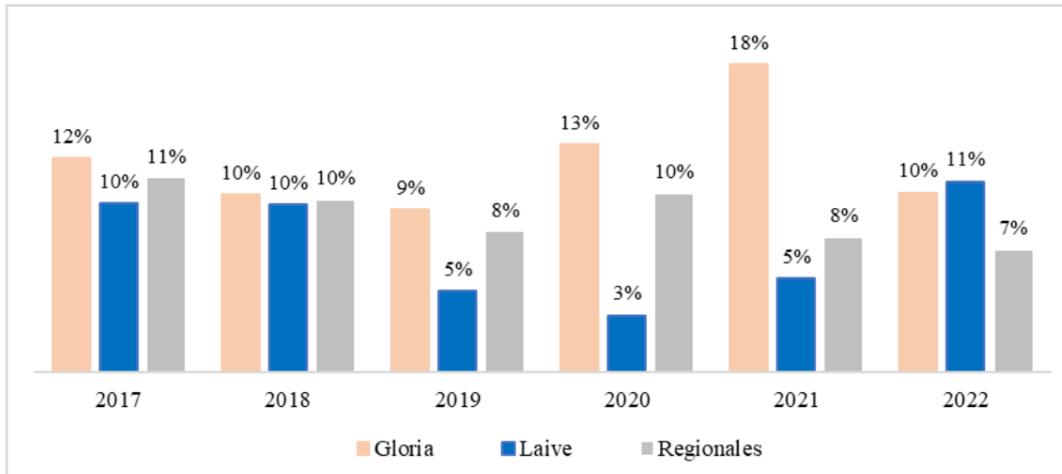
Inversión en activo fijo

| Adiciones y transferencias de activo fijo en S/ (000) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| Terrenos | 25 445 | 194 132 | 302 | 273 | 0 | 0 | 35 536 |
| Edificios, plantas y otras construcciones | 40 356 | 53 291 | 7 566 | 7 944 | 3 080 | 4 373 | 7 787 |
| Maquinaria y equipo | 162 090 | 67 311 | 52 690 | 74 909 | 11 065 | 26 126 | 21 543 |
| Muebles y enseres | 5 289 | 1 402 | 28 866 | 4 549 | 1 149 | 9 353 | 2 109 |
| Unidades de transporte | 2 272 | 792 | 280 | 572 | 194 | 157 | 261 |
| Obras en curso y unidades por recibir | 110 525 | 88 985 | 55 561 | 31 604 | 15 660 | 35 119 | 35 616 |
| Total inversión en activo fijo | 345 977 | 405 913 | 145 265 | 119 851 | 31 148 | 75 128 | 102 852 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 19. Coherencia de las Políticas Financieras (Dupont ROE)

Dupont Gloria, Laive y empresas regionales



Fuente: Económica (2023). Elaboración propia 2022.

Análisis Dupont

| LECHE GLORIA S.A. | | | | | | |
|---------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Ratio | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Margen neto | 6.18% | 4.58% | 4.28% | 6.74% | 6.00% | 3.73% |
| Rotación de activos | 1.04 | 1.07 | 1.05 | 1.15 | 1.06 | 1.01 |
| Apalancamiento financiero | 1.94 | 2.11 | 2.11 | 1.71 | 2.82 | 2.77 |
| ROE | 12.47% | 10.34% | 9.48% | 13.25% | 17.94% | 10.44% |
| | | | | | | |
| LAIVE S.A. | | | | | | |
| Ratio | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Margen neto | 3.40% | 3.49% | 1.75% | 1.34% | 1.87% | 3.31% |
| Rotación de activos | 1.53 | 1.45 | 1.23 | 1.25 | 1.31 | 1.42 |
| Apalancamiento financiero | 1.89 | 1.93 | 2.19 | 1.97 | 2.23 | 2.36 |
| ROE | 9.83% | 9.77% | 4.71% | 3.30% | 5.46% | 11.09% |
| | | | | | | |
| EMPRESA REGIONALES | | | | | | |
| Ratio | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| Margen neto | 7.96% | 7.15% | 5.98% | 6.96% | 5.25% | 3.89% |
| Rotación de activos | 0.82 | 0.79 | 0.76 | 0.81 | 0.79 | 0.91 |
| Apalancamiento financiero | 1.73 | 1.77 | 1.79 | 1.84 | 1.89 | 2.00 |
| ROE | 11.29% | 10.00% | 8.14% | 10.37% | 7.84% | 7.08% |
| | | | | | | |

Fuente: Económica (2023). Elaboración propia 2022.

Anexo 20. Análisis del financiamiento

Deuda bancaria al 31 de diciembre del 2022

| Pagarés | Saldos (Miles Soles) | Tasa de interés | Vencimiento |
|--------------------------------|----------------------|-----------------|-----------------|
| Scotiabank Perú S.A.A. | 200 000 | 8.19% | Febrero de 2024 |
| Banco de crédito del Perú S.A. | 434 000 | 8.02% - 8.23% | Enero de 2024 |
| BBVA Continental S.A. | 285 500 | 8.19% | Febrero de 2024 |
| BBVA Continental S.A. | 85 500 | 8.18% - 8.25% | Enero de 2024 |
| BBVA Continental S.A. | 20 000 | 8.70% | Marzo de 2024 |
| Total | 1 025 000 | | |

Fuente: Estados financieros auditados Gloria S.A., 2022. Elaboración propia 2022.

Programa y emisiones de bonos pagados y en curso

| Programas | Valor nominal S/ (000) | Fecha de emisión | Fecha de vencimiento | Tasa de interés | Pago de intereses | Al cierre del 2022 |
|------------------|------------------------|------------------|----------------------|-----------------|-------------------|--------------------|
| Primer programa | | | | | | |
| Segunda emisión | 150 000 | 26/9/2014 | 26/9/2021 | 6.09 | Semestral | Pagado |
| Tercera emisión | 140 000 | 5/2/2015 | 5/2/2020 | 5.56 | Semestral | Pagado |
| Cuarta emisión | 150 000 | 5/2/2015 | 5/2/2035 | 7.12 | Semestral | 150,000 |
| Quinta emisión | 153 020 | 25/6/2015 | 25/6/2020 | 6.65 | Semestral | Pagado |
| Segundo programa | | | | | | |
| Séptima emisión | 70 000 | 18/4/2007 | 20/4/2017 | 5.88 | Semestral | Pagado |
| Octava emisión | 100 000 | 26/10/2007 | 26/10/2017 | 6.78 | Semestral | Pagado |
| Decima emisión | 78 000 | 26/9/2009 | 29/9/2016 | 6.56 | Semestral | Pagado |
| Total bonos | | | | | | 150 000 |

Fuente: Estados financieros auditados Gloria S.A., 2022. Elaboración propia 2022.

Tasa de interés implícita

| Detalle S/ (000) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| Deuda Financiera | 835 345 | 790 067 | 874 161 | 915 604 | 470 000 | 1 095 000 | 1 175 000 |
| Intereses financieros | 58 467 | 46 812 | 45 962 | 47 343 | 30 114 | 20 595 | 67 485 |
| Tasa Implícita | 7.00% | 5.93% | 5.26% | 5.17% | 6.41% | 1.88% | 5.74% |

Fuente: Estados financieros auditados Gloria S.A., 2022. Elaboración propia 2022.

Anexo 21. Supuestos de proyecciones

Supuestos de proyecciones

| Variable | Supuesto | Fundamento |
|--------------------------------|--|--|
| Generales | | |
| Período base | dic-22 | Período más cercano con información oficial al momento de realizar la valorización. |
| Moneda | En Soles nominales | Moneda funcional con la que opera la empresa. |
| Tipo de estado financiero | Individual | La valorización de Gloria es individual, sin subsidiarias. |
| Horizonte de proyección | 10 años | Se considera el horizonte de 10 años, ya que se dispone de información suficiente para elaborar el flujo de caja. |
| Tasa de crecimiento perpetuo | 3.5% | Se estableció un "g" considerando el promedio entre la tasa crecimiento del PBI (5%) y la tasa de inflación en soles (2%). |
| Prima de valor | 1.17 | Dado que Gloria cuenta con dos tipos de acciones, comunes y de inversión, y solo las acciones de inversión cotizan en la BVL, se utilizó la metodología de la prima de valor para determinar el valor de la acción común. Se ha calculado la prima de valor tomando el promedio de los precios históricos de los últimos cinco años de empresas de alimentos y bebidas que cuentan con acciones de inversión y comunes inscritas en la BVL. Las empresas escogidas fueron Cervecería San Juan S.A.A y Alicorp S.A. |
| Estado de resultados | | |
| Ingresos | Desarrollo del método PxQ | Para la proyección de los ingresos de Gloria, se delinean tres principales líneas de productos: Leche evaporada, Leche UHT y Yogurt, los cuales en conjunto representaron el 82.50% de los ingresos en promedio de los últimos 05 años. Los ingresos de la leche evaporada se estimaron mediante una regresión lineal utilizando como variables dependientes al PBI nacional y Exportaciones de leche evaporada. Para determinar la producción de Gloria se asume la participación de mercado promedio de leche evaporada del 2021 y 2022 (77.60%). El precio se proyecta en función a la inflación nominal esperada por el BCRP. Para la proyección de los ingresos de leche UHT y Yogurt, se consideró la información obtenida en la entrevista con el Gerente comercial del canal moderno de Gloria, el cual indicó que la compañía seguirá enfocada en el desarrollo de mercado para estos productos, dado el bajo consumo per cápita que aún se tiene en el Perú. En línea con ello se espera seguir manteniendo el crecimiento actual, considerándose así un crecimiento compuesto anual de los últimos cinco años de 2.36% para la leche UHT y 3.96% para el Yogurt. Para el resto de las líneas, como mantequilla, quesos, conservas y otros, se asume que para los próximos 10 años tendrán una participación constante de 25% respecto a los ingresos de las líneas de productos principales. Para mayor detalle revisar el Anexo 5. |
| Costo de venta | Ratio costo de ventas / Ingresos: 78.49% | Se proyecta en base al promedio aritmético del ratio costo de ventas sobre ingresos de los últimos 05 años (excluyendo depreciación y amortización), ello debido a que se observa una estabilidad en este indicador. Para el promedio no se consideraron los años 2020 y 2022, por ser años afectados por el COVID-19 y presiones inflacionarias de los costos de materias primas respectivamente. |
| Gasto de administración | Ratio Gasto de administración / Ingresos: 3.51% | Se proyecta en base al promedio aritmético del ratio gastos de administración sobre ingresos de los 05 últimos años (excluye depreciación y amortización). |
| Gasto de ventas y distribución | Ratio Gasto de ventas y distribución / Ingresos: 7.30% | Se proyecta en base al promedio aritmético del ratio gastos de ventas y distribución sobre ingresos de los últimos 2 años (excluye depreciación y amortización). |
| Depreciación y amortización | En función a la vida útil y | Para el activo fijo histórico se consideró la depreciación promedio por tipo de activo para los últimos 05 años. |

| | | |
|--|--|--|
| | promedio histórico de cada componente del CAPEX. | La depreciación del activo fijo de adición fue estimada en función a la vida útil de cada tipo de activo: Edificios, plantas y otras construcciones: Hasta 33 años Maquinaria y equipos: Entre 3 y 30 años Unidades de transporte: Entre 5 y 20 años Muebles y enseres: 10 años Los activos intangibles se amortizaron en función al promedio histórico de los últimos 05 años. |
| Ingresos financieros | Ratio Ingresos financieros / Ventas: 0.25% | Los ingresos financieros, producto principalmente de intereses generados por préstamos a relacionadas se proyectan como un promedio aritmético de los años 2019 al 2021, debido a su relación estable con los ingresos. No se consideró el año 2022 porque se obtuvieron ingresos atípicos. |
| Gastos financieros | - | Se proyectan en función a los gastos por intereses de deudas financieras vigentes y las nuevas deudas en base al cronograma de amortización. Asimismo, los otros intereses se mantendrán constantes según el promedio de los últimos tres años. |
| Impuesto a la renta | Tasa impositiva efectiva: 31.51% | La tasa de impuesto a la renta se estima en base al promedio aritmético de los últimos 03 años. |
| Estado de situación financiera | | |
| Cuentas por cobrar comerciales | 24 días | Se toma el promedio aritmético del período medio de cobro de los últimos 03 años. |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas y otras cuentas por cobrar | CxC relacionadas: 18 días Otras CxC: 05 días | CxC relacionadas: Se toma el promedio aritmético del período medio de cobro a entidades relacionadas de los últimos 05 años. Otras CxC: Se toma el promedio aritmético del período medio de cobro de otras cuentas por cobrar de los últimos 05 años. |
| Inventario | 96 días | Se toma el promedio aritmético del período medio de inventario de los años del 2015 al 2021, no se considera el año 2020 y 2022 porque fueron años atípicos afectados por el COVID-19 y los precios altos de las materias primas respectivamente. Para el 2024 se utilizó el promedio de días de inventario del 2021 y 2022 (109 días). |
| CAPEX | Histórico, en función a la proporción de CAPEX sobre ingresos. | La proyección de CAPEX contempla dos tipos de inversión: Activo fijo de mantenimiento: Se considera el ratio activo fijo sobre los ingresos del último año, 2%, a fin de mantener su capacidad productiva. Activo fijo de inversión: contempla la ampliación de las plantas, innovación y desarrollo de nuevos productos de tendencia saludable en línea con lo señalado en el FODA. |
| Obligaciones financieras de corto y largo plazo | Deuda bancaria y Bonos | La compañía mantiene pagarés de largo plazo y un bono con amortizaciones parciales entre los años 2032 y 2035. La deuda financiera se proyecta en función al cronograma de vencimientos de pagos de instrumentos financieros vigentes y nueva deuda. La nueva deuda se generó acorde con la necesidad de financiamiento y la estructura deuda patrimonio de la empresa |
| Cuentas por pagar comerciales | 44 días | Se toma el promedio aritmético del período medio de pago de los últimos 05 años. |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas y otras cuentas por pagar | CxP relacionadas: 28 días Otras CxP: 16 días | CxP relacionadas: Se toma el promedio aritmético del período medio de pago a entidades relacionadas de los últimos 02 años, debido a un aumento en este rubro por dividendos distribuidos en el 2021 pendiente de pago. Otras CxP: Se toma el promedio aritmético del período medio de pago de otras cuentas por cobrar de los últimos 02 años. |
| Capital social | No habrá aportes de capital | El capital social está representado por 382,50 millones acciones comunes a un valor nominal de S/ 1.00 cada una, las cuales se encuentran íntegramente emitidas y pagadas. |
| Acciones de inversión | Se mantendrá el mismo número de acciones. | Las acciones de inversión están representadas por 38.47 millones de acciones, cuyo valor nominal es de S/ 1.00 cada una, las cuales se encuentran íntegramente emitidas y pagadas. |
| Reserva legal | Quinta parte del capital pagado | Reserva legal será del 10% de la utilidad neta, hasta alcanzar la quinta parte del capital pagado. Ley General de Sociedades (Ley N°26887). |
| Dividendos | En función a la política de dividendos, hasta llegar a 100% | En el año 2022 la compañía estableció como política la distribución de utilidades de libre disposición, vía dividendos hasta un 60% de dichas utilidades. Sin embargo, cabe resaltar que Gloria no cuenta con una política rígida de distribución de dividendos. |

Fuente: Estados financieros auditados de Leche Gloria S.A. (2012-2022). Elaboración propia 2022.

Anexo 22. Proyección de ingresos

1) Proyección de ingresos de leche evaporada:

Los ingresos provenientes de la leche evaporada han representado en promedio el 58% de los ingresos totales de Gloria en los últimos 05 años, la proyección de la producción nacional de leche evaporada se realizó mediante una regresión lineal, usando el método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) en el programa Eviews.

Para la proyección de ingresos de Gloria se decidió aplicar la metodología PxQ, para ello se consideraron las siguientes variables y datos en la regresión lineal:

Supuestos de la regresión

| Datos | Información para la regresión |
|------------------------|--|
| Tiempo | Se consideraron datos históricos de 41 años (1982 - 2022). |
| Supuestos estadísticos | Las variables explicativas son significativas, debido a que el p-valor es menor a 0,05. No hay presencia de autocorrelación de los residuos, según el correlograma generado. Mediante el test de Jarque-Bera se determinó que la regresión tiene una distribución normal, debido a que el valor p-valor, 0.852, es mayor al nivel de significancia de 0.05, por lo cual no podemos rechazar la hipótesis nula de normalidad. No hay presencia de heterocedasticidad, debido a que el p-valor del F-estadístico del test Breusch-Pagan-Godfrey, 0.157, es mayor al nivel de significancia de 0,05. Por lo cual no se puede rechazar la hipótesis nula de que los residuos sean homocedásticos. |
| Variable dependiente | Variación porcentual anual de producción nacional de leche evaporada (Var_LE), obtenida del INEI. |
| Variables explicativas | Variación porcentual anual del PBI nacional a precios constantes del 2007 (Var_PBIG), obtenido del BCRP, Variación porcentual anual de exportaciones de leche evaporada (Var_EXLE), obtenido de PROMPERU y Variables <i>dummys</i> , a fin de capturar los eventos atípicos. |
| Precio | Se asumió un aumento en el precio en función a la inflación proyectada por el BCRP. |
| PXQ | Mediante la regresión de las variables se obtuvo la producción nacional de leche evaporada proyectada, y a fin de calcular la producción de gloria se multiplicó por el <i>market share</i> de la compañía, finalmente este valor se multiplicó por el precio. |

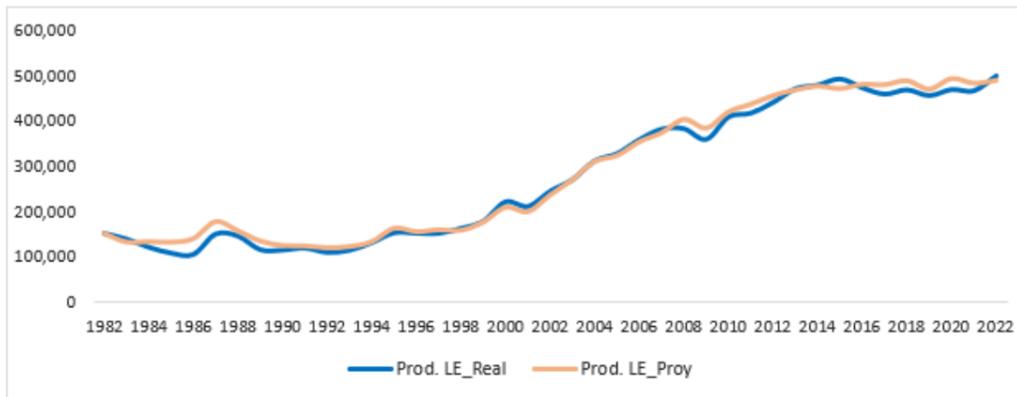
Fuente: Elaboración propia 2022.

La producción nacional de leche evaporada se proyectó usando el siguiente modelo econométrico:

$$\text{Var_LE} = c + \text{Var_PBIG} + \text{Var_EXLE}$$

Consistencia de la regresión lineal de producción nacional de leche real vs. Proyección:

Producción real de leche evaporada vs. Proyección



Fuente: Elaboración propia 2022.

2) Proyección de ingresos: Otros productos

Dentro de esta categoría se encuentra el Yogur y Leche UHT, los cuales han representado en promedio de los últimos 05 años el 15% y 9% del total de ingreso de Gloria, de manera respectivamente. Para la proyección de los ingresos de estos productos se consideró lo mencionado en la entrevista con el gerente comercial del canal moderno de Gloria, quién indico que dichos productos seguirán manteniendo el crecimiento actual, Yogur (3.96%) y Leche UHT (2.36%), debido a que el consumo actual en el mercado aún es bajo.

Por otra parte, para los demás productos donde se encuentran: Mantequilla, Quesos, Bebidas no carbonatadas y Otros productos y servicios, se ha considerado establecer la proyección n base a la participación que tienen respecto a los otros productos (leche evaporada, yogur y leche UHT), en los 05 años la participación de dichos productos se oscilado entre 20% y 23%. Para la proyección de los siguientes 10 años se asumió una participación del 25%.

Resumen de ingresos proyectados:

Ingresos proyectados

| Productos | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Producción nacional de leche evaporada | 497.56 | 504.86 | 511.80 | 518.36 | 524.05 | 529.80 | 535.61 | 541.49 | 547.44 | 553.44 |
| Market share leche evaporada | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 |
| Precio litro de leche | 5.91 | 6.03 | 6.15 | 6.27 | 6.40 | 6.53 | 6.66 | 6.79 | 6.92 | 7.06 |
| Venta de leche evaporada (a) | 2 281.84 | 2 361.62 | 2 441.97 | 2 522.75 | 2 601.44 | 2 682.60 | 2 766.28 | 2 852.57 | 2 941.56 | 3 033.32 |
| Venta de leche UHT (b) | 394.49 | 403.80 | 413.33 | 423.08 | 433.06 | 443.27 | 453.73 | 464.44 | 475.39 | 486.61 |
| Venta de yogur (c) | 649.93 | 675.70 | 702.49 | 730.33 | 759.29 | 789.39 | 820.68 | 853.22 | 887.04 | 922.21 |
| Otros (d) | 831.57 | 860.28 | 889.44 | 919.04 | 948.45 | 978.81 | 1 010.17 | 1 042.56 | 1 076.00 | 1 110.53 |
| Total de Ingresos (a+b+c+d) | 4 157.83 | 4 301.40 | 4 447.22 | 4 595.20 | 4 742.24 | 4 894.07 | 5 050.87 | 5 212.78 | 5 379.99 | 5 552.67 |

Fuente: Elaboración propia 2022.

Anexo 23. Tasa de descuento (WACC) y tasa de crecimiento perpetuo (g)

Según Fernández (2011), el WACC es la tasa a la que se debe descontar el FCD, se determina mediante un promedio ponderado del costo de la deuda (Kd) y la rentabilidad exigida a las acciones (Ke), de acuerdo a la siguiente formula:

$$WACC = K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{(D + E)} + K_e \times \frac{E}{(D + E)}$$

Donde:

Ke = Costo de capital

Kd = Costo de deuda

T = Tasa de impuesto

D = Deuda a valor de mercado

E = Capital a valor de mercado (*Market Cap*)

A continuación, se muestra un resumen de las posturas de algunos *practitioners* para cada uno de los principales elementos a calcular en el WACC:

Criterios de Practitioners

| Entidad | Ernst & Young | KPMG | Deloitte |
|---------------------------|--|---|--|
| Referencia(s) | Practitioner's guide to cost of capital & WACC calculation 2020. | What's it worth? Determining value in the continuing low interest rate environment. KPMG Valuation Practices Survey 2019. | Some common Mistakes to avoid Estimating and applying discount rates, 2014. |
| Tasa libre de riesgo (rf) | Rendimiento del Tesoro de los EE. UU a 10 años. | El Rf adoptado para las valoraciones de los activos australianos de vida perpetua fue del 2.4%. Rendimiento de los bonos del gobierno australiano a 10 años. | Bonos del Gobierno con vencimientos variables (por ejemplo, 10, 20, 30 años). El Rf seleccionado debe coincidir con la duración de los flujos de efectivo subyacentes. |
| Prima de riesgo (Rm) | - | Adopta una prima de riesgo de mercado promedio de 5.9% para un activo australiano de vida perpetua. | Prima de riesgo de mercado basada en la prima de riesgo histórica implícita en el mercado de valores de EE. UU. |
| Beta | Utiliza información de mercados desarrollados USA y Europa. | - | Betas determinadas a partir de diferentes fuentes (como las publicaciones del Prof. Ashwath Damodaran) y la experiencia y el juicio personal. |
| Riesgo País | Utiliza el EMBIG+ Perú como parámetro de estimación de riesgo país. | - | El Ke basado en los datos de un mercado desarrollado debe considerar un ajuste para reflejar la exposición de una empresa al riesgo país. |
| Costo de la deuda | La tasa de deuda debe reflejar el riesgo crediticio de la compañía a la fecha de valorización. Los métodos más usados son: promedio de las tasas de interés vigentes en mi compañía y estimación de la tasa de interés a condiciones actuales. | Las tasas de endeudamiento de las empresas sujetas y las tasas libres de riesgo son los enfoques más comunes utilizados para establecer el costo de la deuda. El costo base promedio de la deuda adoptado fue del 4,9%. | - |
| Estructura de capital | Considera una estructura de capital de mercado de largo plazo óptima para el negocio. | - | - |

Fuente: *Prácticas de Valorización*, por EY, 2017; *What's it worth?* por KPMG, 2019; *Estimating and applying discount rates*, por Deloitte, 2014. Elaboración propia 2022.

Capital Asset Pricing Model

Para determinar la rentabilidad exigida por los accionistas o costo de capital (Ke), se utilizará el modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) propuesto por William Sharpe en 1964, de acuerdo a la siguiente formula:

$$E(R_i) = R_f + \beta * (E(R_m) - R_f) + R_p$$

Donde:

Rf = Tasa libre de riesgo

β = Coeficiente beta

Rm = Rendimiento del mercado

Rp = Riesgo País

Determinación del costo de capital

| Concepto | Valor | Descripción | Fundamento |
|------------------------|--------------|---|--|
| Deuda S/ (000) | 1 153 853.70 | Deuda a valor de mercado de pagarés y bonos al 31.12.2022 | Estados financieros al 31.12.2022, Superintendencia de Banca y Seguros del Perú y Banco Central de Reserva del Perú. |
| Market Cap S/ (000) | 3 321 471.30 | Dado que solo las acciones de inversión cotizan en la Bolsa de Valores de Lima al 31.12.22, se asume que el valor de mercado del <i>equity</i> equivale a la suma de las acciones comunes y de inversión emitidas, multiplicada por la cotización de las acciones de inversión, al cierre del 2022. | Estados financieros al 31.12.2022 y Bolsa de Valores de Lima. |
| Tasa imponible % | 31.51% | Tasa de impuesto efectiva. Promedio aritmético de los últimos 03 años de Gloria. | Criterio de <i>practitioners</i> . |
| Beta apalancado | 0.81 | Se calcula a partir del promedio de las betas desapalancadas de empresas comparables del sector de alimentos procesados, para luego re-apalancar el beta promedio resultante con la relación deuda/ <i>equity</i> de Gloria y la tasa de impuesto efectiva. Asimismo, se realiza un ajuste a la beta ya que con el tiempo tienden a converger hacia 1 (Observación de Blume-1975) | Método Bottom up beta y Ajuste con la fórmula de Hamada (1972) con tasa de impuestos efectiva y estructura deuda patrimonio de comparables |
| Tasa libre de riesgo % | 3.39% | Rendimiento de los bonos del tesoro americano a 10 años, ya que la probabilidad de default es casi nula al ser emitidos por un país altamente solvente y maduro, además tienen un alto nivel de liquidez y el período del activo calza con el tiempo de evaluación de los flujos de la valoración. Se ha considerado la tasa correspondiente al cierre del período del 2022 publicado por la FED. | U.S. Department of the Treasury 31.12.2022. |
| Prima por riesgo % | 5.06% | Se tomó el promedio geométrico de los rendimientos anuales del S&P 500 y los T. Bonds a 10 años del periodo 1928-2022 publicado por el profesor Damodaran. Se consideró una serie de datos extensa a fin de diluir cualquier efecto anormal que sesgue el resultado. Por último, se escogió la media geométrica debido a que esta tiene en cuenta el rendimiento anual compuesto del período observado y porque no asume que los retornos son constantes en cada período. | Prima histórica. Retornos geométricos del SP500 entre 1928-2022 (Damodaran). |
| Costo de capital | 7.49% | Costo de capital a términos nominales con la inflación esperada. | Según Metodología CAPM (Sharpe, 1964). |

| | | | |
|--------------------------------|-------|---|--|
| nominal en USD | | | |
| Inflación esperada EE UU | 2.00% | Inflación esperada de largo plazo de la economía americana. | Reserva Federal de Estados Unidos. |
| Costo de capital real en USD | 5.49% | Costo de capital a términos reales sin la inflación esperada. | Según Metodología CAPM (Sharpe, 1964). |
| Inflación esperada Perú | 2.00% | Inflación esperada de largo plazo de la economía peruana. | Marco Macroeconómico Multianual, MEF (2022). |
| Riesgo país | 2.07% | Cada país, de acuerdo con sus condiciones económicas, sociales y políticas, genera un riesgo específico que se debe incorporar para medir el riesgo de la inversión. Extraído del Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG). | Diferencia entre los YTM del bono peruano y el bono del tesoro. Banco Central de Reserva del Perú. |
| Costo de capital nominal en S/ | 9.56% | Tasa exigida por los inversionistas. | Según Metodología CAPM (Sharpe, 1964). |

Fuentes: Elaboración propia, 2022

Tasa de Crecimiento “g”

Según Damodaran, la tasa de descuento “g” debe estar acotada a la tasa de crecimiento nominal de la economía en la que opera ya que ninguna empresa podría crecer al ritmo mayor que ella en el futuro perpetuo.

Para la valorización de Gloria consideramos el valor medio entre el crecimiento económico nacional nominal (5%) y la inflación de largo plazo proyectada (2%), la cual representa una tasa “g” de 3.5%, cifra cercana crecimiento de los ingresos del último año de proyección, por lo que consideramos una cifra razonable para usarla en nuestra valorización, ya que Gloria se encuentra en una posición madura con posibilidades de reinversión a largo plazo.

Anexo 24. Estimación del Kd

Según la información revisada en los estados financieros al cierre del 2022, Gloria cuenta con préstamos bancarios (pagarés) en soles de mediano plazo, emitidos por entidades financieras locales y emisión de bonos en el mercado local.

Los préstamos bancarios se llevaron a valor de mercado asumiendo un bono *bullet* con la madurez promedio de las deudas de la empresa al cierre del 2022, la duración promedio en años de la deuda de Gloria es de dos años.

Se consideró una tasa de 6.20% para el costo financiero de la deuda bancaria, que corresponde a la tasa activa promedio en soles del sector corporativo para préstamos mayores a 360 días, publicado por el BCRP.

En el siguiente resumen se muestra el cálculo a valor de mercado de la deuda financiera bancaria.

Estimación del valor de mercado de la deuda financiera bancaria

| Detalle | Monto S/ (000) |
|---------------------------------------|----------------|
| Gastos financieros (intereses) | 55 805.00 |
| Duración promedio (años) | 2.00 |
| Tasa anual | 6.20% |
| VA anualidades | 102 026.44 |
| VA deuda | 908 813.63 |
| Valor de mercado de la deuda bancaria | 1 010 840.07 |

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S.A., 2022. Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2022. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), S./f. Elaboración propia 2022.

Los bonos se llevaron a valor de mercado utilizando la TIR y el precio limpio reportado por la SBS al cierre del 2022, según se muestra a continuación:

Estimación del valor de mercado de los bonos

| Bonos | Nemónico | Emisión | Vencimiento | Cupón | Moneda | Monto nominal | Yield to Maturity (YTM) al 31.12.2022 | Valor de mercado S/(000) |
|-------------|-----------|------------|-------------|-------|--------|---------------|---------------------------------------|--------------------------|
| 4ta emisión | GLOR1BC4A | 05.02.2015 | 05.02.2035 | 7.12% | PEN | 150 000 | 8.33% | 137 508 |

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP ([SBS], S./f.). Elaboración propia 2022.

Por último, para estimar el costo a valor de mercado de la deuda financiera se realizó la ponderación de ambas obligaciones financieras según el siguiente detalle:

Estimación del costo de la deuda financiera global

| Detalle | Monto S/ (000) |
|--|----------------|
| Préstamos bancarios a largo plazo | 1 010 840.07 |
| Costo de préstamos bancarios a largo plazo | 6.20% |
| Bonos a largo plazo | 137 508.00 |
| Costo de bonos a largo plazo | 8.334% |
| Deuda a valor de mercado total | 1 148 348.07 |
| Costo de financiamiento ponderado (Kd) | 6.46% |

Fuente: Estados financieros de Leche Gloria S.A., 2022. Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2022. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), S./f. Elaboración propia 2022.

Anexo 25. Estimación del Beta

Según Ronald N. Kahn (2019), el coeficiente beta, β , mide la exposición de un activo “n” al mercado⁵. Esto se interpreta como la sensibilidad que tiene el rendimiento de una acción respecto al rendimiento del mercado en el cual cotiza.

Por otra parte, Blume (1975), demostró que los coeficientes beta estimados eran relativamente estacionarios a lo largo del tiempo y que existe una tendencia de convergencia a 1 de acuerdo con la siguiente ecuación:

$$\beta_{Ajustado} = \frac{2}{3} \beta_{Regresión} + \frac{1}{3}$$

Para el cálculo de la beta se consideró el método Bottom Up y se determinaron de dos formas.

1) Beta de comparables

Para determinar la beta mediante empresas comparables, se seleccionaron cuatro empresas de la región Latinoamérica que se dedican a la producción de alimentos procesados y cuyas características financieras son similares a la de Gloria, posteriormente se despalancaron sus betas mediante la fórmula de Hamada.

Estimación de la beta con empresas comparables

| Empresas Comparables | Ticker | País | Beta ajust. (10Y) | Tasa de impuesto (%) | D/E | Beta despalancada |
|---------------------------------|------------|----------|-------------------|----------------------|-------|-------------------|
| Watt's S.A. | WATTS.SN | Chile | 0.531 | 34.95% | 0.863 | 0.340 |
| Grupo Nutresa S. A. | NUTRESA.CL | Colombia | 0.76 | 28.33% | 0.496 | 0.561 |
| M. Dias Branco S.A. | MDIA3.SA | Brazil | 0.738 | 17.50% | 0.381 | 0.561 |
| Alicorp S.A.A | ALICORC1 | Perú | 0.853 | 29.50% | 1.580 | 0.404 |
| Mediana de empresas comparables | | | | | | 0.48 |

Fuente: Bloomberg (2022). Elaboración propia 2022.

Con la beta obtenida de las empresas comparables, se reapalancó la beta para Gloria de acuerdo con su estructura de financiamiento, según los datos de la tabla siguiente:

Estimación de la beta con empresas comparables para Leche Gloria S.A.

| Empresa | País | Beta despalancado del Sector | Tasa de impuesto (%) | Beta ajustada (Blume) | D/E | Beta Reapalancado |
|-------------------|------|------------------------------|----------------------|-----------------------|------|-------------------|
| Leche Gloria S.A. | Perú | 0.48 | 31.51% | 0.65 | 0.35 | 0.81 |

Fuente: Bloomberg (2022). Elaboración propia 2022.

2) Beta Sectorial – Damodaran

Para determinar la Beta despalancada del sector, el profesor Damodaran toma como muestra a 946 empresas del sector de alimentos procesados y considera un promedio de la estructura financiera de dichas empresas, con esta información se obtiene una beta despalancada de 0.74, según se muestra en la tabla:

Estimación de la beta según Damodaran

| Industry Name | Number of firms | Beta | D/E Ratio | Effective Tax rate | Unlevered beta corrected for cash |
|-----------------|-----------------|------|-----------|--------------------|-----------------------------------|
| Food Processing | 946 | 0.85 | 33.14% | 15.56% | 0.74 |

Fuente: Damodaran (S./f.). Elaboración propia 2022.

⁵ <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rrf-publication/2019/future-of-investment-management-spanish.pdf>

Al reapalancar el beta obtenido por Damodaran con la estructura financiera de Gloria se obtiene un beta de 0.92.

Estimación de la beta según Damodaran para Leche Gloria S.A.

| Empresas | País | Unlevered beta corrected for cash | Tasa de impuesto (%) | D/E | Beta Reapalancado |
|-------------------|------|-----------------------------------|----------------------|------|-------------------|
| Leche Gloria S.A. | Perú | 0.74 | 31.51% | 0.35 | 0.92 |

Fuente: Damodaran (S./f.). Elaboración propia 2022.

Selección del Beta

Para la valorización de Gloria por el método de flujos de caja descontados, se escogió la beta de empresas comparables de países latinoamericanos, el cual reflejan la volatilidad de las acciones del sector en este mercado, además agrupa a empresas que tienen características financieras similares a la de Gloria.

Anexo 26. Estados financieros proyectados

Estado de resultados proyectados 2023-2032 (Miles de soles)

| | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas netas | 4 157 830 | 4 301 399 | 4 447 224 | 4 595 198 | 4 742 236 | 4 894 073 | 5 050 866 | 5 212 781 | 5 379 990 | 5 552 667 |
| (-) Coste de Ventas (excluye depreciación) | -3 263 360 | -3 376 043 | -3 490 497 | -3 606 638 | -3 722 044 | -3 841 215 | -3 964 278 | -4 091 361 | -4 222 598 | -4 358 127 |
| Utilidad bruta | 894 470 | 925 356 | 956 727 | 988 561 | 1 020 193 | 1 052 857 | 1 086 588 | 1 121 421 | 1 157 392 | 1 194 540 |
| (-) Gastos de venta y distribución (excluye depreciación) | -303 372 | -313 847 | -324 487 | -335 284 | -346 012 | -357 091 | -368 531 | -380 345 | -392 545 | -405 145 |
| (-) Gastos administrativos (excluye depreciación) | -145 782 | -150 816 | -155 929 | -161 118 | -166 273 | -171 597 | -177 094 | -182 771 | -188 634 | -194 688 |
| (+) Otros ingresos operativos | 47 954 | 49 610 | 51 292 | 52 998 | 54 694 | 56 445 | 58 254 | 60 121 | 62 050 | 64 041 |
| EBITDA | 493 270 | 510 302 | 527 602 | 545 158 | 562 602 | 580 615 | 599 216 | 618 425 | 638 262 | 658 748 |
| (-) Depreciación y Amortización* | -115 217 | -119 065 | -122 707 | -141 217 | -154 723 | -131 444 | -89 293 | -96 835 | -104 614 | -112 636 |
| Utilidad operativa | 378 053 | 391 237 | 404 895 | 403 941 | 407 878 | 449 171 | 509 924 | 521 590 | 533 649 | 546 112 |
| (+) Ingresos financieros | 10 595 | 10 961 | 11 332 | 11 709 | 12 084 | 12 471 | 12 870 | 13 283 | 13 709 | 14 149 |
| (-) Gastos financieros | -79 569 | -70 598 | -57 908 | -51 418 | -56 398 | -60 138 | -53 959 | -56 461 | -59 274 | -62 397 |
| (-) Ganancia (pérdida) neta por dif. de cambio | 1 373 | 1 421 | 1 469 | 1 518 | 1 566 | 1 617 | 1 668 | 1 722 | 1 777 | 1 834 |
| Utilidad antes de impuesto a las ganancias | 310 452 | 333 020 | 359 789 | 365 750 | 365 131 | 403 121 | 470 503 | 480 134 | 489 861 | 499 699 |
| (-) Impuesto a las ganancias | -97 813 | -104 923 | -113 357 | -115 235 | -115 040 | -127 009 | -148 239 | -151 273 | -154 338 | -157 438 |
| Utilidad neta | 212 640 | 228 097 | 246 432 | 250 515 | 250 091 | 276 111 | 322 264 | 328 861 | 335 523 | 342 261 |

Estado de situación financiera proyectado: Activos. 2023-2032 (Miles de soles)

| | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Activos | | | | | | | | | | |
| (+) Efectivo y Equivalentes | 45 514 | 53 981 | 46 446 | 52 640 | 43 417 | 51 201 | 42 144 | 41 247 | 48 601 | 51 801 |
| (+) Cuentas por cobrar | 542 651 | 561 389 | 580 421 | 599 733 | 618 924 | 638 740 | 659 204 | 680 336 | 702 159 | 724 695 |
| <i>Cuentas por cobrar comerciales terceros, neto</i> | <i>276 758</i> | <i>286 315</i> | <i>296 021</i> | <i>305 871</i> | <i>315 658</i> | <i>325 765</i> | <i>336 202</i> | <i>346 979</i> | <i>358 109</i> | <i>369 603</i> |
| <i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i> | <i>209 996</i> | <i>217 247</i> | <i>224 612</i> | <i>232 086</i> | <i>239 512</i> | <i>247 181</i> | <i>255 100</i> | <i>263 278</i> | <i>271 723</i> | <i>280 444</i> |
| <i>Otras cuentas por cobrar</i> | <i>55 896</i> | <i>57 826</i> | <i>59 787</i> | <i>61 776</i> | <i>63 753</i> | <i>65 794</i> | <i>67 902</i> | <i>70 079</i> | <i>72 327</i> | <i>74 648</i> |
| (+) Inventario | 978 448 | 884 413 | 914 397 | 944 822 | 975 054 | 1 006 273 | 1 038 512 | 1 071 803 | 1 106 183 | 1 141 687 |
| (+) Gastos pagados por anticipado | 6 711 | 6 711 | 6 711 | 6 711 | 6 711 | 6 711 | 6 711 | 6 711 | 6 711 | 6 711 |
| Activo corriente | 1 573 324 | 1 506 494 | 1 547 974 | 1 603 905 | 1 644 106 | 1 702 925 | 1 746 571 | 1 800 097 | 1 863 654 | 1 924 895 |
| (+) Cuentas por cobrar | 303 009 | 313 472 | 324 100 | 334 883 | 345 599 | 356 664 | 368 091 | 379 891 | 392 076 | 404 661 |
| <i>Cuentas por cobrar a entidades relacionadas</i> | <i>143 479</i> | <i>148 433</i> | <i>153 465</i> | <i>158 572</i> | <i>163 646</i> | <i>168 885</i> | <i>174 296</i> | <i>179 883</i> | <i>185 653</i> | <i>191 612</i> |
| <i>Otras cuentas por cobrar</i> | <i>159 530</i> | <i>165 039</i> | <i>170 634</i> | <i>176 312</i> | <i>181 953</i> | <i>187 779</i> | <i>193 795</i> | <i>200 008</i> | <i>206 423</i> | <i>213 049</i> |
| (+) Inversiones financieras | 113 890 | 113 890 | 113 890 | 113 890 | 113 890 | 113 890 | 113 890 | 113 890 | 113 890 | 113 890 |
| (+) Propiedades de inversión | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (+) Propiedades, planta y equipo, neto | 1 381 266 | 1 351 575 | 1 318 529 | 1 458 094 | 1 593 299 | 1 561 023 | 1 574 225 | 1 583 314 | 1 588 159 | 1 588 626 |
| (+) Activos por derecho de uso | 16 842 | 16 842 | 16 842 | 16 842 | 16 842 | 16 842 | 16 842 | 16 842 | 16 842 | 16 842 |
| (+) Activos intangibles, neto | 13 018 | 12 104 | 13 826 | 15 363 | 16 716 | 17 883 | 18 866 | 19 665 | 20 278 | 20 707 |
| Activo no corriente | 1 828 025 | 1 807 883 | 1 787 186 | 1 939 073 | 2 086 346 | 2 066 303 | 2 091 915 | 2 113 601 | 2 131 245 | 2 144 725 |
| Activo total | 3 401 349 | 3 314 377 | 3 335 161 | 3 542 978 | 3 730 452 | 3 769 228 | 3 838 486 | 3 913 699 | 3 994 899 | 4 069 621 |

Estado de situación financiera proyectado: Pasivos. 2023-2032 (Miles de soles)

| | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Pasivo y patrimonio | | | | | | | | | | |
| Pasivos | | | | | | | | | | |
| Obligaciones financieras | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cuentas por pagar | 775 841 | 802 631 | 829 841 | 857 453 | 884 890 | 913 222 | 942 479 | 972 692 | 1 003 893 | 1 036 114 |
| Cuentas por pagar comerciales terceros | 387 916 | 401 310 | 414 915 | 428 721 | 442 439 | 456 605 | 471 234 | 486 340 | 501 940 | 518 051 |
| Cuentas por pagar - Relacionadas | 248 982 | 257 580 | 266 312 | 275 173 | 283 978 | 293 071 | 302 460 | 312 156 | 322 169 | 332 509 |
| Otras cuentas por pagar | 138 943 | 143 741 | 148 614 | 153 559 | 158 472 | 163 546 | 168 786 | 174 197 | 179 784 | 185 555 |
| Derecho de uso | 5 427 | 5 427 | 5 427 | 5 427 | 5 427 | 5 427 | 5 427 | 5 427 | 5 427 | 5 427 |
| Pasivo corriente | 781 268 | 808 058 | 835 268 | 862 880 | 890 317 | 918 649 | 947 906 | 978 119 | 1 009 320 | 1 041 541 |
| Obligaciones financieras | 1 030 000 | 825 000 | 720 000 | 800 000 | 860 000 | 760 000 | 800 000 | 845 000 | 895 000 | 937 500 |
| Derecho de uso | 12 847 | 12 847 | 12 847 | 12 847 | 12 847 | 12 847 | 12 847 | 12 847 | 12 847 | 12 847 |
| Pasivos por impuestos a las ganancias diferidas | 85 670 | 85 670 | 85 670 | 85 670 | 85 670 | 85 670 | 85 670 | 85 670 | 85 670 | 85 670 |
| Pasivo no corriente | 1 128 517 | 923 517 | 818 517 | 898 517 | 958 517 | 858 517 | 898 517 | 943 517 | 993 517 | 1 036 017 |
| Pasivos totales | 1 909 785 | 1 731 575 | 1 653 785 | 1 761 397 | 1 848 834 | 1 777 166 | 1 846 423 | 1 921 636 | 2 002 837 | 2 077 558 |
| Capital social emitido | 382 502 | 382 502 | 382 502 | 382 502 | 382 502 | 382 502 | 382 502 | 382 502 | 382 502 | 382 502 |
| Acciones de inversión | 38 470 | 38 470 | 38 470 | 38 470 | 38 470 | 38 470 | 38 470 | 38 470 | 38 470 | 38 470 |
| Reserva Legal | 76 500 | 76 500 | 76 500 | 76 500 | 76 500 | 76 500 | 76 500 | 76 500 | 76 500 | 76 500 |
| Resultados acumulados | 994 092 | 1 085 331 | 1 183 903 | 1 284 109 | 1 384 146 | 1 494 590 | 1 494 590 | 1 494 590 | 1 494 590 | 1 494 590 |
| Patrimonio total | 1 491 564 | 1 582 803 | 1 681 375 | 1 781 581 | 1 881 618 | 1 992 062 |
| Pasivo y patrimonio | 3 401 349 | 3 314 377 | 3 335 161 | 3 542 978 | 3 730 452 | 3 769 228 | 3 838 486 | 3 913 699 | 3 994 899 | 4 069 621 |

Estado de flujo de efectivo proyectado 2023-2032

| | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Efectivo de actividades operacionales | | | | | | | | | | |
| Utilidad neta | 212 640 | 228 097 | 246 432 | 250 515 | 250 091 | 276 111 | 322 264 | 328 861 | 335 523 | 342 261 |
| (+) Depreciación y amortización | 115 217 | 119 065 | 122 707 | 141 217 | 154 723 | 131 444 | 89 293 | 96 835 | 104 614 | 112 636 |
| (+) Otros ajustes de elementos no líquidos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (+/-) Cambios en capital no en efectivo (var. NOF) | 95 357 | 100 741 | -23 172 | -23 513 | -23 365 | -24 127 | -24 915 | -25 729 | -26 570 | -27 439 |
| (+/-) Otros del activo y pasivo | -494 534 | -9 117 | -9 260 | -9 396 | -9 337 | -9 642 | -9 956 | -10 282 | -10 618 | -10 965 |
| Efectivo de operaciones | -71 321 | 438 786 | 336 707 | 358 822 | 372 113 | 373 786 | 376 685 | 389 685 | 402 949 | 416 493 |
| Flujos de actividades de inversión | | | | | | | | | | |
| (+/-) Compra/venta de propiedad planta y equipo | -83 308 | -86 185 | -89 107 | -280 043 | -289 004 | -98 060 | -101 202 | -104 446 | -107 796 | -111 256 |
| (+/-) Compra/venta de intangibles | -2 276 | -2 276 | -2 276 | -2 276 | -2 276 | -2 276 | -2 276 | -2 276 | -2 276 | -2 276 |
| (+/-) Compra/venta de propiedades de inversión | 68 837 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (+/-) Compra/venta de inversiones financieras | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (+/-) Otras actividades de inversión | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Efectivo de inversiones | -16 747 | -88 461 | -91 383 | -282 319 | -291 280 | -100 336 | -103 478 | -106 722 | -110 072 | -113 532 |
| Efectivo de actividades de financiación | | | | | | | | | | |
| (+/-) Entrada/amortización de deuda | -145 000 | -205 000 | -105 000 | 80 000 | 60 000 | -100 000 | 40 000 | 45 000 | 50 000 | 42 500 |
| (-) Pago de dividendos | -127 584 | -136 858 | -147 859 | -150 309 | -150 055 | -165 667 | -322 264 | -328 861 | -335 523 | -342 261 |
| (+) Dividendos caducados | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (-) Otros cambios en el capital, compra de acciones | | | | | | | | | | |
| Efectivo de actividades de financiación | -272 584 | -341 858 | -252 859 | -70 309 | -90 055 | -265 667 | -282 264 | -283 861 | -285 523 | -299 761 |
| Cambios netos en el efectivo | -360 652 | 8 467 | -7 535 | 6 194 | -9 222 | 7 783 | -9 056 | -897 | 7 354 | 3 200 |
| Caja a inicios del periodo | 406 166 | 45 514 | 53 981 | 46 446 | 52 640 | 43 417 | 51 201 | 42 144 | 41 247 | 48 601 |
| Caja final del periodo | 45 514 | 53 981 | 46 446 | 52 640 | 43 417 | 51 201 | 42 144 | 41 247 | 48 601 | 51 801 |

Anexo 27. Método de valoración por múltiplos

En el trabajo *La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos*, Gregorio Labatut (2009) señala que esta metodología realiza la valoración de una empresa por comparación con ciertas variables de otras empresas comparables de las cuales, si se conoce su valor, bien porque coticen en Bolsa, o porque han sido enajenadas en los últimos años. Para la valorización se suele tomar datos de varias empresas que pertenezcan al mismo sector y cuota de mercado, tamaño, historia, crecimiento, estructura financiera, diversificación de productos, expectativas de venta, márgenes, rentabilidades, etc.

De acuerdo a lo comentado anteriormente, se ha realizado la valoración por empresas comparables y transacciones precedentes con la finalidad de contrastar el resultado obtenido en la valorización a través del DCF.

1) Método de múltiplos de Empresas Comparables

Para el método de empresas comparables se utilizaron las mismas empresas usadas en la estimación del beta desapalancado. Se analizaron los múltiplos EV/Sales y EV/EBITDA de las compañías comparables elegidas a fin de obtener los múltiplos promedio.

Promedio de empresas comparables, múltiplos EV/EBITDA y EV/Sales

| Comparables | Enterprise Value (miles) | EBITDA (miles) | Sales | EV/EBITDA | EV/Sales |
|---------------------|--------------------------|----------------|------------|-----------|----------|
| Grupo Nutresa S. A. | 24 757 143 | 1 974 190 | 17 037 823 | 12.54 | 1.45 |
| Watt's S.A. | 377 473 | 40 837 | 603 695 | 9.24 | 0.63 |
| M. Dias Branco S.A. | 13 938 | 684 | 10 129 | 20.38 | 1.38 |
| Alicorp S.A.A | 9 486 | 1 320 | 12 228 | 7.19 | 0.78 |
| PROMEDIO | - | - | - | 12.34 | 1.06 |
| Leche Gloria | 4 298 460 | 388 075 | 3 940 811 | 11.08 | 1.09 |

Fuente: Bloomberg (2022). Elaboración propia 2022.

Con los múltiplos de las empresas comparables se procedió a realizar la valorización de Gloria, conforme se muestra en la tabla a continuación:

Valoración por múltiplos de empresas comparables, Leche Gloria S.A. S/ (000)

| Detalle | EV/EBITDA | EV/Sales |
|---|-------------|-------------|
| EBITDA | 388 075 | - |
| Ventas | - | 3 940 811 |
| Promedio múltiplos | 12.34 | 1.06 |
| Enterprise Value (EV) | 4 787 945 | 4 167 549 |
| (+) Caja | 406 166 | 406 166 |
| (-) Deuda Financiera | 1 175 000 | 1 175 000 |
| Valor Patrimonial (Eq. V) | 4 019 111 | 3 398 715 |
| Acciones comunes (miles) | 38 470 | 38 470 |
| Acciones de inversión (miles) | 382 502 | 382 502 |
| Prima de valor | 0.17 | 0.17 |
| Valor por acción común S/ | 8.24 | 6.97 |
| Valor por acción de inversión S/ | 9.68 | 8.18 |

Fuente: Bloomberg (2022). Elaboración propia 2022.

2) Método de múltiplos de Transacciones Precedentes

Mediante este método se analizaron todas las transacciones de M&A que han ocurrido en los últimos años a nivel mundial, en donde las empresas objetivo han sido empresas del sector de alimentos procesados.

Tabla. Promedio de transacciones precedentes, múltiplos EV/EBITDA y EV/Sales

| Objetivo | Comprador | TV/EBITDA | TV/Sales |
|----------------------------------|---------------------------------|-----------|----------|
| The WhiteWave Foods Co. | Danone SA | 14.29 | 2.04 |
| Vigor Alimentos SA | Grupo Lala SAB de CV. | 22.09 | 1.52 |
| China Modern Dairy Holdings Ltd. | China Mengniu Dairy Co. | 14.45 | 2.04 |
| NutriCo Morinaga Pvt Ltd. | Morinaga Milk Industry Co. Ltd. | 19.32 | 0.97 |
| Promedio | | 17.54 | 1.64 |

Fuente: Bloomberg (2022). Elaboración propia 2022.

Con los múltiplos de las transacciones precedentes se procedió a realizar la valorización de Gloria, conforme se muestra en la tabla a continuación:

Valoración por múltiplos de transacciones precedentes, Leche Gloria S.A. S/ (000)

| Detalle | TV/EBITDA | TV/Sales |
|---|--------------|--------------|
| EBITDA | 388 075 | - |
| Ventas | - | 3 940 811 |
| Promedio de múltiplos | 17.54 | 1.64 |
| Enterprise Value (TV) | 6 805 865 | 6 472 782 |
| (+) Caja | 406 166 | 406 166 |
| (-) Deuda Financiera | 1 175 000 | 1 175 000 |
| Valor de la empresa (Miles) | 6 037 031 | 5 703 948 |
| Acciones comunes (miles) | 38 470 | 38 470 |
| Acciones de inversión (miles) | 382 502 | 382 502 |
| Prima de valor | 0.17 | 0.17 |
| Valor por acción común S/ | 12.38 | 11.70 |
| Valor por acción de inversión S/ | 14.54 | 13.74 |

Fuente: Bloomberg (2022). Elaboración propia 2022.

Finalmente, dado que Gloria cuenta con acciones comunes y de inversión, fue necesario el cálculo de una prima de valor para establecer el valor de ambas acciones. Para determinar la prima de valor, se consideró el promedio histórico de los últimos cinco años de empresas con acciones comunes y de inversión, tales como Alicorp S.A.A. y Cervecería San Juan S.A. Con ello, se obtuvo el múltiplo de 1.17 de las acciones comunes respecto a las de inversión.

Anexo 28. Riesgos

Matriz de riesgos

| Riesgos asociados | Descripción | Impacto del riesgo | Probabilidad de ocurrencia |
|------------------------|--------------------|--|----------------------------|
| Riesgos financieros | Tasa de interés | Mantiene financiamiento a tasas fijas de interés. | Bajo |
| | Tipo de cambio | Genera activos (cuentas por cobrar provenientes de ventas y préstamos otorgados) y pasivos (préstamos recibidos) en moneda extranjera. Por ello, busca una posición financiera neta, dado que no usan derivados financieros. | Medio |
| | Crédito | Mantiene cuentas por cobrar comerciales, y de entidades relacionadas, las cuales mitiga con políticas de gestión de cobranza. | Medio |
| | Liquidez | Gestiona su flujo de efectivo y monitorea el vencimiento de sus pasivos y activos financieros. Asimismo, posee líneas de crédito con diferentes entidades financieras. | Alto |
| Riesgos no financieros | Precio | Variación de precios de materias primas, los cual se cubren con el poder de negociación sobre sus proveedores. | Alto |
| | Cambios climáticos | El abastecimiento de la materia prima podría verse afectado de manera indirecta por efectos climáticos negativos. Estos efectos pueden demorar la obtención del alimento para las vacas en producción. | Medio |
| | Político | Cambio de autoridades del gobierno, sin enfoque en una economía sostenible de mercado (estatización, desaceleración de la inversión privada y corrupción). | Medio |
| | Regulatorio | Cambios constantes en normas y leyes asociadas al control de precios, tasas impositivas y patrones de consumo. | Bajo |
| | Reputacional | Infracción de normas relacionadas a la veracidad de la información nutricional y la calidad de elaboración de los productos, generando desconfianza por parte del consumidor (caso Pura Vida y Battimix). | Medio |

Fuente: Memoria Anual Gloria (2022a y 2023b). Elaboración propia 2022.