



**Abril 30, 2013**

**Gloria S.A.**

GLORIAI1

**Seguimiento de Cobertura:** Inversión constante.

**Recomendación de Inversión:** Comprar.

La compañía es líder del mercado peruano de productos lácteos. Sus ventas registran un crecimiento favorable; así como, la inversión en activo fijo, como parte de su estrategia de incrementar su participación en el mercado internacional.

**Precio de la acción PEN 10.55**

	2009	2010	2011	2012
Utilidad Neta (PEN Miles)	202,181	226,117	195,099	241,622
Acciones en Circulación (Miles)	282,007	282,007	282,007	421,619
Utilidad por Acción (PEN)	0.717	0.802	0.692	0.573

**Valuación (en Miles de Nuevos Soles)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Flujo de Caja Libre	216,028	288,923	351,623	424,566	502,589	571,893	620,514
<b>VAN</b>	<b>4,448,984</b>						

**Costo de Capital**

Tasa Libre de Riesgo	4.19%	Pasivo no corriente (PEN Miles)	406,158
Prima de Mercado	8.15%	Patrimonio (PEN Miles)	1,399,516
Tasa Riesgo País	1.17%	Beta apalancado	0.90
Costo del Accionista (re)	10.02%	Beta del Sector	0.74
CCPP (2012)	15.44%		

**Perfil General de la Empresa**

**Ubicación:** Av. República de Panamá N° 2461, Urb. Sta. Catalina, La Victoria-Lima, Perú.

**Industria:** Consumo masivo de alimentos lácteos y derivados.

**Descripción:** Su principal actividad económica es la producción y comercialización de productos lácteos y derivados.

**Productos y Servicios:** Lácteos (leche evaporada, ultra heat treated -UHT y condensada) y derivados (yogures, quesos, mantequilla, entre otros.). Así como, jugos, refrescos, mermelada, café, panetones, conservas de pescado y snacks, en menor medida.

**Dirección de Internet:** [www.grupogloria.com](http://www.grupogloria.com)

**Analistas:**

Yanina, Delfin Lazo

[yanina.delfin@pucp.pe](mailto:yanina.delfin@pucp.pe)

Carlos, Carranza Mercado

[a20126912@pucp.edu.pe](mailto:a20126912@pucp.edu.pe)

Carlos, Mesones-Jacobs

[a20126921@pucp.edu.pe](mailto:a20126921@pucp.edu.pe)

Cesar, Morveli Cangana

[cmorvelic@pucp.edu.pe](mailto:cmorvelic@pucp.edu.pe)

**Director de Investigación:**

Eduardo Court

[ecourt@pucp.edu.pe](mailto:ecourt@pucp.edu.pe)

**Asesor:**

Mayra Condori

[mcondori@pucp.edu.pe](mailto:mcondori@pucp.edu.pe)

## EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

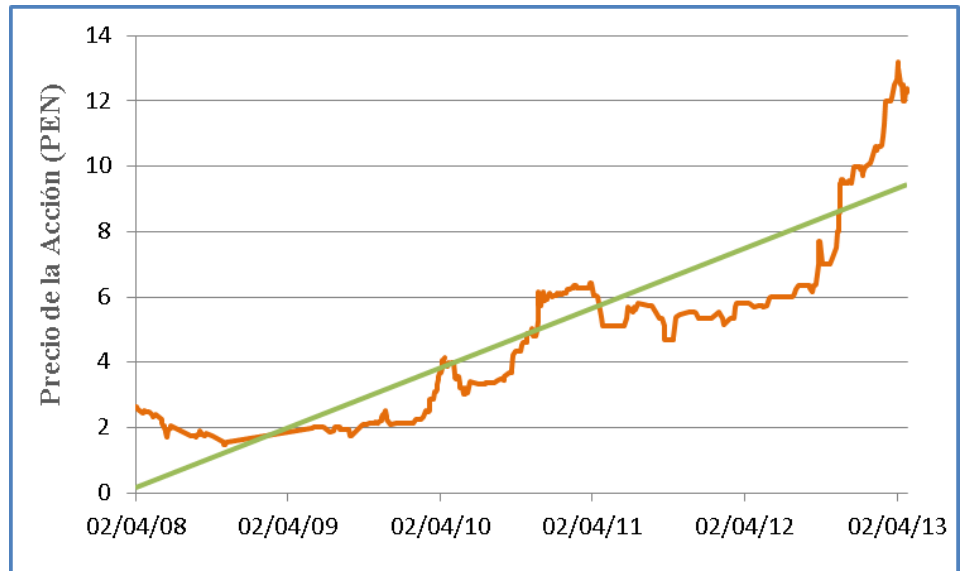


Figura 1. Precio de las Acciones de Gloria S.A.  
Fuente: Adaptado de Bloomberg, 2013.

## RESUMEN DE INVERSIÓN

Utilizando el método de flujo de caja descontado al costo de capital promedio ponderado de 15.73% promedio anual, se estima que el precio fundamental de la acción al 31.12.2012 asciende a PEN 10.55.

Se recomienda comprar debido al liderazgo que presenta la compañía en el mercado peruano de lácteos, a sus favorables perspectivas de crecimiento, alineadas a su estrategia de inversión en activos fijos, marketing y planes comerciales. Así como, a las positivas proyecciones de la economía peruana, en especial del PBI y del consumo interno.

## TESIS DE INVERSIÓN

La compañía se consolida como líder indiscutible en la fabricación y comercialización de productos lácteos en el país, distando significativamente de sus principales competidores, Laive S.A. y Nestlé Perú S.A. Con su principal producto, la leche evaporada, que representa el 61% de sus ventas al 2012, cubre el mercado nacional en un 79%.

Gloria mantiene este liderazgo gracias a la integración de sus procesos productivos con las empresas del Grupo Gloria al que pertenece, ello le permite generar economías de escala que reducen sus costos y establecer barreras de entrada para posibles competidores; y a la inversión en tecnología que le permite mejorar de forma continua la calidad de sus productos e innovar a fin de responder rápidamente a los gustos y preferencias de los consumidores.

La tendencia creciente de las utilidades obtenidas por la compañía en los últimos seis años; así como, las perspectivas de crecimiento del PBI y del consumo interno para América Latina, indicadores macroeconómicos clave para la industria de consumo masivo en la cual se desarrolla, muestran un escenario favorable que le permite continuar creciendo.

La empresa evidencia un riesgo de concentración de las ventas en la leche evaporada. Sin embargo, con la finalidad de minimizar dicho riesgo viene diversificando sus ventas a través de otras líneas de productos como yogurts, jugos y néctares, leche condensada, mermelada, café, panetones, base de helados, snacks, entre otros.

Los objetivos que se ha trazado la compañía consistente en incrementar su participación en el mercado nacional, manteniendo el liderazgo, e impulsar el volumen de sus exportaciones en los 40 países en el Caribe, América Latina, el Medio Oriente y el Oeste de África, donde está presente.

Para tal fin, durante los años 2012 y 2011 ha realizado inversiones en activo fijo, ascendentes a PEN 162,658M y PEN 197,123,000M, respectivamente, destinadas principalmente a la ampliación de su línea de producción de derivados lácteos, construcción de una nueva planta de yogurt, la ampliación de su fábrica de envases y la construcción de una planta de tratamiento de afluentes industriales. Como resultado de estos proyectos de inversión la empresa podrá incrementar su capacidad de producción y optimizar sus procesos productivos; así como, minimizar el impacto de los residuos sólidos que genera como parte de sus operaciones, en el medio ambiente.

## VALUACIÓN

La valuación de Gloria se efectuó a través del método de flujo de caja descontado. Se optó por este método dado que permite modelar los diferentes componentes del flujo de caja, incorporando el principio del valor del dinero en el tiempo.

Para efectuar este método se han proyectado los flujos de caja para los años comprendidos desde el 2013 y al 2022 (sobre la base de los supuestos descritos en la tabla 8), los cuales se han descontado a la tasa del costo de capital promedio ponderado. Como resultado de los cálculos efectuados el valor de la empresa al 2012 asciende a PEN.4,448,984 M y el valor fundamental de la acción a PEN 10.55 (ver tablas 5, 6, 7, 8, 9 y 10).

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El mercado peruano de lácteos y derivados se concentra principalmente en tres empresas: Gloria S.A. (79% de participación), Laive S.A. (9% de participación) y Nestlé Perú S.A. (8% de participación).

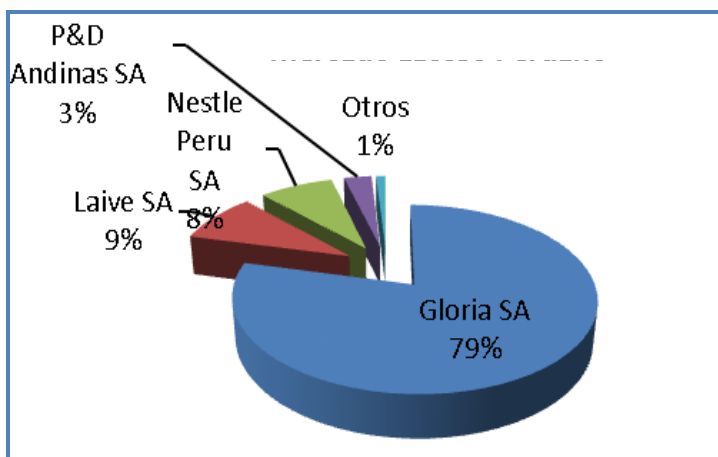


Figura 2. Mercado Lácteo Peruano.  
Fuente: Perú Láctea, 2013.

Según la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), el consumo per cápita de leche en el Perú alcanza los 65 litros por año, inferior a los 106 litros registrados a nivel mundial. Ello muestra la posibilidad de un incremento en las ventas del sector lácteo como resultado de un crecimiento de la demanda de leche del país.

Cabe resaltar que al ser los productos lácteos y derivados de consumo masivo, se encuentran estrechamente relacionados con el crecimiento del PBI del país. Al respecto, en los últimos tres años el Perú registró una tasa de crecimiento promedio del PBI de 7.3%, crecimiento que de acuerdo a las proyecciones publicadas por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) continuará a una tasa del 6.3%. Esta situación ha contribuido al crecimiento del sector, que registró un incremento del 4.1% en el consumo de leche industrializada y de 9.1% en el consumo de yogurt.

Asimismo, cabe señalar que tanto la compañía como sus principales competidores vienen desarrollando la integración vertical de sus procesos de acopio, producción, comercialización y distribución por lo que logran generar altas barreras de entrada para futuros competidores. Es así que en la década anterior los competidores New Zealand, con su marca Anchor, y Friesland Brands con su marca Bella Holandesa, que intentaron ingresar al mercado local fueron finalmente absorbidos por las empresas locales.

A continuación, se presenta el análisis de la industria a través de las cinco fuerzas competitivas de Michael Porter:

- **Amenaza de entrada a la industria.**

La amenaza de entrada al mercado local es baja debido al fuerte posicionamiento de las empresas líderes (Gloria, Laive y Nestlé). Así como, a la integración vertical de sus procesos, que les ha permitido desarrollar economías de escala y reducir sus costos, siendo más competitivas.

El ingreso de un nuevo competidor requerirá de una fuerte inversión en infraestructura, desarrollo e investigación, así como el establecimiento de una cadena de abastecimiento altamente integrada que responda a los estándares de calidad exigidos.

- **Poder de negociación de los proveedores**

La principal materia prima de la industria láctea y sus derivados es la leche fresca cruda, la cual es abastecida por diversos centros ganaderos ubicados en todo el país. El poder de negociación que éstos presentan en cuanto a precio es bajo debido a su atomicidad y al fuerte poder de compra que ejercen Gloria SA. como líder del mercado lácteo.

- **Poder negociación de los compradores**

Debido a que los productos de la industria de lácteos y derivados son de consumo masivo el número de clientes es elevado (mayoristas y minoristas) y por lo tanto el poder de negociación de los compradores es bajo.

Asimismo, en lo que respecta a Gloria tiene como principal cliente a DEPRODECA, empresa relacionada, que se encarga de la comercialización y distribución de sus productos, ello hace poco probable que sus clientes puedan ejercer algún poder de negociación.

- **Amenaza de productos sustitutos**

Al formar parte de la canasta básica familiar peruana y debido a su aporte nutricional, la posibilidad de reemplazo de la leche y el queso por un producto sustituto no es significativa.

Asimismo, cabe señalar que Gloria posee una diversificada cartera de productos que le permiten reducir el riesgo de ingreso de sustitutos. Ejemplo resaltante de ello es la leche de soya, ofrecida a través de la marca Soy Vida, a un precio inferior al de leche evaporada.

• **Rivalidad competitiva**

La rivalidad del mercado peruano de lácteos y derivados es ejercida entre pocos actores, Gloria, Laive y Nestlé, quienes en su conjunto ocupan el 96%. Siendo Gloria la más competitiva y líder con una participación del 79%.

En lo que respecta a la leche evaporada es marcada la guerra de precios. Por lo que Gloria busca incrementar su participación en el mercado de derivados lácteos y demás productos como jugos y néctares, al generar un mayor margen.

A continuación, se presenta el análisis FODA de Gloria, que se constituye como la empresa con mayor representatividad de la industria:

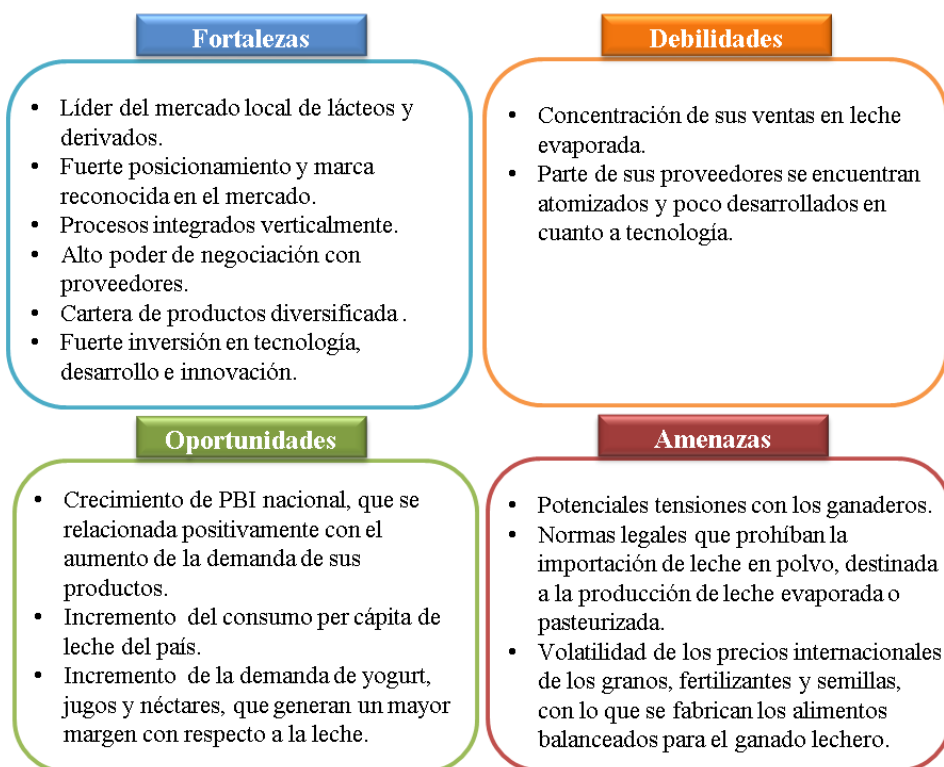


Figura 3. Análisis FODA de Gloria S.A..

Fuente: Elaboración propia.

**DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA**

Gloria S.A., es una subsidiaria de José Banda S.A., que posee el 75.55% de su capital social. Su actividad económica se concentra en preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar toda clase de productos y derivados lácteos, conservas de pescado, refrescos, jugos, mermeladas, panteones, snack, y otros productos alimenticios y bebidas en general.

Actualmente se consolida como la empresa líder en la producción, venta y distribución a nivel nacional de productos lácteos y derivados.

La compañía es el principal activo de uno de los más importantes conglomerados industriales de propiedad de inversionistas peruanos, el Grupo Gloria. Conformado por empresas que operan en diversos sectores como: (a) lácteos y alimentos, (b) cemento y nitratos, (c) papeles, cartones y envases, (d) azucarero y de alcohol, y (d) transporte, manejo logístico y comercial.

### **Hechos de importancia**

- 1941: La empresa General Milk Company Inc. constituyó la empresa Leche Gloria S.A. en la ciudad de Arequipa.
- 1942: Se inicia la fabricación de leche evaporada “Gloria”. Posteriormente, General Milk Company Inc. fue adquirida por Carnation Company.
- 1978: Leche Gloria S.A. cambió su razón social a Gloria S.A.
- 1985: Nestlé de Suiza, se convierte en propietaria por mayoría de Gloria S.A. al adquirir la empresa Carnation Company a nivel internacional.
- 1986: La empresa peruana José Rodríguez Banda S.A. (JORSA), adquiere un paquete mayoritario de acciones de Gloria, siendo este el inicio de lo que hoy en día se conoce como Grupo Gloria.
- 1993: Adquiere la empresa Sociedad Agraria Ganadera Luis Martín, incursionando en la elaboración de otros productos lácteos como yogures.
- 1994: Compra de Industrial Derivados Lácteos S.A., ingresando al mercado de leches listas para tomar UHT, crema de leche, quesos y jugos.
- 1995: Decide iniciar operaciones en la “Bolsa de Valores de Lima”.
- 1999: Compra el 99.98% del capital social de Carnilac S.A., empresa propietaria de tres plantas productoras de derivados lácteos, ubicadas en Huacho, Trujillo y Cajamarca. Asimismo, suscribió un contrato con la empresa matriz Friesland Brands, para la producción y comercialización de productos con las marcas Bella Holandesa y Yomost para el Perú.
- 2000: Expande su mercado hacia el mundo y actualmente abastece a 40 países de Sudamérica, América Central, El Caribe, Medio Oriente y África.
- 2003: A través de su matriz JORBSA, expande sus negocios en el mercado internacional. Efectúa la primera emisión de bonos corporativos hasta por S/.52.1 millones.

- 2005: Se emitió y colocó la tercera y cuarta emisión de bonos corporativos por S/.50 millones y S/.72 millones, respectivamente.
- 2006: Se emitió y colocó la quinta emisión de bonos corporativos por S/.40 millones.
- 2007: Se emitió y colocó la sexta, séptima y octava emisión de bonos corporativos por S/.70, S/.70 y S/.100 millones, respectivamente.
- 2008: Entra en vigencia la escisión de un bloque patrimonial de Gloria S.A. dedicado al negocio cementero, el cual representaba en ese momento el 56% del capital social de Gloria S.A., con el que constituyó Consorcio Cementero del Sur S.A., propietario de Yura S.A. Este mismo año, vendió su inversión en Trupal S.A. a Fondo de Inversiones Diversificadas, desvinculándose directamente del negocio de papeles y envases.
- 2009: Se emitió y colocó la primera emisión de papeles comerciales por S/.25 millones. Se emitió y colocó la novena y décima emisión de bonos corporativos por S/.50 y S/.78 millones, respectivamente.
- 2010: Realiza un contrato de compra - venta por el que adquiere los signos distintivos de Milkito de Agraria El Escorial, relanzando la marca Milkito en el mercado.
- 2011: El directorio acordó la fusión por absorción de Empaq S.A., empresa dedicada a la fabricación de envases de hojalata.
- 2011 y 2012: Se realizaron proyectos de inversión en activos fijos principalmente destinada a la ampliación de la línea de derivados lácteos, implementación de una nueva planta en la ciudad de Arequipa y la ampliación de la fábrica de envases.
- 2012: Adquiere el 55% de las acciones de Escolat Uruguay S.A. a través de la empresa Litrex S.A., subsidiaria de JORBSA.

### **Instalaciones y Operaciones**

Para la realización de sus actividades Gloria S.A. cuenta con cinco plantas industriales en el país:

- Complejo Industrial de Huachipa en Lima: Donde se produce la leche evaporada y los derivados lácteos; así como, jugos de fruta, además de envases y embalajes.
- Planta industrial en Arequipa: donde funciona una unidad de evaporización y producción de leche evaporada para la región del sur del país.
- Planta de Evaporación Majes en Arequipa: donde se concentra, evapora y pre-trata, la leche fresca para ser transportada a las plantas industriales de Huachipa o de Arequipa.
- Planta de Derivados Lácteos en Cajamarca: donde se concentra la leche fresca y se elaboran derivados lácteos, como queso, mantequilla



y manjar blanco.

- Planta de Concentración en Trujillo: donde se acopia, procesa y evapora la leche fresca proveniente de las regiones de Cajamarca, La Libertad, Lambayeque y Ancash, para ser trasladada al complejo de Huachipa.

La compañía ha integrado de forma vertical una parte importante de sus operaciones, abarcando todo el proceso de producción de lácteos, empezando desde la producción lechera hasta el acopio, el transporte, la producción, el envasado y la distribución. Esto es gracias a sus propias líneas de producción y a la participación de empresas vinculadas tales como: Trupal (para envases), Casagrande y Cartavio (proveedores de azúcar), Raciemsa (servicio de transporte) y Deprodeca (logística de distribución).

### **Clientes**

Los productos de la compañía se destinan principalmente al mercado nacional (92%). Adicionalmente, se exporta leche evaporada a 40 países en el Caribe, América Latina, el Medio Oriente y el Oeste de África.

Los principales canales de venta que posee son: distribuidores (43%), Supermercados (14%) y mayoristas (5%).

Gloria basa su estrategia de marketing en la calidad de sus productos, precios competitivos, desarrollo de marcas propias y privadas y su política de servicio orientada en un 100% al cliente. Asimismo, se vale de su reconocimiento internacional respaldado en más de 60 años de experiencia elaborando leche evaporada con tecnología de punta.

La competitividad de precios es posible gracias a la optimización de los procesos, a una permanente reducción de costos y a los altos volúmenes de producción, teniendo hoy en día, una de las plantas productoras de leche evaporada más grandes del mundo. El desarrollo de marcas privadas facilita el acceso a los diferentes mercados y canales de distribución, mientras que el desarrollo de marcas propias esta respaldada por una estrategia e inversión de marketing apropiadas. Su política de servicio se sustenta en el soporte necesario que se brinda a cada mercado, reconociendo las necesidades de los clientes en cada país que donde exporta.

### **Productos**

La compañía presenta tres líneas de negocio: (a) lácteos (leche evaporada, fresca Ultra Heat Treated - UHT y condensada), (b) derivados lácteos (yogures, quesos, mantequilla, etc.) y (c) otros productos (jugos, refrescos, mermelada, café, panetones, conservas de pescado y snack). Sin embargo, es la primera la que genera la mayor parte los ingresos

(69.5%).

### **Proveedores**

Los principales proveedores de la compañía lo conforman los ganaderos locales, a partir de los cuales se efectúa el acopio de leche, actividad clave dentro de la cadena productiva de la compañía. Así como, las empresas del Grupo Gloria, de las cuales se importa insumos lácteos tales como: leche entera en polvo, leche descremada en polvo y grasa anhidra de leche. Cabe resaltar que la compra de leche en polvo representa aproximadamente el 22% de los costos de producción.

### **Estrategia**

La compañía busca mantener el liderazgo en el mercado local de lácteos y derivados, e incrementar su participación tanto nacional como internacional. Par tal fin orienta sus estrategias y planes de acción a la mejora continua de sus procesos y productos; así como, el desarrollo de nuevos productos que aumenten la diversificación de su cartera y satisfagan las expectativas de los consumidores.

## **ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES**

El mercado de leche y derivados en el cual se desarrolla la compañía es un mercado maduro que se encuentra consolidado. Actualmente, son tres las empresas posicionadas en este mercado en el Perú, teniendo como líder indiscutible a Gloria S.A. Sus principales competidores son Laive S.A. y Nestlé Perú S.A., con quienes compite arduamente en el desarrollo e innovación de productos, cada vez más acordes a los requerimientos del mercado.

A continuación, se presenta un resumen de la historia y hechos resaltantes de dichos competidores:

### **Laive S.A.**

Empresa fundada en 1910, cuenta con cuatro plantas a nivel nacional, ubicadas en Arequipa y en Lima, siendo su principal centro de acopio Majes en Arequipa. Hasta el 28 de febrero de 2012, la empresa perteneció al Grupo Económico denominado “LAIVE” cuyas principales líneas de negocios fueron la elaboración y comercialización de productos lácteos, elaboración y comercialización de productos cárnicos, así como la venta al por mayor de otros productos afines.

### **Nestlé Perú S.A**

Empresa subsidiaria del grupo suizo Nestlé, inició sus operaciones en el Perú en 1919, mediante la importación de sus productos. En 1942 abrió su primera planta de producción ubicada en Chiclayo. En 1997 adquirió la fábrica peruana de helados, golosinas y panetones D’Onofrio. En la

actualidad cuenta con tres plantas ubicadas en Lima, Chiclayo y Cajamarca, para el acopio de leche.

A continuación, se presentan los principales indicadores financieros comparativos entre la Compañía y su principal competidor en el mercado peruano, Laive S.A., al 2012:

Tabla 1

*Indicadores financieros de Gloria S.A. y Laive S.A.*

Compañía	Ventas anuales (\$/.000)	Market Cap.	EV/EBIT	Margen bruto	Margen neto (\$/.000)	DEBT/ EQ	DIV. YIELD	ROE	ROIC
Gloria S.A.	2,806,691	1651.5	14.3	24.8%	8.6%	37.8%	0.03%	11.3%	13.0%
Laive S.A.	397,722	47.3	8.6	21.1%	3.0%	49.3%	0.02%	(3.3%)	7.5%

*Nota:* Adaptado de Damodaran.

Sobre la base dichos indicadores se observa claramente el liderazgo que posee Gloria en términos de posicionamiento y rentabilidad. Es así que, la compañía registró ventas en el 2012 superiores en 6.05 veces a Laive.

En cuanto a los márgenes, la compañía presentó un margen bruto al 2012 de 24.8%, ligeramente superior al presentado por Laive de 21.1%.

Asimismo, registró un margen neto de 8.6%, significativamente superior al registrado por Laive de 3.0%, ello como resultado de un coeficiente de gasto de ventas con respecto al ingreso por ventas de Laive (ascendente a 12%), superior al registrado por Gloria (de 8%).

En lo que respecta al porcentaje de deuda cubierta por el patrimonio neto de la compañía al 2012, este es menor al registrado por Laive, lo que implica que el patrimonio de los accionistas puede cubrir de forma más holgada la deuda externa adquirida.

Finalmente, en relación al ratio de rentabilidad sobre el patrimonio e inversión de la compañía, estos son significativamente superiores a los presentados por Laive al 2012, lo que refleja una mejor gestión de la Gerencia de Gloria, políticas más adecuada y superiores estrategias trazadas.

## DESEMPEÑO Y CONOCIMIENTO DE LA GERENCIA

Los miembros del Directorio de Gloria son parientes consanguíneos y están vinculados directamente a los accionistas.

Tabla 2  
*Miembros del Directorio de Gloria S.A.*

Cargo	Nombre
Presidente del Directorio	Jorge Columbo Rodríguez Rodríguez
Vicepresidente	Vito Modesto Rodríguez Rodríguez
Director	José Odón Rodríguez Rodríguez
Director	Claudio José Rodríguez Huaco

Nota: Memoria Anual de Gloria S.A. 2012.

Tabla 3  
*Principales Miembros de la Plana Gerencial de Gloria S.A.*

Cargo	Nombre
Vicepresidente	Eduardo, Hernández Peña
Director corporativo de finanzas	Francis, Pilkington Ríos
Director corporativo de recursos humanos	César, Palacios Reyes
Director Legal Corporativo y de Relaciones Institucionales	Fernando, Devoto Achá
Gerente General	Jimmy, Suni Melgar

Nota: Memoria Anual de Gloria S.A. 2012.

Se ha obtenido el ratio de rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) de la Compañía, correspondiente al periodo 2006 al 2012, a fin de medir el desempeño de la Gerencia. Ver figura 4 a continuación:

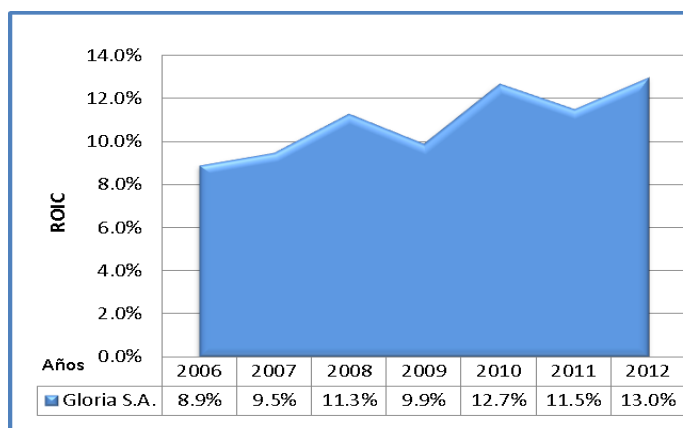


Figura 4: Comportamiento del ROIC periodo 2006 al 2012.  
Fuente: Elaboración Económica.

Se observa una tendencia creciente positiva del comportamiento del ROIC de la compañía, que refleja la continua mejora del desempeño de la Gerencia, sustentada en mejores decisiones y estrategias orientadas a incrementar la rentabilidad de la inversión.

## ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

Tabla 4  
*Estructura Accionaria de Gloria S.A. al 31 de Diciembre de 2012*

Nombre	% de acciones	País
José Rodríguez Banda S.A.	75.55%	Perú
Silverstone Holding Inc.	11.22%	Islas Vírgenes
Racionalización Empresarial S.A.	8.84%	Perú
Vito Rodríguez Rodríguez	2.63%	Perú
Jorge Rodríguez Rodríguez	1.71%	Perú
Otros	0.05%	Perú

*Nota:* Memoria Anual de Gloria S.A. 2012.

Al 31 de diciembre del 2012, el capital de Gloria S.A. está representado por 382,502,106 acciones comunes y 39,117,107 acciones de inversión, ambas de valor nominal de S/. 1.00 cada una, las cuales se encuentran íntegramente emitidas y pagadas. Cabe resaltar que las acciones comunes de la compañía no se negocian en la Bolsa de Valores, ello debido a la intención de los principales accionistas de mantener la propiedad y gestión de Gloria.

### Riesgo de Precios

Gloria se encuentra expuesta al riesgo comercial proveniente del precio de las materias primas necesarias para la producción. Este riesgo se atenúa mediante negociaciones corporativas con los proveedores. Sin embargo, en los últimos años se han reportado algunos problemas con los ganaderos, quienes reclaman aisladamente una reconsideración en el alza de sus precios, esto debido al incremento de los precios de los granos, lo cual repercute directamente en los ganaderos productores.

Asimismo, un riesgo latente es la variación en el precio de la hojalata, la cual está afectada por el precio internacional del acero (commodity). Esto tiene repercusión en la industria de los envases metálicos, la cual también se ve afectada por el ingreso y aceptación de nuevos empaques como el tetrapack.

## ANÁLISIS DE RIESGO

### **Riesgo Crediticio**

La política de tesorería de Gloria S.A. respecto al manejo de los excedentes de efectivo se rige por los siguientes parámetros: cualquier exceso de efectivo debe destinarse en primer lugar a pre-pagar obligaciones de corto plazo, comenzando por las de menor plazo y mayor costo.

Sólo está autorizada la inversión de excedentes en depósitos a plazo, en moneda nacional y/o moneda extranjera. Esta se realizará priorizando el banco emisor, la rentabilidad y la liquidez del instrumento.

Los plazos de las inversiones en depósitos a plazo se determinan según la proyección del flujo de caja y finalmente la moneda de las inversiones se determina de acuerdo con la tasa de interés del depósito y las expectativas de fluctuación en los tipos de cambio.

### **Riesgo Regulatorio**

Las tasas impositivas y regulaciones del Estado son otro de los factores que afectan el comportamiento del sector. Nuestro país se encuentra en cierta medida protegido ante el ingreso de ciertos productos lácteos, como la leche en polvo y la mantquilla deshidratada, a los cuales se les aplicaba un arancel variable de acuerdo al nivel de precios de estos.

Las importaciones de productos lácteos de países de la región andina tienen un arancel de 0% así como nuestras exportaciones a esos países; mientras que los provenientes de otras regiones están gravados con un arancel que asciende a 20% más 5% más margen.

El precio que es pagado a los ganaderos resulta de la negociación entre los agentes de dicho mercado. En los últimos años el precio de la leche fresca ha venido aumentando en respuesta a los reclamos de los ganaderos. Al cierre del 2012, el precio promedio nacional fue de PEN 1.08 por kg mostrando un ligero incremento respecto al 2011. (PEN 1.00 por kg).

Cabe resaltar que en julio del 2008 se modificó el decreto legislativo N°1035 que prohíbe la importación de leche en polvo destinada a la recombinación en leche evaporada, más no la que es destinada a la fabricación de derivados lácteos; esta medida fue tomada ante la oposición de los ganaderos que consideraban dichas importaciones como una competencia desleal hacia la producción nacional.

### **Riesgo Operacional**

El riesgo operaciones al que se ve expuesta Gloria es la posibilidad de

quedar desabastecida de su principal materia prima (leche fresca) como resultados de conflictos con los productores de leche o debido al bloqueo de carreteras. Esta situación podría ocasionar una baja en la producción, que a su vez afectaría el volumen de ventas esperado, resultando en pérdidas considerable para la compañía por la fermentación de la leche.

A la fecha, la Gerencia de la compañía como parte de sus estrategias y a fin de reducir sus riesgos de operación viene impulsando la creación de nuevos centros de acopio, con apoyo financiero. Adicionalmente, a integrado a su cadena de abastecimiento a proveedores extranjeros de los cuales viene importando ganado lechero; así como, mejorando las instalaciones de los principales establos con equipos de refrigeración.

Finalmente, como parte de su estrategia de integración vertical mantiene un proyecto de inversión en curso, que consiste en construir el establo más grande del Perú, con el cual que podrá obtener la integración completa de ésta línea de producción, asegurando una oferta acorde con su nivel de ventas y planes de expansión.

## **RESULTADOS FINANCIEROS Y PROYECCIONES**

La proyección de los estados financieros de Gloria a diez años (2013-2022) se realizó sobre la base de ciertos supuestos (ver tabla 8), en general éstos se sustentan en el comportamiento de las cuentas más significativas de los estados financieros registrado en los últimos seis años (2006-2012), en las proyecciones de crecimiento de la economía del país y en las estrategias y planes de acción de la compañía.

A continuación, se presentan los supuestos más significativos:

- Las ventas crecerán en promedio a un 10% anual. Ello se sustenta en la proyección de crecimiento del PBI nacional del 6.3% para los siguientes años (BCRP) y en los planes de expansión de la compañía, así como en las perspectivas de crecimiento de su participación en el mercado internacional.
- El costo de ventas con respecto a las ventas será en promedio del 72.6%. Mostrando una tendencia decreciente como resultado de las intenciones de la Gerencia de mejorar los procesos de producción de la compañía, a través de la inversión en tecnología de punta y en la utilización de modernos métodos de producción.
- Los gastos generales (administrativos y de ventas) representarán en promedio el 11.1% de las ventas. Registrarán un comportamiento decreciente como resultado de la optimización de los procesos administrativos y de ventas.

- Las inversiones en activo fijo se estima alcanzarán en promedio los S/.(000)68,281 anuales. Ello como parte de la estrategia de inversión de la compañía que responde a su objetivo de continuar con el liderazgo en el mercado nacional e incrementar el volumen de sus exportaciones.
- Los recursos propios de la empresa con respecto a los recursos totales representarán en promedio el 73%.
- La tasa de impuesto a las ganancias para la industria en la que se desarrolla la compañía se mantendrá en un 30%.
- Los flujos crecerán a partir del 2022 a una tasa del 4.62%.



Tabla 5  
*Estado de Situación Financiera - Activo (en Miles de Nuevos Soles)*

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Activo total</b>	<b>1,605,063</b>	<b>1,824,824</b>	<b>1,716,613</b>	<b>1,985,552</b>	<b>2,128,446</b>	<b>2,269,336</b>	<b>2,436,811</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>534,964</b>	<b>704,378</b>	<b>955,911</b>	<b>1,000,045</b>	<b>1,062,491</b>	<b>959,221</b>	<b>1,050,579</b>
Efectivo y equivalente de efectivo	16,447	18,166	17,559	101,404	78,586	89,580	60,598
Cuentas por cobrar comerciales	144,484	146,988	338,195	359,654	383,001	330,372	348,175
Cuentas por cobrar a relacionadas	142,313	213,845	129,201	211,496	120,446	78,056	26,285
Otras cuentas por cobrar	20,505	29,398	77,922	35,491	56,524	30,711	41,857
Existencias	208,445	291,160	366,973	273,361	407,939	424,347	567,477
Gastos pagados por anticipado	2,770	4,821	26,061	18,639	15,995	6,155	6,187
<b>Activo no corriente</b>	<b>1,070,099</b>	<b>1,120,446</b>	<b>760,702</b>	<b>985,507</b>	<b>1,065,955</b>	<b>1,310,115</b>	<b>1,386,232</b>
Cuentas por cobrar a relacionadas	-	-	123,178	130,437	120,275	107,978	96,545
Otras cuentas por cobrar	-	-	-	-	-	32,885	40,492
Inversiones financieras	560,960	589,595	88,628	77,870	84,138	77,870	77,870
Propiedad, planta y equipo, neto	507,314	529,451	546,638	775,336	857,109	1,085,832	1,165,852
Intangibles, neto	1,825	1,400	2,258	1,864	4,433	5,550	5,473

*Nota:* Tomado de Economía (al 31 de diciembre de 2006 – al 31 de diciembre de 2012).

Tabla 6  
*Estado de Situación Financiera – Pasivo y Patrimonio Neto (en Miles de Nuevos Soles)*

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Pasivo y patrimonio neto</b>	<b>1,605,063</b>	<b>1,824,824</b>	<b>1,716,613</b>	<b>1,985,552</b>	<b>2,128,446</b>	<b>2,269,336</b>	<b>2,436,811</b>
<b>Pasivo total</b>	<b>659,568</b>	<b>805,083</b>	<b>774,321</b>	<b>814,617</b>	<b>890,708</b>	<b>933,362</b>	<b>1,037,295</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>440,696</b>	<b>457,848</b>	<b>491,343</b>	<b>348,806</b>	<b>459,316</b>	<b>516,698</b>	<b>631,137</b>
Obligaciones financieras	204,435	186,205	208,244	97,412	64,081	126,267	130,481
Cuentas por pagar comerciales	114,763	151,675	176,299	171,697	276,695	244,184	260,498
Cuentas por pagar a relacionadas	38,499	54,784	4,480	5,895	1,105	8,550	32,371
Impuesto a la renta por pagar	33,447	32,457	27,429	27,182	54,678	5,523	20,093
Otras cuentas por pagar	49,552	32,727	74,891	46,620	62,757	132,174	187,694
<b>Pasivo no Corriente</b>	<b>218,872</b>	<b>347,235</b>	<b>282,978</b>	<b>465,811</b>	<b>431,392</b>	<b>416,664</b>	<b>406,158</b>
Obligaciones financieras	147,822	303,464	256,145	377,312	342,603	321,309	311,204
Cuentas por pagar comerciales	6,360	3,612	2,828	727	-	-	-
Cuentas por pagar a relacionadas	52,243	15,246	-	-	-	-	-
Otras cuentas por pagar	-	14,556	14,556	-	-	-	-
Participaciones e impuesto a las ganancias diferido	12,447	10,357	9,449	87,772	88,789	95,355	94,954
<b>Patrimonio neto</b>	<b>945,495</b>	<b>1,019,741</b>	<b>942,292</b>	<b>1,170,935</b>	<b>1,237,738</b>	<b>1,335,974</b>	<b>1,399,516</b>
Capital social	450,791	450,791	255,843	255,843	255,843	255,843	382,502
Acciones de inversión	46,077	46,077	26,164	26,164	26,164	26,164	39,117
Reserva legal	90,158	90,158	51,179	51,179	51,179	51,179	75,341
Excedente de revaluación	-	-	-	139,612	139,612	-	-
Resultado acumulados	358,469	432,715	609,106	698,137	764,940	1,002,788	902,556

Nota: Tomado de Economía (al 31 de diciembre de 2006 – al 31 de diciembre de 2012).

Tabla 7  
*Estado de Resultados (en Miles de Nuevos Soles)*

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas de bienes	1,511,449	1,810,418	2,047,739	2,006,165	2,287,593	2,529,996	2,777,492
Venta de servicios	-	-	-	-	-	36,416	29,199
<b>Ingresos netos</b>	<b>1,511,449</b>	<b>1,810,418</b>	<b>2,047,739</b>	<b>2,006,165</b>	<b>2,287,593</b>	<b>2,566,412</b>	<b>2,806,691</b>
Costo de Ventas	1,157,022	1,370,182	1,573,771	1,556,227	1,715,901	1,990,855	2,111,538
<b>Utilidad bruta</b>	<b>354,427</b>	<b>440,236</b>	<b>473,968</b>	<b>449,938</b>	<b>571,692</b>	<b>575,557</b>	<b>695,153</b>
Gastos de venta	128,663	155,333	166,517	161,671	182,411	190,856	237,685
Gastos de administración	45,326	49,563	82,212	74,481	79,222	95,271	120,655
Ingreso (pérdida) por venta activos	-	1,854	7,122	831	(150)	-	-
Otros ingresos	12,486	10,268	14,018	28,919	6,589	8,110	19,948
Otros gastos	23,171	27,550	12,297	7,149	6,974	-	-
<b>Utilidad operativa</b>	<b>169,753</b>	<b>219,912</b>	<b>234,082</b>	<b>236,387</b>	<b>309,524</b>	<b>297,540</b>	<b>356,761</b>
Ingresos financieros	15,986	73,692	180,775	58,717	42,912	7,457	6,872
Gastos financieros	32,573	35,278	33,407	36,795	26,560	26,815	25,648
Ganancia por diferencia de cambio, neta	-	-	-	-	-	5,482	12,276
<b>Utilidad antes de impuesto a las ganancias</b>	<b>153,166</b>	<b>258,326</b>	<b>381,450</b>	<b>258,309</b>	<b>325,876</b>	<b>283,664</b>	<b>350,261</b>
Participaciones a los trabajadores	16,020	21,262	24,202	21,716	30,431	-	-
Impuesto a las ganancias	42,752	55,318	64,438	54,962	83,180	88,565	108,639
<b>Utilidad neta</b>	<b>94,394</b>	<b>181,746</b>	<b>292,810</b>	<b>181,631</b>	<b>212,265</b>	<b>195,099</b>	<b>241,622</b>

Nota: Tomado de Economía (por los años 2006 - 2012).

Tabla 8  
*Supuesto utilizados en la valorización de Gloria S.A.*

Supuestos empleados	Metodología utilizada	Proyecciones									
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Incremento anual de ventas	Modelo de estimación de suavización exponencial simple-brown	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Costo de ventas como porcentaje sobre ventas	Modelo de estimación de suavización exponencial simple-brown	75%	74%	74%	73%	73%	72%	72%	71%	71%	70%
Gastos generales como porcentaje sobre ventas	Modelo de estimación de suavización exponencial simple-brown	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	10%
Depreciación como porcentaje del activo fijo neto del año anterior	Modelo de estimación por medias ponderadas	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Tasa de impuesto a las ganancias	Constante	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Caja necesaria como porcentaje sobre el costo de ventas	Modelo de estimación de suavización exponencial simple-brown	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%
Cuentas por cobrar como porcentaje sobre ventas	Modelo de estimación de suavización exponencial simple-brown	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Existencias como porcentaje de las ventas	Modelo de estimación de suavización exponencial simple-brown	17%	17%	17%	17%	17%	17%	16%	16%	16%	16%
Inversiones previstas en activo fijo (\$/.000)		89,742	85,276	71,829	53,885	35,933	35,941	62,913	62,929	89,921	94,440
Cuentas por pagar como porcentaje del costo de ventas	Modelo de estimación regresión por MCO	22%	23%	23%	24%	24%	25%	25%	26%	26%	27%
Costo de la deuda antes de impuestos	Modelo de estimación de suavización exponencial simple-brown	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Recursos propios sobre recursos totales	Modelo de estimación de suavización exponencial simple-brown	74%	74%	74%	73%	73%	73%	73%	72%	72%	72%

Nota: Elaboración propia.

Tabla 9  
*Estado de situación financiera y Flujo de Caja Projectado (en Miles de Nuevos Soles)*

Cuentas del estado de situación financiera	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Efectivo y equivalente de efectivo (a)	60,598	83,544	91,226	99,557	108,606	117,775	127,944	138,900	151,038	164,038	178,090
Cuentas por cobrar comerciales, a empresas relacionadas y otras (b)	416,317	503,762	554,708	610,370	671,273	738,281	811,617	891,914	979,850	1,076,050	1,181,270
Existencias (c)	567,477	540,860	590,411	643,037	699,101	762,184	828,126	900,051	975,288	1,058,247	1,147,803
Activo fijo e intangible bruto	1,743,133	1,832,875	1,918,151	1,989,981	2,043,866	2,079,799	2,115,740	2,178,653	2,241,582	2,331,502	2,425,942
Depreciación ya amortización acumulada	571,808	632,645	694,490	757,068	819,663	882,206	943,483	1,003,457	1,063,569	1,123,801	1,185,538
Activo fijo e intangible neto	1,171,325	1,200,230	1,223,662	1,232,913	1,224,203	1,197,593	1,172,257	1,175,196	1,178,012	1,207,702	1,240,404
<b>Total</b>	<b>2,215,717</b>	<b>2,328,397</b>	<b>2,460,007</b>	<b>2,585,877</b>	<b>2,703,183</b>	<b>2,815,832</b>	<b>2,939,944</b>	<b>3,106,061</b>	<b>3,284,188</b>	<b>3,506,037</b>	<b>3,747,568</b>
Cuentas por pagar comerciales, a empresas relacionadas y otras (d)	500,656	513,743	574,955	642,694	717,609	800,837	893,036	994,690	1,107,270	1,231,625	1,368,921
Deuda financiera (corto y largo plazo)	441,685	435,317	485,729	505,999	522,165	535,114	549,276	572,782	596,934	630,421	666,210
Patrimonio neto	1,399,516	1,379,337	1,399,323	1,437,184	1,463,409	1,479,881	1,497,632	1,538,589	1,579,984	1,643,991	1,712,437
<b>Total</b>	<b>2,341,857</b>	<b>2,328,397</b>	<b>2,460,007</b>	<b>2,585,877</b>	<b>2,703,183</b>	<b>2,815,832</b>	<b>2,939,944</b>	<b>3,106,061</b>	<b>3,284,188</b>	<b>3,506,037</b>	<b>3,747,568</b>
<b>Necesidades operativas de fondos (a + b +c - d)</b>	<b>543,736</b>	<b>614,424</b>	<b>661,391</b>	<b>710,270</b>	<b>761,372</b>	<b>817,402</b>	<b>874,652</b>	<b>936,175</b>	<b>998,905</b>	<b>1,066,710</b>	<b>1,138,242</b>
Cuentas del estado de resultados	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
(+) Ventas	2,806,691	3,092,819	3,406,247	3,748,807	4,123,897	4,536,844	4,988,656	5,483,088	6,024,518	6,617,013	7,265,158
(-) Costo de las ventas	2,111,538	2,316,663	2,533,571	2,768,930	3,024,264	3,302,989	3,606,289	3,934,572	4,292,042	4,680,196	5,101,607
(-) Gastos Generales	358,340	360,103	392,205	426,897	464,002	504,485	548,337	595,838	646,062	700,973	760,267
<b>Margen operativo bruto (BAAIT)</b>	<b>336,813</b>	<b>416,053</b>	<b>480,471</b>	<b>552,979</b>	<b>635,630</b>	<b>729,370</b>	<b>834,031</b>	<b>952,678</b>	<b>1,086,414</b>	<b>1,235,843</b>	<b>1,403,284</b>
(+) Depreciación y amortización (del periodo)	55,215	60,837	61,844	62,578	62,595	62,543	61,278	59,974	60,112	60,231	61,738
<b>Beneficios antes de intereses e impuestos (BAIT)</b>	<b>392,028</b>	<b>476,891</b>	<b>542,315</b>	<b>615,557</b>	<b>698,226</b>	<b>791,913</b>	<b>895,309</b>	<b>1,012,652</b>	<b>1,146,526</b>	<b>1,296,074</b>	<b>1,465,022</b>
(-) Intereses	25,648	26,004	28,999	30,195	31,144	31,899	32,728	34,115	35,539	37,517	39,630
(-) Impuestos	109,914	135,266	153,995	175,609	200,124	228,004	258,774	293,561	333,296	377,567	427,618
<b>Beneficios despues de impuestos (BDT)</b>	<b>256,466</b>	<b>315,621</b>	<b>359,321</b>	<b>409,754</b>	<b>466,957</b>	<b>532,009</b>	<b>603,806</b>	<b>684,976</b>	<b>777,691</b>	<b>880,990</b>	<b>997,775</b>

Nota: Elaboración propia.

Tabla 10  
Flujo de Caja Projectado - Continuación (en Miles de Nuevos Soles)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
(+) Beneficios despues de impuestos (BDT)	256,466	315,621	359,321	409,754	466,957	532,009	603,806	684,976	777,691	880,990	997,775
(+) Depreciación del periodo		60,837	61,844	62,578	62,595	62,543	61,278	59,974	60,112	60,231	61,738
(-) Incremento de NOF		70,688	46,966	48,880	51,101	56,031	57,250	61,523	62,730	67,805	71,532
(-) Inversiones		89,742	85,276	71,829	53,885	35,933	35,941	62,913	62,929	89,921	94,440
<b>Flujo de Caja Libre</b>		<b>216,028</b>	<b>288,923</b>	<b>351,623</b>	<b>424,566</b>	<b>502,589</b>	<b>571,893</b>	<b>620,514</b>	<b>712,145</b>	<b>783,496</b>	<b>893,540</b>
Valor Residual para crecimiento a perpetuidad definido											9,371,062
<b>Flujo total incluyendo valor residual</b>		<b>216,028</b>	<b>288,923</b>	<b>351,623</b>	<b>424,566</b>	<b>502,589</b>	<b>571,893</b>	<b>620,514</b>	<b>712,145</b>	<b>783,496</b>	<b>10,264,602</b>
Tasa de descuento		15.90%	16.02%	15.94%	15.84%	15.76%	15.69%	15.62%	15.56%	15.50%	15.43%
Factor de descuento		0.8628	0.7428	0.6417	0.5554	0.4811	0.4172	0.3620	0.3144	0.2734	0.2381
<b>Flujos descontados</b>		<b>186,396</b>	<b>214,626</b>	<b>225,622</b>	<b>235,806</b>	<b>241,782</b>	<b>238,565</b>	<b>224,634</b>	<b>223,865</b>	<b>214,185</b>	<b>2,443,503</b>
<b>Valor actual de Gloria S.A. (suma de flujos descontados)</b>											<b>4,448,984</b>

Nota: Elaboración propia.