

Universidad de Lima
Facultad de Ciencias Empresariales y Económicas
Carrera de Contabilidad



ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS Y SU IMPORTANCIA EN LA TOMA DE DECISIONES - CASO GLORIA S. A.

Trabajo de suficiencia profesional para optar el Título Profesional de Contador Público

DANIELA ISABEL TERREL TAQUIRI

Código: 20122258

Asesor:

JULIO SEGUNDO CATAORA DÍAZ

Lima - Perú
Octubre de 2018

**ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS Y
SU IMPORTANCIA EN LA TOMA DE DECISIONES - CASO GLORIA
S.A.**

Dedicatoria

El presente trabajo de suficiencia profesional está dedicado a mi madre y a mis hermanas, quienes han sido pieza fundamental para realizar este trabajo, ya que me enseñaron grandes valores para ser cada día una mejor persona y me inspiraron para lograr mis metas. A mis profesores, los cuales a base de disciplina y esmero aportaron en mi aprendizaje e hicieron que pueda desarrollarme como profesional. A Dios, por darme la oportunidad de aprovechar cada día y disfrutar de las bendiciones que me ha dado.

Tabla de contenido

Índice de tablas.....	vii
Índice de figuras.....	viii
Introducción	1
CAPÍTULO I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	2
1.1 Antecedentes y breve reseña histórica	2
1.2 Grupo económico	3
1.3 Estructura accionaria.....	3
1.4 Directorio	4
1.5 Productos.....	5
1.6 Áreas geográficas y alcance	6
2 CAPÍTULO II: DESCRIPCIÓN Y OBJETIVOS	8
2.1 Descripción del caso de investigación	8
2.2 Objetivo general.....	8
2.3 Objetivos específicos	8
3 CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO	9
3.1 Metodología de recolección de la información	9
3.2 Metodología de análisis de la información	10
CAPÍTULO IV: ANÁLISIS, PRESENTACIÓN Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS	11
3.3 Análisis del mercado y crecimiento	11
3.3.1 Ámbito nacional.....	11
3.3.2 Sector lácteos en Perú	14
3.3.3 Producción de leche evaporada.....	16
3.3.4 Mercado y posición competitiva	17
3.4 Análisis financiero	19
3.4.1 Estructura de rubros contables	19
3.4.2 Solvencia y apalancamiento de Leche Gloria SA	25
3.5 Liquidez de Leche Gloria SA.....	27
3.6 Gestión y eficiencia de Leche Gloria SA.....	28
3.7 Rentabilidad de Leche Gloria SA	29
4 CONCLUSIONES.....	43
RECOMENDACIONES	45

REFERENCIAS.....	46
ANEXOS.....	48

Índice de tablas

Tabla 1. Participación accionaria	4
Tabla 2. Detalle de altos funcionarios de Leche Gloria SA.....	5
Tabla 3. Producto bruto interno por sectores productivos (Var %)	12
Tabla 4. Evolución de la producción pecuaria según especies y productos en miles de toneladas	13
Tabla 5. Participación de la leche fresca de vaca en el sector pecuario (%).....	14
Tabla 6. Ratios de solvencia y apalancamiento	27
Tabla 7. Ratios de liquidez de Leche Gloria SA.....	27
Tabla 8. Ratios de gestión y eficiencia de Leche Gloria SA	28
Tabla 9. Ratios de rentabilidad de Leche Gloria SA	29
Tabla 10. Indicadores para proyección de ventas	35
Tabla 11. Proyección de ventas	36
Tabla 12. Cálculo de la beta despalancada	37
Tabla 13. Número de acciones en circulación	38
Tabla 14. Cálculo del costo de capital	39
Tabla 15. Cálculo del costo de la deuda (Kd).....	39
Tabla 16. Cálculo del WACC	40
Tabla 17. Flujo de caja libre	41
Tabla 18. Valorización de la acción de Leche Gloria SA.....	42

Índice de figuras

Figura 1. Elaboración de productos lácteos 2016-2017	17
Figura 2. Ventas por productos de Leche Gloria SA	20
Figura 3. Ventas por clientes de Leche Gloria SA.....	21
Figura 4. Composición de los activos de Leche Gloria SA	22
Figura 5. Composición de los pasivos de Leche Gloria SA	24
Figura 6. Composición de la deuda de Leche Gloria SA.....	25
Figura 7. Rentabilidad de Leche Gloria SA.....	31

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo comprende un análisis de la situación financiera de la empresa Leche Gloria SA. Para ello, se ha partido de un riguroso estudio del conjunto de estados financieros de los tres últimos años y, además, se ha realizado una proyección de estos.

En la primera parte del análisis, se realizó un análisis macroeconómico de Leche Gloria SA, con el fin de entender la industria y cómo impacta en su situación financiera para la toma de decisiones.

En la segunda parte del trabajo, se revisó la estructura y la presentación de estados financieros para determinar cuáles son los rubros más importantes de la empresa que afectan directamente su rendimiento. Asimismo, para tal análisis, se identificaron sucesos relevantes por los que atravesó la compañía.

Otro tema primordial del trabajo es la interpretación de los ratios más importantes de la empresa teniendo en cuenta la evolución de los indicadores durante los últimos tres años a analizar, con el fin de tener un diagnóstico general y establecer cuáles son las estrategias gerenciales y financieras.

Finalmente, en la última parte del trabajo, se realizó una valorización de la compañía, con la cual se establecieron comentarios y sugerencias de acuerdo con el diagnóstico establecido, con el fin de proyectar un crecimiento de valor en la misma.

CAPÍTULO I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

1.1 Antecedentes y breve reseña histórica

En esta parte del informe, se realiza un breve análisis histórico con hechos importantes que han determinado la posición de la marca en el mercado, según los datos obtenidos en la página web de Leche Gloria SA.

La empresa general Milk Company Inc. constituyó la empresa Leche Gloria SA el 5 de febrero de 1941. Durante ese año, emprendió la construcción de la planta industrial en Arequipa y comenzó a producir leche evaporada.

En 1978, la empresa fue adquirida por Carnation Company y, de esta adquisición, surgió el cambio de su denominación a Gloria SA. Posteriormente, en 1985, Nestlé de Suiza se convirtió en propietaria de Gloria SA al adquirir la empresa Carnation Company a nivel internacional. Al año siguiente, la empresa peruana José Rodríguez Banda SA adquirió un paquete mayoritario de acciones de Gloria; de esta manera, inició el grupo Gloria SA (Leche Gloria SA, 2018).

En julio de 1999, Gloria compró 99,98 % del capital social de Carnilac SA, empresa propietaria de tres plantas productoras de derivados lácteos ubicadas en Huacho, Trujillo y Cajamarca (Leche Gloria SA, 2018).

En 2000, la compañía expandió su mercado internacionalmente (actualmente, abastece con sus productos a 39 países en total). En 2002, la compañía obtuvo el certificado ISO 9001 por presentar estándares de calidad altos en producción, comercialización, y gestión empresarial y organizacional. Un año después, empezó a operar la planta de concentración de leche de Trujillo, la cual permitió concentrar la leche proveniente de Chiclayo (Leche Gloria SA, 2018).

“En la actualidad la compañía es líder en el sector lácteos; sin embargo, luego de una serie de problemas que tuvo que afrontar el año 2017, cambió su denominación a Leche Gloria SA” (Grupo La República, 2018).

1.2 Grupo económico

Según los estados financieros auditados por Ernst y Young (2017):

Al 31 de diciembre de 2017, la Compañía forma parte del GRUPO GLORIA, un grupo económico compuesto por más de 50 empresas. Su principal accionista es GLORIA FOODS – JORB S.A., la cual cuenta con posesión del 75.55% de su capital social, empresa que también pertenece al grupo y se encuentra domiciliada en Perú (p. 9).

La principal accionista es una subsidiaria de Holding Alimentario del Perú SA, empresa matriz que agrupa la unidad de negocio lácteo del Grupo Gloria, la cual posee el 99,9 % de su capital social.

El grupo económico al que pertenece Leche Gloria SA está dividido en cuatro unidades de negocios: lácteos, cementos, papeles, y cartones y agroindustria. La compañía materia de esta investigación forma parte de la unidad de negocios lácteos.

1.3 Estructura accionaria

Según la Superintendencia de Mercado de Valores (en adelante SMV), el capital social está representado por 382 502 106 acciones comunes a un valor nominal de S/1 cada una, las cuales se encuentran íntegramente emitidas y pagadas. Para el año 2017, la estructura societaria de la compañía era la siguiente (2018):

Tabla 1

Participación accionaria

Accionistas	Nacionalidad	Participación (%)
Gloria Foods - JORB SA	Perú	75,6 %
Silverston Holdings INC	Estados Unidos	11,2 %
Racionalización Empresarial SA	Perú	8,8 %
Otros - personas naturales	-	4,4 %

Nota: Tomado de *Estados financieros auditados de Leche Gloria SA*, por Leche Gloria SA, 2017.

1.4 Directorio

Según la Bolsa de Valores de Lima, el directorio está conformado por Jorge Rodríguez Rodríguez, bajo el cargo del presidente del directorio, de nacionalidad peruana; por Claudio José Rodríguez Huaco, de nacionalidad peruana, bajo el cargo de director; y Vito Modesto Rodríguez Rodríguez, bajo el cargo de vicepresidente del directorio, cuya nacionalidad también es peruana.

Respecto al directorio de la compañía en el informe de Class & Asociados (2018), se menciona que “la estabilidad en la administración de la empresa, encabezada por su Directorio, el cual cuenta con más de 20 años de experiencia en el mercado lácteo y en industrias de consumo masivo” (p. 4).

A continuación, en la siguiente tabla, se muestra la relación completa de funcionarios que conforman el directorio y la gerencia (2018):

Tabla 2

Detalle de altos funcionarios de Leche Gloria SA

Directorio	Cargo
Jorge Rodríguez Rodríguez	Presidente ejecutivo
Vito Rodríguez Rodríguez	Vicepresidente ejecutivo
Claudio Rodríguez Huaco	Director
Direcciones corporativas y ejecutivos	Cargo
Alfredo Eléspuru Guerrero	Director corporativo de finanzas
Diego Rosado	Gerente general corporativo
José Moscoso Delgado	Director corporativo de auditoría interna
Marlene Negreiros Bardales	Director corporativo de gestión humana
Fernando Devoto Acha	Director corporativo legal y relaciones institucionales
Roberto Bustamante Zegarra	Director de logística
Jorge Rodríguez Rodríguez	Gerente general
Cristiano Oliveira Sampaio	Gerente general adjunto

Nota: Adaptado de *Memoria anual de Leche Gloria SA y Apoyo y Asociados*, por Leche Gloria SA y Apoyo y Asociados.

1.5 Productos

Leche Gloria SA es una empresa industrial que se encarga de preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar toda clase de productos y derivados lácteos. También participa en el mercado de consumo masivo y se encarga de la elaboración de conservas de pescado, refrescos, jugos, mermeladas, panetones, *snacks*, entre otros. A lo largo de la historia, Gloria ha sido la empresa líder en el mercado peruano de productos lácteos.

Según la página web de la empresa, cuenta con las marcas Gloria, Bonlé, Pura Vida, Bella Holandesa, Mónaco, Chicolac, Yomost, Yogurello y La Mesa, y con una diversidad de productos como leche evaporada, leche fresca UHT en caja y en bolsa, yogures, quesos, base de helados, crema de leche, manjar blanco, mantequilla, mermelada, jugos, refrescos, café y conservas de pescado (Leche Gloria SA, 2018).

De acuerdo con la clasificación interna de Apoyo y Asociados SA, la compañía Leche Gloria SA presenta tres líneas de negocio:

- Lácteos, entre los que figuran la leche evaporada, la leche fresca *ultra high temperature* (en adelante, UHT) y la leche en polvo.
- Derivados lácteos, tales como yogures, quesos, mantequilla, crema de leche, manjar, leche condensada, etc.
- Otros productos como jugos, refrescos, mermelada, panetón, agua, compotas y conservas de pescado, etc.

1.6 Áreas geográficas y alcance

Leche Gloria SA pudo expandir su mercado hacia el mundo y, actualmente, abastece a 39 países de Sudamérica, América Central, El Caribe, Medio Oriente y África. Esta expansión es lograda por sus productos en exportación, como la leche evaporada y la leche UHT, los cuales son comercializados con marcas de los clientes y propias (Leche Gloria SA, 2018).

La compañía actualmente produce en Perú y cuenta con seis plantas ubicadas en las siguientes instalaciones Class & Asociados (2018):

- Huachipa (Lima), planta donde se recepciona y procesa leche evaporada, yogur, quesos, mantequilla, jugos de fruta, envases, embalajes y otros.

- Arequipa, planta donde se evapora la leche y se produce leche evaporada para el sur del país. Además, en otra planta en la misma ciudad, se elabora yogur y refrescos.
- Majes, en donde se elabora la leche fresca UHT antes de transportarla a Arequipa y Huachipa.
- Cajamarca, que elabora leche UHT, queso, mantequilla y manjar blanco.
- Trujillo, planta encargada de procesar la leche fresca UHT que se acopia al norte del país antes de ser trasladada a Huachipa.
- Adicionalmente, cuenta con 23 centros de acopio de leche fresca.

CAPÍTULO II: DESCRIPCIÓN Y OBJETIVOS

2.1 Descripción del caso de investigación

El siguiente informe se centra en el análisis y en la interpretación de los estados financieros de Leche Gloria SA para determinar cómo influye en la toma de decisiones de la empresa.

2.2 Objetivo general

Determinar cómo el análisis y la interpretación de los estados financieros influyen en la toma de decisiones de la compañía Leche Gloria SA (antes Gloria SA) durante el periodo comprendido entre 2015 y 2017.

2.3 Objetivos específicos

1. Realizar un análisis del contexto y ámbito macroeconómico en el que se encuentra la actividad principal de la compañía Leche Gloria SA.
2. Analizar los estados financieros de la empresa de Leche Gloria SA del año 2017 con respecto al 2016 y 2015.
3. Establecer una proyección de los estados financieros de la empresa al año 2018, 2019 y 2020.
4. Determinar el valor intrínseco de la acción o del valor fundamental de la compañía en base a la proyección para compararla con el precio de mercado de la acción actual.

CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO

3.1 Metodología de recolección de la información

Los medios que se usaron para recolectar la información o los datos necesarios fueron los siguientes:

- Observación
- Revisión de las siguientes fuentes primarias y secundarias:
 - a. Estados financieros de Leche Gloria SA auditados por EY de los años 2014, 2015, 2016 y 2017
 - b. Memoria anual de Leche Gloria SA
 - c. Informe a la gerencia de Leche Gloria SA
 - d. Informes de clasificación de Apoyo y Asociados SA
 - e. Informes de clasificación de Class & Asociados SA
 - f. Página web del Grupo Gloria SA
 - g. Información actualizada de la Bolsa de Valores de Lima
 - h. Información económica de la Superintendencia de Mercado de Valores
 - i. Diario *Gestión*
 - j. Diario *El Comercio*
 - k. Libro *Finanzas corporativas* de Stephen A. Ross
 - l. Libro *Guía de valorización de empresas* de Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso
 - m. Informes del Ministerio de Agricultura
 - n. Estadísticas publicadas por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)
 - o. Estadísticas publicadas por INEI
 - p. Informe anual del Fondo Monetario Internacional

- q. Trabajo de investigación elaborado por Betsy Harumi, Danny Villanueva, Oscar Zúñiga, alumnos de la Escuela de Posgrado de la Universidad Pacífico del Perú
- r. Tesis para obtener el grado de magíster en Administración Estratégica de Empresas, elaborada por Diana Espinoza, Marco Antonio Jáuregui, Orison Leveau del Centrum Pontifica Universidad Católica del Perú.

3.2 Metodología de análisis de la información

- Revisión de los estados financieros auditados de 2017, 2016, 2015 y 2014 de Leche Gloria SA
- Análisis de la Memoria anual de 2017 de Leche Gloria SA
- Recopilación e interpretación de Informes de clasificación de Leche Gloria SA
- Determinar los ratios financieros con información publicada por Leche Gloria SA
- Análisis de los ratios y la composición de los estados financieros de Leche Gloria SA
- Recopilación y análisis de estadísticas macroeconómicas
- Elaboración de supuestos para proyecciones

CAPÍTULO IV: ANÁLISIS, PRESENTACIÓN Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

3.3 Análisis del mercado y crecimiento

3.3.1 Ámbito nacional

El crecimiento del producto bruto interno (PBI) peruano, al año 2017, refleja una tasa de 2,5 %, tal como se muestra en la tabla 3. Durante los años 2015, 2016 y 2017, el crecimiento promedio fue 3,24 %, concentrado básicamente en algunos sectores como pesca, minería, agropecuario, hidrocarburo, manufactura y construcción. Se observa que, en 2017, hubo un crecimiento menor que en los años pasados. Si bien no se identifica un retroceso en ningún sector, todos muestran un menor nivel de crecimiento, sobre todo, en minería e hidrocarburos y electricidad. Por otro lado, en 2016, si bien hubo un crecimiento alto en el PBI total, hubo un retroceso en los sectores como pesca, manufactura y construcción, el cual se compensó con el crecimiento del 16 % de producción en minería e hidrocarburos.

Del análisis del sector agropecuario, en el año 2014, se observa un crecimiento de PBI del 2 %, mientras que en el año 2017 la tasa incrementó a 3 % y se mantuvo alrededor del mismo crecimiento constante en los tres últimos años. En los años 2016 y 2017, si bien es cierto que el crecimiento de este sector tuvo un crecimiento, este se mantuvo constante sin mejoras. Esto se debió, entre otros factores, al fenómeno de El Niño.

Tabla 3

Producto bruto interno por sectores productivos (Var %)

	2017	2016	2015	2014
PBI	2,5 %	4,0 %	3,3 %	2 %
Agropecuario	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %
Pesca	5 %	-10 %	16 %	-28 %
Minería e hidrocarburos	3 %	16 %	9 %	-10 %
Manufactura	0 %	-1 %	-10 %	-4 %
Electricidad y agua	1 %	7 %	6 %	5 %
Construcción	2 %	-3 %	-6 %	2 %
Comercio	1 %	2 %	4 %	4 %

Nota: Adaptado de los *Cuadros estadísticos del Banco Central de Reserva del Perú*, por BCRP, 2018.

El sector agropecuario forma parte del crecimiento de la producción de manera importante y, como se mencionó antes, se mantuvo constante desde el 2015 y está conformado por dos subsectores: agrario y pecuario.

De las especies y los productos que conforman el subsector pecuario, las que tienen mayor participación en la producción son las aves y la leche de vaca. De acuerdo con la tabla 4, dentro del subsector pecuario, se destaca la producción de leche fresca de vaca, que ha logrado un incremento importante en los últimos cuatro años. En 2017, se produjeron 2011 miles de toneladas.

En un artículo del diario *Gestión*, respecto a la producción de leche, se menciona:

(...) el MINAGRI destacó que la producción nacional de leche ha presentado un incremento sostenido desde el año 2016 con 1'959,229 toneladas, en la cual intervinieron aproximadamente 500,000 familias, con 893,769 vacas en ordeño. En el año 2017 la producción aumentó a 2'057,000 toneladas (*Gestión*, 2018).

Tabla 4

Evolución de la producción pecuaria según especies y productos en miles de toneladas

Especie/producto	2017	2016	2015	2014
Ave	1914	1846	1736	1607
Ovino	84	85	83	86
Porcino	210	199	191	181
Vacuno	370	373	384	385
Caprino	14	15	15	15
Alpaca	28	28	26	28
Llama	9	9	9	9
Huevo	415	401	386	359
Leche fresca vaca	2011	1954	1903	1840
Fibra de alpaca	4	5	4	4
Fibra de llama	1	1	1	1
Lana	8	9	9	10

Nota: Adaptado de las *Direcciones Regionales de Agricultura, Cuadros estadísticos del Ministerio de Agricultura y Riego-DGESEP-DEA*, por el Ministerio de Agricultura y Riego.

Como se puede observar en la tabla 5, la mayor parte de participación en la producción por subproducto del sector pecuario se centra en productos avícolas y de leche fresca de vaca. De esta manera, se evidencia que la participación de la producción de leche fresca de vaca fue del 39,7 % en el año 2017.

Asimismo, la producción de este producto disminuyó entre los años 2015 y 2016, debido a que su rendimiento se vio afectado por factores como el mayor protagonismo de productos avícolas en el mercado peruano y, también, por fenómenos naturales y factores tecnológicos.

Tabla 5

Participación de la leche fresca de vaca en el sector pecuario (%)

Especie/producto	2017	2016	2015	2014
Ave	37,8 %	37,5 %	36,6 %	35,5 %
Ovino	1,6 %	9,6 %	9,5 %	9,6 %
Porcino	4,1 %	3,2 %	3,2 %	3,1 %
Vacuno	7,3 %	5,4 %	5,4 %	5,6 %
Caprino	0,3 %	13,4 %	12,7 %	12,1 %
Alpaca	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Llama	0,2 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Huevo	8,2 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %
Leche fresca vaca	39,7 %	12,7 %	12,5 %	12,5 %
Fibra de alpaca	0,1 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
Fibra de llama	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Lana	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %

Nota: Datos extraídos de Direcciones Regionales de Agricultura. Adaptado de los *Cuadros estadísticos del Ministerio de Agricultura y Riego-DGESEP-DEA*, por el Ministerio de Agricultura y Riego.

3.3.2 Sector lácteo en Perú

De acuerdo con el Ministerio de Agricultura (2017):

Para el cuarto trimestre del año 2017, la elaboración en el sector Lácteos en el Perú se concentra principalmente en cuatro principales productos: el primero corresponde a la leche evaporada que representa el 59.1 % del total de producción. Este es el producto más importante en esta industria de lácteos, y está dirigido al consumo interno de las personas. La distribución de leche está dada en diversos canales, principalmente el canal tradicional, supermercados, mini markets, restaurantes, tiendas mayoristas e incluso grifos.

En segundo lugar, se encuentra la leche pasteurizada con el 18,6 %; en tercer lugar, se ubica el yogur que representa una participación del 16,7 % y, por último, la producción de quesos tiene una participación del 2,3 %.

Respecto al mercado peruano de productos lácteos, un artículo del diario *Gestión* sostiene:

(...) un informe de la clasificadora de riesgo Class y Asociados, el mercado de productos lácteos en el Perú se caracteriza por operar con una elevada concentración, ya que tres empresas abastecen más del 90% del mercado y son Gloria, Nestlé y Laive, mientras que el saldo está conformado por productores artesanales (Grupo El Comercio, 2017).

Por otro lado, en cuanto al consumo de lácteos en Perú, un artículo del diario *El comercio* menciona que este ha retrocedido como efecto de un problema surgido durante el año 2017, específicamente, con un producto elaborado por Leche Gloria, tal como se desarrolla en el siguiente párrafo:

Cabe resaltar que el año 2017 que, si bien la economía peruana no disminuyó, hubo una desaceleración en su crecimiento esto constituye que el sector del consumo masivo retroceda 6% en volumen y 4% en valor. Sin embargo, los continuos escándalos que sacudieron la industria también mermaron el consumo. Tras el caso Pura Vida, el sector de lácteos cerró con una caída de 9% en volumen, según el último informe de Kantar Worldpanel (Grupo El Comercio, 2018).

Además, respecto a la evolución del sector en los próximos años:

El vicepresidente del Grupo Gloria, Vito Rodríguez consideró que, de aprobarse, por insistencia en la Comisión Agraria del Parlamento, la Ley que prohíbe el uso de la leche en polvo para la elaboración de leche evaporada "afectaría gravemente a la industria local" y que incluso, de aprobarse, el precio de la leche evaporada aumentaría en 36% (Leche Gloria SA, 2018).

3.3.3 Producción de leche evaporada

Según un informe realizado por el Ministerio de Agricultura (2017):

La producción de la leche evaporada se ha incrementado en un 23,04% en los últimos años. Durante el cuarto trimestre del 2017, respecto al año pasado, ha pasado del 53.8% al 59.1%. Se ha producido 129.8 miles de toneladas, esto quiere decir que 18 miles de toneladas más que el año pasado durante el mismo periodo. Este crecimiento se explica por el incremento de la población y el crecimiento del país que genera un mayor consumo de este producto en los últimos años (p. 8).

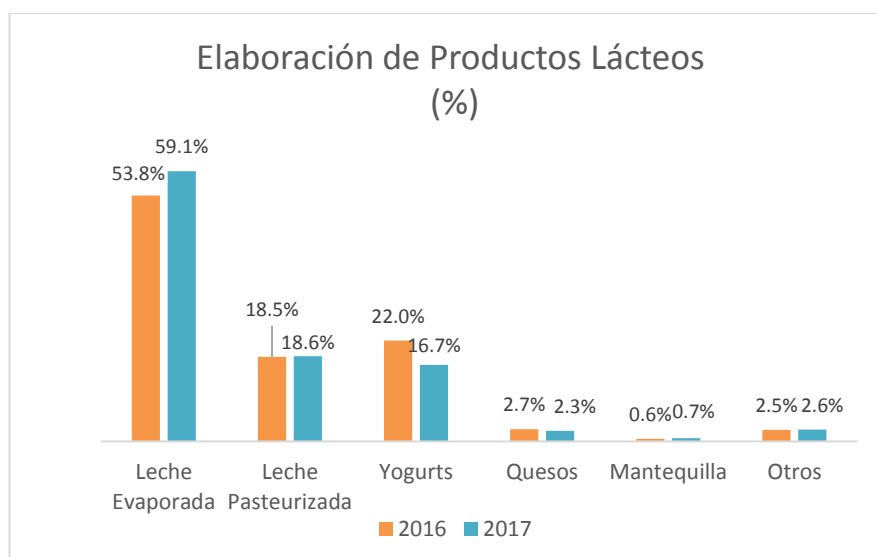


Figura 1. Elaboración de productos lácteos 2016-2017. Adaptado de, por el Ministerio de Agricultura y Riego, 2018, p.

3.3.4 Mercado y posición competitiva

Como ya se ha mencionado en párrafos anteriores, el mercado de lácteos está básicamente concentrado por tres marcas, siendo la marca líder Leche Gloria SA y las otras dos marcas que compiten en ese sector son Nestlé Perú SA y Laive SA. Según Class & Asociados, se menciona respecto a estas marcas lo siguiente:

Nestlé Perú S.A. es una subsidiaria del grupo suizo Nestlé, empresa que inició operaciones en el país en 1919, mediante la importación de productos. En la actualidad, Nestlé Perú cuenta con tres plantas ubicadas en: Lima, Chiclayo y Cajamarca, para el acopio de leche. Laive S.A. se fundó en 1910, bajo el nombre de Sociedad Ganadera del Centro, cambiando su razón social en 1994. En la actualidad, la empresa cuenta con cuatro plantas a nivel nacional, dos ubicadas en Arequipa y dos en Lima, contando con su principal centro de acopio en Majes – Arequipa (Class & Asociados, 2018).

En lo que respecta a Gloria SA, esta es una empresa peruana y, como ya se dijo previamente, su actividad es la elaboración, venta, compra, importación y exportación de productos y derivados lácteos.

(...) actualmente abastece a 39 países de Sudamérica, América Central, El Caribe, Medio Oriente y África. El éxito alcanzado por los productos de exportación, como la leche evaporada y la leche UHT comercializados con marcas de los clientes y propias, ha sido por la calidad asegurada con estrictos controles de fabricación, la facilidad de adaptarse a las necesidades del cliente con el desarrollo de productos especiales para cada uno de ellos y la asesoría en las áreas de logística y de mercadeo (Leche Gloria SA, 2018).

La concentración que han logrado las tres compañías hace que exista una competencia continua entre estas tres empresas, aun cuando los productos o las estrategias puedan variar, y la innovación de cada una de estas sea completamente distinta. Hoy en día, en el mercado peruano, Leche Gloria SA se ha posicionado como la principal marca comercializadora de leche evaporada en el país.

Los ratings de Gloria se soportan en su significativo tamaño y escala en la industria de lácteos en Perú (71.7% de participación en el mercado de leches industrializadas, por volumen, en el 2017), el fuerte reconocimiento de marca y posicionamiento, y su extensiva red de distribución que le proveen una importante ventaja competitiva y que constituye una barrera a la entrada de nuevos competidores. En adición, la integración vertical de procesos en la cadena productiva, desde el acopio de leche fresca en diferentes puntos del país hasta la venta de productos finales, le permite contar con importantes sinergias

y fortalecer su posición de liderazgo (Apoyo y Asociados Internacionales SAC, 2018).

3.4 Análisis financiero

En la siguiente parte del informe, se interpretan los estados financieros de la compañía y su composición, así como la variación significativa de sus principales rubros.

Además, se ha hecho un análisis de los ratios financieros de Leche Gloria SA para conocer el comportamiento financiero de la compañía. Los estados financieros de Gloria se presentan en el anexo 1.

3.4.1 Estructura de rubros contables

ANÁLISIS DEL ESTADO DE RESULTADOS

Respecto al análisis de crecimiento de las ventas, estas han disminuido en un 3 % y ascienden a un saldo de S/3,431 millones. Esta disminución se debe, principalmente, al escándalo en el que se vio envuelta la compañía por la suspensión temporal del registro sanitario de Pura Vida Nutrimax, al no considerarla dentro de los productos lácteos, en junio del año 2017. Además, se debe a factores externos como el fenómeno de El Niño, que causó un gran desequilibrio en el consumo de las personas. Asimismo, de acuerdo con el análisis sectorial realizado, se puede observar que hubo una disminución del mercado de leche, yogur y quesos en 2017.

En cuanto a la composición de los ingresos por productos, en el año 2017, la leche evaporada se mantuvo como el principal producto de Leche Gloria SA con una participación en las ventas del 58,3 %. El siguiente producto más importante en los ingresos es el yogur, con el 15,2 %; y seguido por la leche UHT, con el 10,2 %. Si se considera la línea de lácteos en su

totalidad, la participación asciende a 68,5 % (leche evaporada y UHT). Estos porcentajes de composición de ingresos no han variado considerablemente.

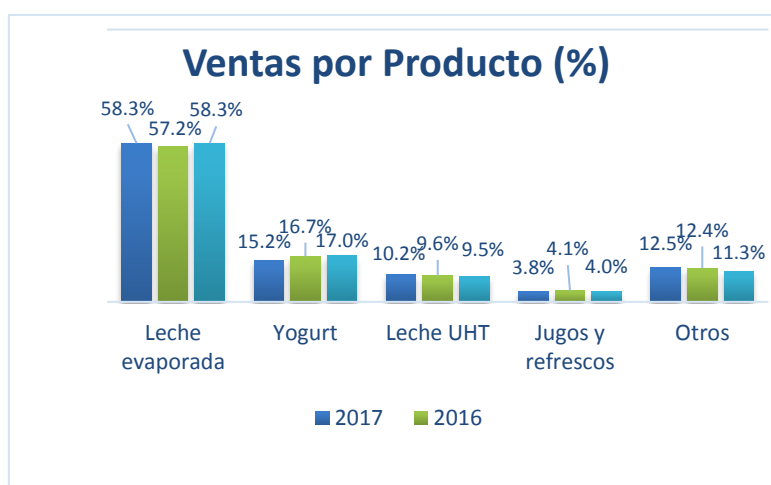


Figura 2. Ventas por productos de Leche Gloria SA. Adaptado de Estados financieros de Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

En cuanto a la composición de los ingresos por clientes, en el año 2017, las ventas a terceros han aumentado considerablemente del 53,9 % al 86,5 %, mientras que las ventas a Deprodeca han disminuido en gran medida del 40,6 % al 7,9 %.

Cabe señalar que Deprodeca SAC es una subsidiaria de José Rodríguez Banda SA y hasta agosto del año 2016 tenía un contrato con Leche Gloria SA, siendo uno de canales de distribución de la compañía en Lima y a nivel nacional, y encargada también de comercialización directa. Sin embargo, como consecuencia de una estrategia de acercarse al mercado de manera directa y lograr una mejor interacción con su mercado, la compañía distribuidora Deprodeca ha venido reduciendo su participación en la venta de productos para concentrarse solo en el servicio de comercialización y distribución, recibiendo una mayor comisión. Es así que en los estados financieros de Gloria se señala lo siguiente:

A partir del 1 de setiembre de 2016, la Compañía y Deprodeca firmaron una adenda al contrato de distribución, por el cual Deprodeca distribuye algunos productos y principalmente brinda los servicios de gestión de distribución y de

la fuerza de ventas de la Compañía, recibiendo una comisión del 7.5 % del valor de venta de los productos vendidos y distribuidos en el ámbito nacional y en el exterior (Leche Gloria SA, 2018).

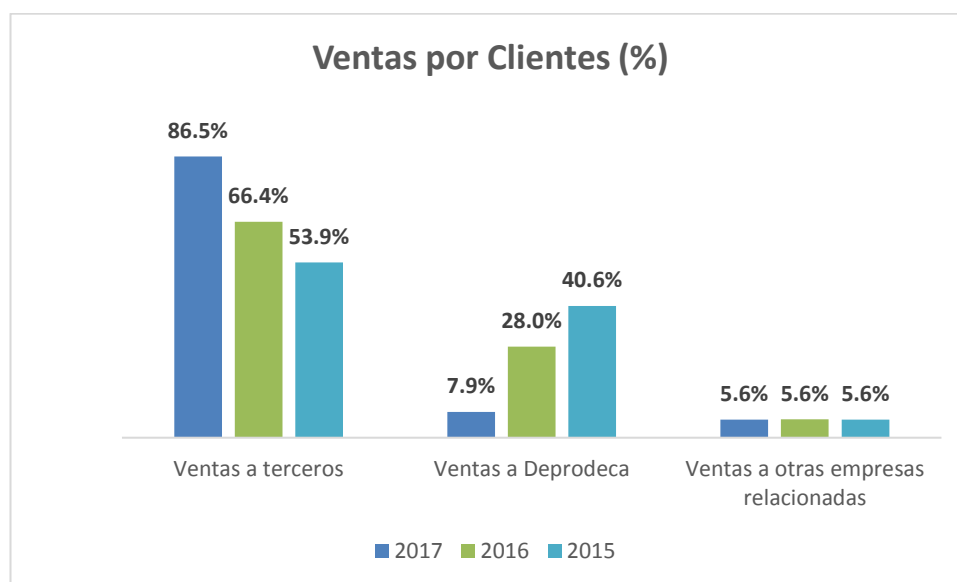


Figura 3. Ventas por clientes de Leche Gloria SA. Adaptado de Estados financieros de Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

El costo de ventas está compuesto principalmente por consumo de materia prima e insumos. Respecto a la evolución de los costos de venta, en 2017, estos ascendieron al importe de S/2,467 millones. En relación con 2016, disminuyeron en 6,6 % y, en comparación con 2015, disminuyeron en el 10 %.

Según Apoyo y Asociados Internacionales SAC (2018), este decrecimiento se debe al menor costo de insumos importados. Así, destacan las compras de leche en polvo que se hicieron en una coyuntura de precios competitivos en periodos previos, las cuales que, si bien elevaron los inventarios, permitieron reducir el costo promedio.

En cuanto a los gastos de ventas y distribución, estos aumentaron en el 18,5 % y llegaron a un saldo de S/490 millones, crecimiento explicado básicamente por la comisión

pagada a su relacionada Deprodeca SAC por el concepto de distribución de productos vendidos en el departamento de Lima y a nivel nacional, por el cambio surgido en el año 2016 como estrategia de una venta directa al cliente. Respecto a los gastos financieros, estos ascendieron a S/55,5 millones en 2017, inferiores en 23,3 % respecto al año 2016 como consecuencia del menor saldo de deuda debido a los vencimientos de los pagarés bancarios con Scotiabank en 2017.

ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS DE LECHE GLORIA SA

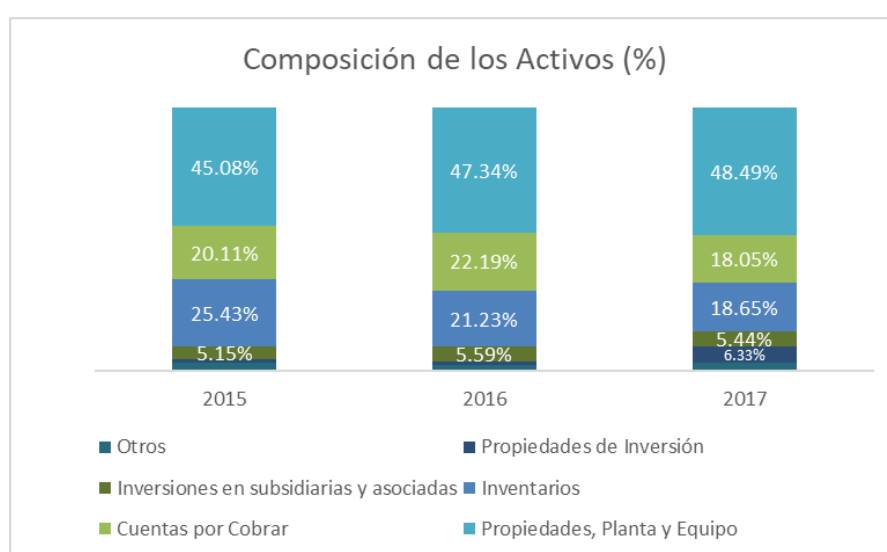


Figura 4. Composición de los activos de Leche Gloria SA. Adaptado de Estados financieros Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

Respecto a los activos, en el año 2017, ascendieron al saldo correspondiente de S/3,211 millones. Además, dentro de su composición, se observa que el rubro más importante es el de propiedad, planta y equipos con el 48,49 %, seguido de las existencias con el 18,65 % del total y las cuentas por cobrar con un 18,05 %.

Respecto a los años 2015 y 2016, el importe total de activos ha aumentado por una mayor adquisición de equipos y por compra de propiedades de inversión. Según las notas de los estados financieros de la compañía, el crecimiento se debe a que se realizaron proyectos de

inversión destinados, principalmente, a la ampliación de la línea de producción de envasado y elaboración de leche evaporada y de derivados lácteos. Asimismo, se efectuaron instalaciones y compra de máquinas y equipos para la implementación de la planta de UHT y la planta de leche condensada.

Por otro lado, Leche Gloria SA mantiene propiedades de inversión, las cuales reportaron un saldo de S/203 millones. Así, se reflejó un crecimiento del 3,9 % respecto al año pasado.

Este crecimiento es básicamente explicado porque se reportó una transferencia importante de propiedades para ser arrendadas. Las propiedades de inversión corresponden a terrenos y a edificaciones, en Lima, Arequipa y Trujillo, dedicadas a arrendamiento a empresas relacionadas y a terceros.

En cuanto al saldo de los inventarios, el cual asciende a S/598 millones, este importe ha ido disminuyendo desde el año 2015 debido a la adquisición en menor cantidad de materia prima y auxiliar, que se recibe en los almacenes de la compañía durante el primer trimestre de los años 2018 y 2017, respectivamente.

Las cuentas por cobrar representan alrededor del 17 % de los activos y están compuestas, principalmente, por facturas por cobrar a clientes de vencimiento no corrientes, de las cuales el 76 % está en condición de no vencida. Sin embargo, a diciembre del año 2017, Leche Gloria SA cuenta con garantías emitidas por sus clientes por S/100 millones como respaldo a un potencial deterioro de su cartera. Las estimaciones por deterioro de las carteras se calculan en base a clientes que se encuentran con dificultades económicas.

Dentro de las cuentas por cobrar, se encuentran las transacciones con partes relacionadas, las que comprenden casi la mitad del saldo de las mismas con un importe de S/278 millones, y se constituyen por la venta y compra de productos terminados y diversos servicios entre empresas vinculadas. Son de vencimiento corriente, no devengan intereses y no

cuentan con garantías específicas. Respecto a los años 2015 y 2016, las cuentas por cobrar a entidades relacionadas han disminuido en parte porque los préstamos otorgados a su matriz Gloria Foods fueron compensados con los dividendos declarados en la Junta General de Accionistas el 28 de febrero de 2017.

ANÁLISIS DE LOS PASIVOS Y DEL PATRIMONIO DE LECHE GLORIA SA

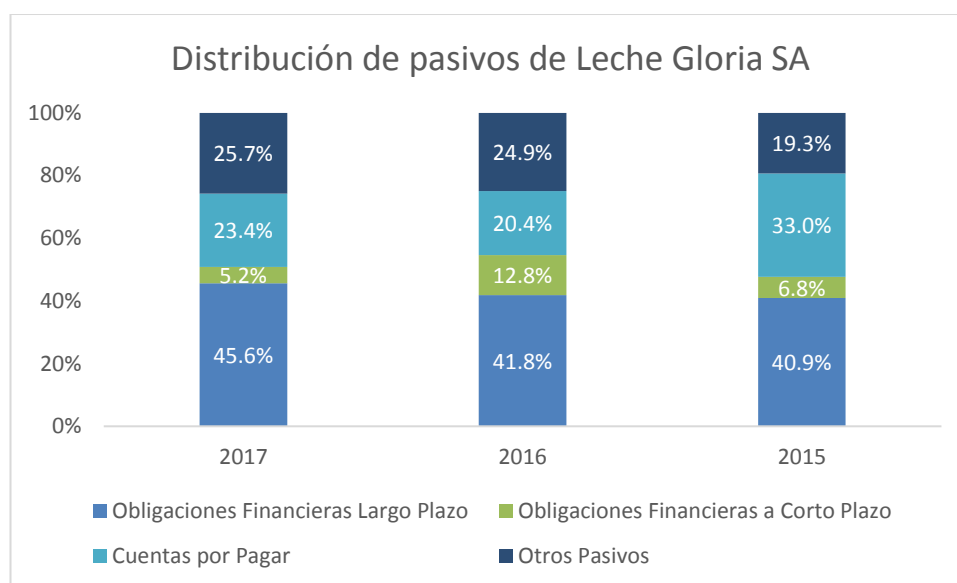


Figura 5. Composición de los pasivos de Leche Gloria SA. Adaptado de Estados financieros Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

En cuanto a los pasivos y al patrimonio, los rubros más importantes son las obligaciones financieras que constituyen alrededor del 22 % de los activos. Esta cuenta está compuesta por pagarés bancarios afectos a la tasa de interés del mercado (28 %) y por bonos corporativos con fecha de vencimiento de 2020 al 2035 (72 %).

Respecto a los pagarés bancarios, estos son instrumentos de deuda cuya tasa de interés fluctúa entre 3,05 % y 3,25 % con el Banco Continental y el Banco de Crédito del Perú; además, son de vencimiento a largo plazo, a febrero de 2019 específicamente.

Los bonos emitidos fueron destinados, principalmente, para uso en capital de trabajo e inversión en infraestructura y bienes de capital. En 2017, mantuvo una clasificación de riesgo AAA según Class & Asociados.

Otro rubro importante de los pasivos está conformado por las cuentas por pagar comerciales y comprende el 9 % de los activos; rubro compuesto por obligaciones con proveedores nacionales e internacionales para la adquisición de materia prima y suministros necesarios para la producción. Estas cuentas por pagar comerciales tienen vencimientos corrientes que oscilan entre 7 y 90 días.

Respecto al capital emitido, Leche Gloria SA no ha tenido aportes de accionistas en los últimos años y su capital social asciende a S/382 millones, lo que constituye casi el 12 % de los activos totales.

3.4.2 Solvencia y apalancamiento de Leche Gloria SA

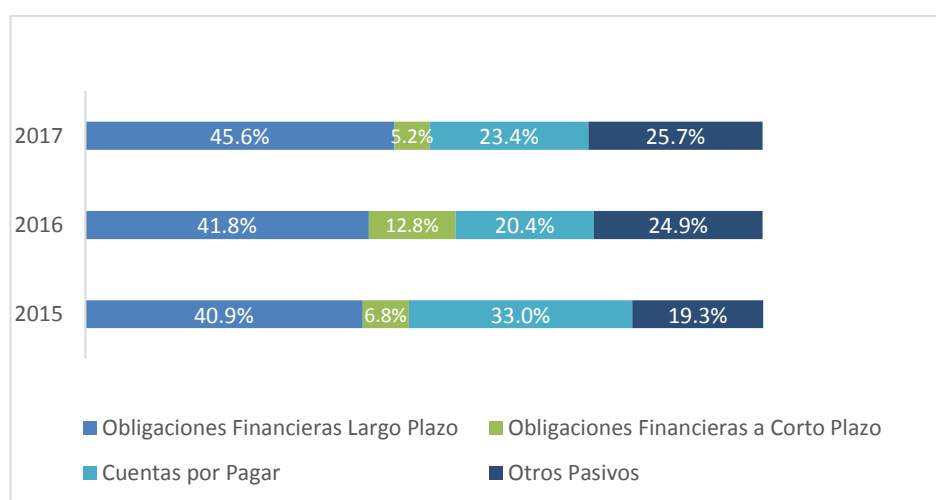


Figura 6. Composición de la deuda de Leche Gloria SA. Adaptado de Estados financieros de Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

En la figura 6, se puede observar que, a diciembre de 2017, el principal componente de los pasivos de Leche Gloria SA está conformado por las obligaciones financieras del total de

pasivos de la empresa con un 50,8 %, porcentaje que no ha variado sustancialmente desde el año 2015. Sin embargo, cabe resaltar que este porcentaje de deudas financieras asciende a un importe de S/790 millones, de los cuales S/709 millones (45,6 %) corresponden a la deuda financiera a largo plazo, mientras que tan solo el saldo restante de S/81 millones asciende a la deuda a corto plazo (5,2 %). En la figura 6, se observa que la distribución de las obligaciones financieras ha ido variando, aumentando la deuda a largo plazo y mostrando una reducción de la deuda a corto plazo respecto a los años pasados.

Esto es debido a una estrategia de la compañía que apunta a una adecuada diversificación de la deuda, concentrando el mayor porcentaje en la deuda a largo plazo.

Según los estados financieros a diciembre de 2017 de Leche Gloria SA, las obligaciones financieras están compuestas por pagarés bancarios de corto y largo plazo ascendentes a S/220 millones con el Banco de Crédito del Perú y con el Banco Continental, los cuales están afectos a tasas de interés de mercado que fluctúan entre 3,05 % y 3,10 %. El importe de pagarés en total asciende a S/220,0 millones.

Mientras que la otra parte está compuesta por la primera y la segunda emisión de bonos corporativos, los cuales están inscritos en la Superintendencia de Mercado de Valores, y ascienden a S/570 millones, cuyas tasas de interés fluctúan entre 5,56 % y 7,12 %.

Cabe resaltar que la compañía tiene como política mantener financiamientos en moneda nacional (soles), principalmente, a tasas de interés fijas para minimizar el riesgo de volatilidad. Asimismo, la estrategia financiera busca financiar el capital de trabajo con el corto plazo y los planes de inversión con endeudamiento de largo plazo (Apoyo y Asociados Internacionales SAC, 2018).

Tabla 6

Ratios de solvencia y apalancamiento

Ratios de solvencia	2017	2016	2015
Pasivo corriente	23,53 %	25,34 %	26,46 %
Pasivo no corriente	24,97 %	23,60 %	23,16 %
Deuda/patrimonio	47,80 %	52,30 %	47,00 %
Deuda financiera/EBITDA	1,88	1,77	1,70
Margen EBITDA	12,3 %	13,3 %	12,6 %

Nota: Adaptado de *Estados financieros de Leche Gloria SA*, por Leche Gloria SA.

Como se observa en la tabla 6, los ratios de apalancamiento y de capacidad de cobertura evidencian un apalancamiento de 1,88 veces el EBITDA y ha ido aumentando desde el año 2015, esto por la eficiencia en la proporción de su deuda financiera en relación con su patrimonio. Además, respecto a la estructura de capital, la cual se mide a través del indicador deuda financiera/patrimonio, se observó una disminución y llegó a 47,80 % debido a las amortizaciones de deuda y el vencimiento de estas.

En cuanto a los vencimientos de los pagarés bancarios, según el cronograma que se muestra en los estados financieros, la mayor cantidad de vencimientos se concentra en 2019.

3.5 Liquidez de Leche Gloria SA

Tabla 7

Ratios de liquidez de Leche Gloria SA

Ratios de liquidez	2017	2016	2015
Activos corrientes	39,08 %	44,89 %	47,61 %
Activos no corrientes	60,92 %	55,11 %	52,39 %
Razón corriente - liquidez	1,66	1,77	1,80
Liquidez en caja	1,47	1,46	1,10

Nota: Adaptado de *Estados financieros de Leche Gloria SA*, por Leche Gloria SA.

Se puede observar que, en 2017, por cada S/1 de deuda a corto plazo, se tiene S/1,66 activos corrientes que solventan la deuda. Esto debido a la estrategia de la compañía, que, con el fin de lograr un nivel óptimo de liquidez, recurre a una reestructuración de la deuda de corto plazo a largo plazo. Asimismo, se puede observar una mayor posición de caja que mejora los indicadores en general de liquidez de la compañía y ha ido creciendo durante los tres últimos años.

En general, los ratios de liquidez muestran una buena salud de solvencia a corto plazo. Sin embargo, hay un leve decrecimiento en la razón corriente. Esto debido a una disminución de cuentas por cobrar comerciales y cuentas por cobrar a las relacionadas, así como también una disminución de inventarios, lo que produce una disminución del activo corriente frente al pasivo, el mismo que se ha mantenido.

Según las notas de los estados financieros de la compañía, la gerencia tiene la responsabilidad principal de la administración del riesgo de liquidez, la cual ha establecido políticas y procedimientos en cuanto al endeudamiento a corto, mediano y largo plazo. La compañía administra el riesgo de liquidez mediante el monitoreo de flujos de efectivo y los vencimientos de sus activos y pasivos financieros (Leche Gloria SA, 2018).

3.6 Gestión y eficiencia de Leche Gloria SA

Tabla 8

Ratios de gestión y eficiencia de Leche Gloria SA

Ratios de gestión	2017	2016	2015
Periodo promedio de cobro	58	67	60
Periodo promedio de inventarios	87	91	107
Periodo promedio de cuentas por pagar	53	42	68
Ciclo operativo	145	158	168
Ciclo de conversión efectivo	92	116	99

Nota: Adaptado de *Estados financieros de Leche Gloria SA*, por Leche Gloria SA.

El ciclo de conversión del efectivo para la empresa Gloria SA fue de 92 días para el año 2017, es decir, este fue el número de días que transcurrieron desde que la empresa adquirió los recursos para la producción hasta que se realizó el cobro a los clientes y entidades relacionadas. Durante los últimos tres años, este ciclo de conversión ha tenido una tendencia promedio a los 103 días, siendo el último año el que registró un menor valor.

Según lo analizado, el ciclo operativo, es decir, el periodo que demanda producir y vender sus productos, es de 145 días. Sin embargo, con el paso de los años, se puede ver que el periodo se ha ido acortando.

El periodo de cobro en promedio a los clientes y relacionadas es de 58 días en 2017; la tendencia en los últimos cuatro años se mantuvo. Se puede observar que el periodo de cobro es equilibrado respecto al periodo de pago, e incluso es menor, lo cual indica que la empresa cobra luego de pagar sus obligaciones a proveedores. Además, se observa que el plazo promedio de inventarios es de 87 días para el año 2017, debido a la gran composición de materia prima y repuestos en el rubro de existencias, entre la que se encuentra principalmente la leche en polvo y el material para producción. Este periodo de días ha ido aumentando y refleja una mayor rotación en los últimos cuatro años, lo que sustenta que hay una mejora y eficiencia en llevar los inventarios de la producción a la venta.

3.7 Rentabilidad de Leche Gloria SA

Tabla 9

Ratios de rentabilidad de Leche Gloria SA

Ratios de rentabilidad	2017	2016	2015
Crecimiento en ventas	-3,01 %	0,42 %	4,90 %
Margen bruto	28,08 %	25,55 %	22,89 %

Utilidad neta	6,04 %	6,11 %	6,08 %
Utilidad a activos (ROA)	6,46 %	6,91 %	6,74 %
Utilidad a patrimonio (ROE)	12,54 %	13,53 %	13,37 %

Nota: Adaptado de *Estados financieros de Leche Gloria SA*, por Leche Gloria SA.

Según los estados financieros auditados en 2017, las ventas de la compañía Leche Gloria SA tuvieron una reducción del 3 % respecto a 2016 y alcanzaron los S/3,431 millones.

Además, este menor nivel de ingresos de Leche Gloria SA se reflejó en una leve disminución en su participación de mercado en las líneas de leches industrializadas y evaporadas, así como de otros productos (yogur, quesos y manjar blanco) (Class & Asociados, 2018).

El panorama se puede explicar, principalmente, considerando dos factores importantes que ocurrieron en 2017:

- Los efectos del fenómeno de El Niño, que ocasionaron un menor rendimiento y reducción de la producción de leche. Esto produjo una reducción en la producción de Leche Gloria, la cual se vio afectada por los efectos no previstos del fenómeno de El Niño Costero.
- La suspensión temporal del registro sanitario del producto Pura Vida Nutrimax (junio 2017), así como el retiro temporal de la licencia de comercialización de leche en Panamá.

Sin embargo, según el análisis realizado hasta 2016, mantuvieron un incremento. Esta variación se puede explicar por el crecimiento de la economía del país.

De la misma manera, su costo de ventas tuvo una reducción, lo cual responde a las menores ventas de Leche Gloria SA en el periodo. Por ello, demandaron menor utilización de materia prima y de insumos, así como menores compras de mercadería.

En 2017, Leche Gloria SA presentó un margen bruto de 28,1 %, el cual ha ido en crecimiento respecto al margen bruto promedio de los últimos cuatro años, que es 24,9 %.

Según la gerencia, la empresa aplica el uso de economías de escala; además, gracias a su concentración significativa en el mercado, implica un menor costo unitario.

Durante el mismo periodo, el margen EBITDA de Gloria es 12,3 %, a diferencia del año 2016, que fue 13,3 %. La diferencia se explica por el mayor margen bruto que presentaba la compañía el año pasado; además, por el menor importe de ventas por razones explicadas anteriormente y el aumento de gastos de ventas, consecuencia principalmente de mayores gastos en publicidad y del ajuste de comisiones de servicio de distribución y ventas.

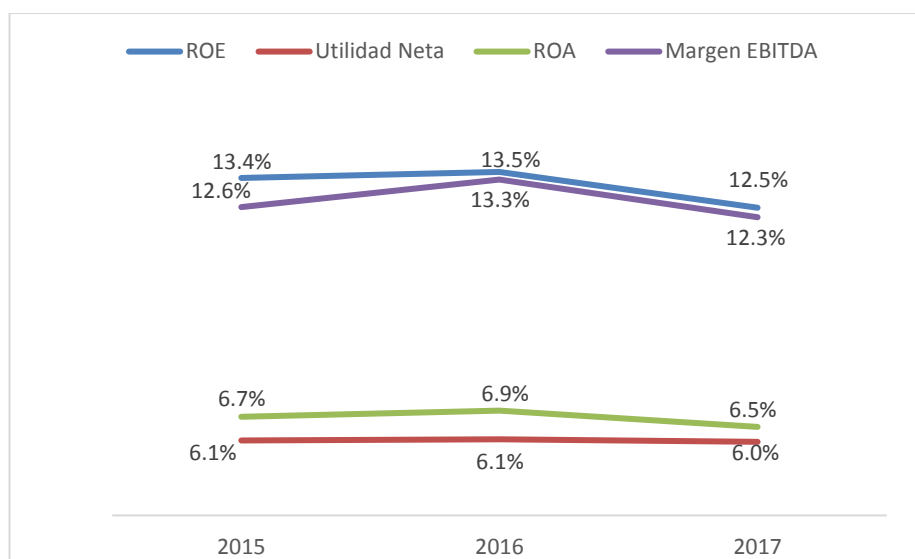


Figura 7. Rentabilidad de Leche Gloria SA. Adaptado de Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

Leche Gloria SA presentó una adecuada cobertura de deuda: “Su EBITDA refleja el 7.39 veces sus gastos financieros. Esto quiere decir que además de reflejar una importante capacidad operativa y de generación de la empresa, también muestra una elevada cobertura de su deuda financiera actual” (Class & Asociados, 2018).

La rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) es 12,5 % en 2017; sin embargo, la rentabilidad en 2015 y 2016 era mayor (13,4 % y 13,3 %, respectivamente). En el lapso de este

último año, este ratio ha tenido un quiebre y comenzó a disminuir, debido a factores explicados anteriormente que impactan en su nivel de ventas, los cuales causan una reducción, principalmente, de leche evaporada.

La utilidad neta respecto a las ventas no ha tenido una importante variación y se mantuvo constante alrededor de 6,1 % y 6 %. Esto fue porque a pesar de una reducción de ingresos tuvo un control eficiente de gastos operativos y de ventas, mientras que el ROA (rentabilidad sobre activos) es de 6,46 % en 2017. Sin embargo, en el lapso de los tres últimos años, este se redujo levemente respecto al 6,91 % debido a que actualmente se están realizando nuevas inversiones al proyecto a largo plazo.

Finalmente, la generación de ingresos de la compañía se ha mantenido estable, y el adecuado margen EBIDTA refleja que hay un manejo adecuado de procesos operativos que hace que haya eficiencia en la reducción gastos; además, hay una adecuada asignación de gastos financieros debido a la búsqueda de diversificación de deuda, de corto a largo plazo.

Cabe resaltar que, según Apoyo y Asociados Internacionales SAC (2018):

Gloria es una empresa consolidada y una sólida generadora de caja que está en la capacidad de mitigar el impacto de factores exógenos sobre su perfil crediticio, lo cual se refleja en la disminución de deuda del periodo y en la historia de los dividendos pagados y/o préstamos a sus relacionadas.

4.2.3 Valorización y proyección

a. Definición de supuestos

Los supuestos que se consideraron para la proyección de Leche Gloria SA fueron los siguientes:

- Para realizar los supuestos de la proyección de estados financieros, se asume que la compañía continuará realizando operaciones en el negocio de lácteos dentro de alimentos y bebidas en el sector en el que ha venido trabajando.
- En cuanto a la proyección ventas netas, se propone un crecimiento conservador en función del mercado maduro en el que se desarrolla la compañía. Al margen de los eventos recientes, para los años 2018, 2019 y 2020, se ha determinado que la tasa de crecimiento será de 2,19 %, hallado del promedio de la variación de ingresos en los últimos años de Leche Gloria SA con el promedio de PBI nacional proyectado, con el promedio del PBI del sector pecuario proyectado y un ajuste respectivo por la disminución de ventas que tuvo en el último año la compañía debido al caso Pura Vida que le costó una licencia de salubridad y debido a fenómenos naturales que se especulan para los próximos años.
- El costo de ventas será el 74,49 % de las ventas debido a la mejora que se busca en la implementación de maquinarias y al promedio del porcentaje de costo de ventas de las ventas de los últimos tres años.
- Los gastos operativos serán el 14 % de las ventas y mostrarán una tendencia decreciente respecto a los años anteriores por la implementación de la gerencia de la optimización de procesos en las áreas de ventas y operación que tiene como estrategia para el próximo año.
- Se ha determinado como tasa de crecimiento (g) de estado de resultados y de estados de cuenta de balance un porcentaje de 2,98 % en base al crecimiento promedio del PBI proyectado a 2020 y ajustado con el reporte de inflación proyectado por el Fondo Monetario Internacional.
- Se ha tomado como tasa del impuesto a la renta efectiva 33,03 % para todos los años proyectados, tasa actual publicada por la Sunat en su página web.

- En cuanto a la utilidad neta del año 2020, se ha determinado multiplicar o usar como tasa de crecimiento (g) la tasa promedio del PBI proyectado del sector, ajustado con la tasa de inflación del reporte realizado en el año 2018 por el Fondo Monetario Internacional.
- Las inversiones en activo fijo proyectadas llegarán a S/72 000 mil anuales debido a la estrategia propuesta por la gerencia, tal como se menciona en los estados financieros de Leche Gloria, en la adquisición de más plantas, seguir con el liderazgo en el mercado nacional e incrementar el volumen de sus exportaciones.
- Las cuentas por cobrar se van a proyectar con el promedio del periodo de cobro de los últimos tres años que asciende a 61 días. Esto es debido a que está relacionado directamente con las ventas.
- Las cuentas por pagar se van a proyectar con el promedio del periodo de pago de los últimos tres años que asciende a 55 días. Esto es debido a que está relacionado directamente con los costos de ventas.
- Las existencias se van a proyectar con el promedio de rotación de inventarios, periodo de cobro de los últimos tres años que asciende a 98 días. Esto es debido a que está relacionado directamente con el costo de ventas.

Asimismo, en el anexo 5, se encuentra la lista de supuestos con las tasas respectivas que se han usado.

b. Metodología usada para la valorización

La metodología que será usada para este análisis será determinar los flujos de caja libre y descontarlos con la tasa de costo promedio ponderado de capital (CPPC o WACC en adelante).

Según Ross (2015):

Para valorizar una empresa, si la empresa usa deuda, la tasa de descuento que debe usar es WACC. Para calcularlo, se debe estimar el costo del capital accionario y el costo de la deuda aplicable a un proyecto. De esta manera se podrá determinar un valor de la empresa y hallar el precio por cada acción, y compararlo con el valor actual de la acción en el mercado bursátil en la actualidad (p. 413).

4.2.3.1 Estimación de flujos de caja libre

a. Proyección de ventas

Para la estimación de los niveles de ventas que permitirán proyectar los estados financieros de los siguientes tres años (2018, 2019 y 2020), se ha considerado el promedio de la evolución desde el 2014, el promedio del PBI del país proyectado al 2020 y el promedio del PBI del sector pecuario proyectado también al 2020. Del cálculo, se determina un factor de 2,69 %, al cual se hizo un ajuste adicional del -0,5 %, que es una tasa que se cree conveniente a raíz del caso Pura Vida y la licencia cancelada del producto. Este hecho ha afectado al producto principal elaborado por la compañía y sus ventas, que, si bien se vienen recuperando, es en menor cantidad que años pasados. Además, el ajuste también considera los fenómenos de El Niño previstos para el año 2018 que afectarán la industria de lácteos.

Tabla 10

Indicadores para proyección de ventas

Indicadores usados	Tasas
Promedio PBI nacional	3,72 %
Promedio PBI sector pecuario	3,58 %
% anual de crecimiento (promedio)	0,77 %
Promedio factor anual de crecimiento	2,69 %

Ajuste (tasa de pérdida de ventas del último año)	-0,50 %
Tasa para proyección de ventas	2,19 %

Nota: Adaptado de las *Proyecciones de PBI del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)*, por BCRP, 2018.

En el año 2014, las ventas fueron de S/3,347 millones y, en el año 2017, de S/3,431 millones, lo que indica que durante esos tres años la evolución de ventas fue de 1,025 veces. De la proyección, se tiene que en 2020 las ventas ascenderán a S/3,661 millones de soles.

Cabe resaltar que se tienen limitaciones para la elaboración de este informe y una proyección más minuciosa, ya que no se cuenta con la cantidad de unidades producidas por cada línea de productos ni precios (determinados por el mercado nacional) que principalmente se venden en Perú.

Tabla 11

Proyección de ventas

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Proyección de ventas	3,347,445	3,519,762	3,534,533	3,431,395	3,506,474	3,583,196	3,661,597

Nota: Elaboración propia.

4.2.3.2. Determinación del costo ponderado de capital (WACC)

Para la determinación del costo ponderado de capital, es importante saber:

Según Ross (2012) el WACC o costo de capital es un promedio ponderado del costo de la deuda y del costo de las acciones. La tasa de descuento utilizada para descontar los flujos de caja libre esperados de una compañía, se encuentra expresada como un promedio ponderado del costo de la deuda (K_d) y la rentabilidad exigida a las acciones (costo de capital, K_e) (p. 495).

Es así que, para calcular el WACC de Leche Gloria SA, el costo de la deuda (Kd) fue calculado como el promedio ponderado del costo de pagarés y los bonos emitidos (únicas obligaciones financieras que mantiene Leche Gloria SA según los estados financieros al 2017).

Además, el costo de capital fue determinado bajo la metodología del *capital asset pricing model* (CAPM), que según Ross (2012) es “el rendimiento esperado de un valor, positiva y linealmente relacionado con la beta del valor, la misma que describe el tamaño del efecto de un riesgo sistemático sobre los rendimientos de una acción” (p. 495).

De tal manera, a valor de mercado se estima un WACC en soles de 9,40 % para la compañía.

a) Cálculo de tasa de descuento

a. Empresas comparables en un mercado de capitales desarrollado

Se ha utilizado la beta publicada en el portal de Damodarán que consideró a empresas comparables en el sector de la industria de alimentos procesados (*food processing*), presentando una beta desapalancada de 0,68. Asimismo, se determinó la beta apalancada de 0,909 como se muestra a continuación:

Tabla 12

Cálculo de la beta desapalancada

BI	=	Bui * [1 + (D/E * (1-t))]	
D/E		Estructura de capital / deuda	47,8 %
BI	->	Beta de la empresa apalancada	0,909
Bui	->	Beta de la industria desapalancada	0,680
t	->	Tasa impositiva para la empresa	29,50 %

Nota: Adaptado de, por Damodaran, 2018.

b. Relación deuda-capital de la empresa a valorizar

La relación deuda-capital se obtiene al considerar la deuda a largo plazo de la empresa para el año 2017, según los *Estados financieros auditados de Leche Gloria SA*, equivalente a S/790 millones; y el valor del patrimonio determinado a valor de mercado, equivalente a S/1,653 millones a diciembre de 2017. Además, el valor de mercado de las acciones de inversión ascendían S/6,50 por acción al 31 de diciembre de 2017 y se negociaron en la Bolsa de Valores de Lima (Leche Gloria SA, 2018).

Tabla 13

Número de acciones en circulación

Acciones de Leche Gloria SA al 31/12/2017	
Acciones de comunes	382,502
Acciones de inversión	39,069
Número de acciones en circulación	421,619

Nota: Adaptado de *Estados financieros auditados de Leche Gloria SA*, por Leche Gloria SA.

c. Cálculo de K_e

El costo de capital para el inversionista se ha determinado teniendo en cuenta una tasa libre de riesgo de 2,53 % para el tesoro americano a diez años, una beta apalancada de 0,909, una prima de riesgo de mercado de 7,73 %, considerando el promedio del retorno total de SyP 500 menos el promedio aritmético de los retornos de los bonos americanos a diez años menos. Se considera, además, una tasa de riesgo país para Perú de 1,45 %. Con los datos antes indicados, se determina que el costo de capital propio (K_e) es de 11,01 %.

Tabla 14

Cálculo del costo de capital

Costo de capital (Ke)	
Tasa libre de riesgo Rf	2,53 %
Prima de mercado	7,73 %
Tasa de riesgo país	1,45 %
Beta apalancada	0,909
Costo de capital (ke)	11,01 %

Nota: Elaboración propia.

- Para hallar la tasa libre de riesgo, se utilizó el promedio de los últimos diez años de la tasa de bono del tesoro americano a un plazo de diez años.
- Para la prima de riesgo de *equity*, se utilizó el promedio de los últimos 50 años del SyP 500 menos la tasa libre de riesgo.
- La tasa de riesgo país es el promedio del rendimiento diario del EMBI (*emerging market bond index*) Perú en los últimos tres años.
- La beta mide la sensibilidad del retorno de la acción ante variaciones del mercado.

Fuente: http://ages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

d. Cálculo de Kd

Luego de analizar los estados financieros auditados de Leche Gloria SA, se determinó que el costo de la deuda (KD) de la empresa era de 3,84 %.

Tabla 15

Cálculo del costo de la deuda (Kd)

	Pagarés	Bonos Corp. Int.
Deuda S/000	220 000	570 067
Estructura de deuda	27,8 %	72,2 %
Tasa de la deuda	3,150 %	6,34 %
1-t	70,50 %	70,50 %

Total, parte de la deuda	0,618 %	3,225 %
Costo de la deuda	3,84	

Nota: Elaboración propia.

e. Cálculo de WACC

Teniendo en cuenta los valores determinados en los incisos a, b, c y d; que la estructura deuda/(deuda+capital) es de 32 %; que la estructura capital/(deuda+capital) es de 68 %; y que una tasa imponible es de 33,03 %, se determina que el costo promedio ponderado de capital (CPPC) o WACC es equivalente a 8,69 %.

Tabla 16

Cálculo del WACC

	Costo	S/000	Estructura
Costo de la deuda	3,84 %	790,067	32 %
CAPM 2017	11,01 %	1,653,610	68 %
WACC2017	8,69 %		

Nota: Elaboración propia.

4.2.3.3. Resultados de la valorización

Como se muestra en la tabla 17, se realiza la proyección del flujo de caja libre hasta 2020. Luego, se le aplica la tasa de descuento WACC, hallada previamente a 8,69 %; y una tasa de crecimiento perpetuo de 2,60 %. Como resultado, el *enterprise value* o el valor de la empresa (EV) asciende a S/4580 875, y el valor intrínseco o *equity value* asciende a S/3790 808.

Tabla 17

Flujo de caja libre

	2017	2018	2019	2020
P&L				
Utilidad neta del ejercicio	207 355	248 290	253 722	259 274
Capex	76 706	70 999	72 067	73 163
EBIT	334 232	398 154	406 866	415 768
EBIT* (1-t)	235 634	280 699	286 841	293 117
Depreciación y amortización		87 756	88 531	89 313
Variaciones de capital de trabajo		-13 003	-13 342	-13 689
Capex		-70 999	-72 067	-73 163
Flujo de caja libre	158 928	283 685	288 420	293 253
Valor perpetuo continuo o terminal				4940 744
Periodo de descuento	0	1	2	3
Valor presente de los flujos de caja		260 992	244 123	228 358

Nota: Elaboración propia.

Este resultado identifica el valor intrínseco de la empresa, y el riesgo asociado a los flujos determinados es mayor al valor de mercado, tal como se muestra en la tabla 18.

Es decir, con el valor intrínseco determinado de la empresa, se determina un valor de acción ascendente a S/8,99, cuyo precio actual en el mercado bursátil es de S/7. Por tanto, el valor de la acción hallado es mayor que el precio de mercado.

Tabla 18

Valorización de la acción de Leche Gloria SA

Valorización en miles de S/		
WACC	8,7 %	
Tasa de crecimiento perpetuo	2,60 %	
Valor presente de los flujos de caja libre		733 473
Valor presente del valor continuo-perpetuidad		3847 402
<i>ENTERPRISE VALUE. VALOR DE LA EMPRESA (EV)</i>		4580 875
Deuda		790 067
<i>VALOR CAPITAL, EQUITY, PATRIMONIO - INTRÍNSECO</i>		3790 808
Valor de mercado vs. valor intrínseco		
N.º de acciones en miles		421 619
Precio de la acción hallada, precio intrínseco o precio fundamental de la		8,99
Cotización de la acción en el mercado		7
Valor de mercado de Leche Gloria SA		2951 333

Nota: Elaboración propia.

CONCLUSIONES

- El entorno económico de la compañía favorece su estabilidad, específicamente, el PBI del país, la producción de leche fresca creciente en los últimos años y la tendencia a consumir leche evaporada en Perú al año 2017. Asimismo, la participación del 71,7 % en el mercado de leches industrializadas que ostenta Leche Gloria SA, que la convierte en la compañía con más concentración en el mercado lácteo a la fecha, y su fuerte reconocimiento de marca y posicionamiento le proveen una importante ventaja competitiva y la constitución de barreras de entrada a potenciales nuevos competidores, lo que reconforta aún más su estabilidad financiera.
- Respecto al análisis de la situación financiera, a raíz de sucesos como el escándalo de Pura Vida y el fenómeno de El Niño ocurridos en 2017, si bien las generaciones de ingresos son estables, estas se han limitado y han retrocedido respecto al 2016 en un 3 %.
- Se observa un adecuado margen EBIDTA, el cual refleja un manejo adecuado de procesos operativos, lo que además origina una eficiencia en la reducción de gastos. Asimismo, hay una adecuada asignación de gastos financieros debido a la búsqueda de diversificación de deuda de corto a largo plazo en el último año 2017.
- La gerencia ha establecido una adecuada estrategia de negocios que se centra en la inversión en tecnología y diversificación en los productos para atraer aún más a los clientes, tal como se evidencia en la memoria anual y en los estados financieros de la compañía. Asimismo, la compañía apunta a seguir invirtiendo en nuevas plantas de producción de leche y en la adquisición de nuevos activos para aumentar las operaciones.

- Con respecto al valor intrínseco de la acción hallada en este informe, desde el punto de vista del inversionista, el precio de la acción de mercado está subvaluado. Es decir, se ha determinado un valor de acción de Leche Gloria SA ascendente a S/8,99, mientras que el precio actual en el mercado bursátil es de S/7. Por tanto, el valor de la acción hallado es mayor que el precio de mercado.

RECOMENDACIONES

- Leche Gloria SA tiene como estrategia el desarrollo de nuevos productos, líneas y marcas. Sin embargo, esta estrategia se debe reforzar más, ya que la mayoría de ingresos se concentra en un solo producto: leche evaporada. Es decir, el riesgo financiero de la compañía es mayor si surge una variación en la demanda de este producto.
- Debido al riesgo reputacional negativo que enfrenta la compañía por el escándalo surgido por el caso Pura Vida que ocasionó la reducción de ventas, se sugiere a la empresa una fuerte inversión en *marketing* para que la reputación de la empresa siga creciendo como lo ha venido haciendo en los últimos años, antes del incidente. Además, se recomienda reforzar en estrategias de control interno y de calidad para las supervisiones permanentes de autoridades sanitarias y de protección al consumidor para todos los productos.
- La empresa se encuentra en un escenario económico muy variable y con potenciales riesgos, ya que, en un escenario económico adverso, los productos que comercializa la compañía se verían afectados directamente; por ejemplo, existió desestabilidad en las ventas por la leche evaporada. Por ello, la compañía debería reforzar el área de riesgos para eventuales escenarios.
- De la valorización efectuada, se puede observar que el precio de la acción en el mercado está subvaluado. Por tanto, como accionistas de Leche Gloria SA, podrían recomprar acciones.
- La competencia de la compañía, si bien concentra mucho menos mercado que el que abarca Leche Gloria SA, debería estar presente en el establecimiento de estrategias respecto a precios y diferenciación de productos.

REFERENCIAS

- Apoyo & Asociados Internacionales SAC. (2018). *Informe Anual Leche Gloria SA (Gloria SA)*. Lima: Apoyo & Asociados Internacionales.
- Banco Central de Reserva del Perú. (octubre de 2018). *Nota semanal n.º 17-2019*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/nota-semanal/cuadros-estadisticos.html>
- Barletta, F., Pereira, M., Robert, V., & Yoguel, G. (2013). Argentina: dinámica reciente del sector de *software* y servicios informáticos. *Revista de la CEPAL*, (110), 137-155. Recuperado de <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/1/50511/RVE110Yoqueletal.pdf>
- Bolsa de Valores de Lima. (octubre de 2018). *Empresas con valores listados*. Recuperado de https://www.bvl.com.pe/inf_financiera36100_R0xPUklBSTE.html
- Choy, M., & Chang, G. (2014). *Medidas macroprudenciales aplicadas en el Perú*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2014/documento-de-trabajo-07-2014.pdf>
- Class & Asociados. (10 de mayo de 2018). *Fundamentos de clasificación de riesgo Leche Gloria SA*. Lima: Class & Asociados.
- Damodaran, A. (2018). *Betas por sector*. Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- García Nieto, J. (2013). *Constur ye tu web comercial: de la idea al negocio*. Madrid: RA-MA.
- Gestión. (1 de junio de 2018). Producción de leche en Perú aumentó en casi 100,000 toneladas el último año. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/produccion-leche-peru-aumento-100-000-toneladas-ano-235009>

- Gloria SA. (marzo de 2018). *Memoria anual Leche Gloria SA*. Lima: Gloria SA.
- Grupo El Comercio. (junio de 2017). Tres empresas tienen ‘capturado’ más del 90 % del mercado de productos lácteos en Perú. Recuperado de <https://archivo.gestion.pe/empresas/tres-empresas-tienen-capturado-mas-90-mercado-productos-lacteos-peru-2191644>
- Grupo El Comercio. (2018). Kantar: Sector lácteos se contrajo 9 % en 2017 por caso Pura Vida. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/kantar-sector-lacteos-contrajo-9-2017-caso-pura-vida-228118>
- Grupo La República. (27 de enero de 2018). "Gloria SA" cambia de nombre a "Leche Gloria SA". Recuperado de <https://larepublica.pe/economia/1176424-gloria-sa-cambia-de-nombre-a-leche-gloria-sa>
- Leche Gloria SA. (2018). *Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2017*. Lima: Leche Gloria SA.
- Leche Gloria SA. (octubre de 2018). *Grupo Gloria*. Recuperado de <http://www.grupogloria.com/gloria.html>
- Ministerio de Agricultura y Riego. (2017). *Boletín Estadístico de la Producción Agrícola y Ganadera 2017*. Lima: Ministerio de Agricultura y Riego.
- Ross, W. (2012). *Finanzas corporativas*. Mexico: McGraw-Hill.
- Superintendencia de Mercado de Valores. (octubre de 2018). *Información financiera por periodo*. Recuperado de http://www.smv.gob.pe/Frm_InformacionFinancieraPorPeriodo.aspx?data=0489922C46775872F740C6D606585123B7F806EA74
- Wittmann, R. (2006). ¿Hubo una revolución en la lectura a finales del siglo XVIII? En G. Cavallo, & R. Chartier, *Historia de la lectura en el mundo occidental* (p. 435-472). México DF: Santillana.

ANEXOS

ANEXO 1: ESTADOS FINANCIEROS DE LECHE GLORIA SA EN MILES DE SOLES 2015-2017

Estado de Situación Financiera de Leche Gloria			
S.A	2017	2016	2015
(en miles de S/)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)
Activos Corrientes			
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	76,613	49,342	56,172
Otras Cuentas por Cobrar, neto	24,337	26,994	36,667
Cuentas por Cobrar Comerciales, neto	273,195	299,202	212,838
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	278,188	358,266	378,410
Anticipos	3,845	6,278	20,651
Inventarios	598,755	663,725	808,126
Total Activos Corrientes	1,254,933	1,403,807	1,512,864
Activos No Corrientes			
Otras Cuentas por Cobrar	3,957	9,344	2,842
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	-	-	8,206
Propiedades de Inversión	203,311	41,688	42,296
Inversiones en subsidiarias y asociadas	174,775	174,842	163,636
Propiedades, Planta y Equipo, neto	1,556,886	1,480,392	1,432,572
Activos intangibles distintos de la plusvalía	17,180	16,968	15,179
Total Activos No Corrientes	1,956,109	1,723,234	1,664,731
TOTAL DE ACTIVOS	3,211,042	3,127,041	3,177,595

Nota: Adaptado de los Estados financieros de Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

Estado de Situación Financiera de Leche Gloria S.A (en miles de S/)		2017 S/ (000)	2016 S/ (000)	2015 S/ (000)
Pasivos y Patrimonio				
Pasivos				
Pasivos Corrientes				
Obligaciones financieras		80,906	195,278	106,857
Cuentas por pagar comerciales		298,164	223,977	449,116
Otras cuentas por pagar		-	-	-
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas		65,965	81,832	65,707
Provisiones		-	-	-
Impuesto a las ganancias y participaciones por p		-	-	-
Instrumentos financieros derivados		-	-	-
Otros pasivos		310,676	291,410	219,041
Total Pasivos Corrientes		755,711	792,497	840,721
Pasivos No Corrientes				
Obligaciones financieras		709,161	640,067	645,345
Pasivos por impuesto a las ganancias diferidos		92,560	95,635	85,122
Cuentas por Pagar Comerciales		-	2,280	5,403
Instrumentos derivados financieros		-	-	-
Otras Cuentas por Pagar		-	-	-
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas		-	-	-
Total Pasivos No Corrientes		801,721	737,982	735,870
Total Pasivos		1,557,432	1,530,479	1,576,591
Patrimonio				
Capital social		382,502	382,502	382,502
Acciones de Inversión		39,070	39,117	39,117
Reserva legal		-	-	-
Resultados Acumulados		1,155,538	1,098,443	1,102,885
Otras Reservas		76,500	76,500	76,500
Resultados no realizados de contratos cobertura Efectiv		-	-	-
<i>Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controla</i>		<i>1,653,610</i>	<i>1,596,562</i>	<i>1,601,004</i>
Participaciones No Controladoras		-	-	-
Total Patrimonio		1,653,610	1,596,562	1,601,004
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		3,211,042	3,127,041	3,177,595

Nota: Adaptado de los *Estados financieros de Leche Gloria SA*, por Leche Gloria SA.

ANEXO 2: ESTADO DE RESULTADOS DE LOS AÑOS 2015-2017

Estado de Resultados de Leche Gloria S.A (en miles de S/)	2017 S/ (000)	2016 S/ (000)	2015 S/ (000)
Ventas Netas de Bienes	3,431,395	3,534,533	3,519,762
Costo de Ventas	-2,467,801	-2,631,358	-2,713,928
Utilidad Bruta	963,594	903,175	805,834
Gastos de Ventas y Distribución	-490,410	-399,547	-321,008
Gastos de Administración	-162,775	-140,299	-138,298
Otros Ingresos Operativos	23,823	29,666	25,640
Otros Gastos Operativos	-	-	0
Utilidad Operativa	334,232	392,995	372,168
Ingresos Financieros	23,923	4,669	2,412
Gastos Financieros	-55,454	-68,401	-59,462
Diferencia en cambio neta	2,156	2,241	-741
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	304,857	331,504	314,377
Impuesto a las Ganancias	-97,502	-115,446	-100,363
Utilidad Neta del Ejercicio	207,355	216,058	214,014

Nota: Adaptado de los Estados financieros de Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

ANEXO 3: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO AL AÑO 2020

	2017	2018	2019	2020
	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)
P&L				
Ventas Netas de Bienes	3,431,395	3,461,698	3,492,269	3,523,110
Costo de Ventas	-2,467,801	-2,578,629	-2,601,402	-2,624,375
Utilidad Bruta	963,594	883,069	890,868	898,735
Gastos de Ventas y Distribución	-490,410	-376,553	-379,878	-383,233
Gastos de Administración	-162,775	-144,167	-145,440	-146,725
Otros Ingresos Operativos	23,823	30,721	30,992	31,266
Otros Gastos Operativos	-	-	-	-
EBIT	334,232	393,070	396,541	400,043
D&A	86,988	86,988	86,988	86,988
EBITDA	421,220	480,058	483,529	487,031
Ingresos Financieros	23,923	8,177	8,249	8,322
Gastos Financieros	-55,454	-54,819	-55,303	-55,791
DIF en cambio	2,156	1,259	1,270	1,281
EBT	304,857	347,687	350,757	353,855
Impuesto a las Ganancias	-97,502	-102,568	-103,473	-104,387
Utilidad Neta del Ejercicio	207,355	245,119	247,284	249,468

Nota: Adaptado de los Estados financieros de Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

ANEXO 4: ESTADOS FINANCIEROS PROYECTADOS AL 2020

Estado de Situación Financiera de Leche Gloria S.A (en miles de S/)	2015 S/ (000)	2016 S/ (000)	2017 S/ (000)	Proyección		
				2018 S/ (000)	2019 S/ (000)	2020 S/ (000)
Activos Corrientes						
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	56,172	49,342	76,613	78,863	81,180	83,564
Otras Cuentas por Cobrar, neto	36,667	26,994	24,337	25,052	25,788	26,545
Cuentas por Cobrar Comerciales, neto	212,838	299,202	273,195	281,219	289,479	297,981
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	378,410	358,266	278,188	286,359	294,769	303,427
Anticipos	20,651	6,278	3,845	3,958	4,074	4,194
Inventarios	808,126	663,725	598,755	616,341	634,444	653,078
Total Activos Corrientes	1,512,864	1,403,807	1,254,933	1,291,792	1,329,734	1,368,790
Activos No Corrientes						
Otras Cuentas por Cobrar	2,842	9,344	3,957	4,073	4,193	4,316
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	8,206	-	-			
Propiedades de Inversión	42,296	41,688	203,311	209,283	215,429	221,757
Inversiones en subsidiarias y asociadas	163,636	174,842	174,775	179,908	185,193	190,632
Propiedades, Planta y Equipo, neto	1,432,572	1,480,392	1,556,886	1,602,614	1,649,685	1,698,138
Activos intangibles distintos de la plusvalía	15,179	16,968	17,180	17,685	18,204	18,739
Total Activos No Corrientes	1,664,731	1,723,234	1,956,109	2,013,562	2,072,703	2,133,581
TOTAL DE ACTIVOS	3,177,595	3,127,041	3,211,042	3,305,354	3,402,437	3,502,371

Nota: Adaptado de los Estados financieros de Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

				Proyección		
Estado de Situación Financiera de Leche Gloria S.A	2015	2016	2017	2018	2019	2020
(en miles de S/)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)	S/ (000)
Pasivos						
Pasivos Corrientes						
Obligaciones financieras	106,857	195,278	80,906	83,282	85,728	88,246
Cuentas por pagar comerciales	449,116	223,977	298,164	306,921	315,936	325,216
Otras cuentas por pagar	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	65,707	81,832	65,965	67,902	69,897	71,950
Otros pasivos	219,041	291,410	310,676	319,801	329,194	338,863
Total Pasivos Corrientes	840,721	792,497	755,711	777,907	800,755	824,275
Pasivos No Corrientes						
Obligaciones financieras	645,345	640,067	709,161	729,990	751,431	773,501
Pasivos por impuesto a las ganancias diferidos	85,122	95,635	92,560	95,279	98,077	100,958
Cuentas por Pagar Comerciales	5,403	2,280	-	-	-	-
Total Pasivos No Corrientes	735,870	737,982	801,721	825,269	849,508	874,459
Total Pasivos	1,576,591	1,530,479	1,557,432	1,603,176	1,650,263	1,698,734
Patrimonio						
Capital social	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502	382,502
Acciones de Inversión	39,117	39,117	39,070	39,070	39,070	39,070
Resultados Acumulados	1,102,885	1,098,443	1,155,538	1,204,107	1,254,102	1,305,566
Otras Reservas	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500	76,500
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	1,601,004	1,596,562	1,653,610	1,702,179	1,752,174	1,803,638
Participaciones No Controladoras	-	-	-	-	-	-
Total Patrimonio	1,601,004	1,596,562	1,653,610	1,702,179	1,752,174	1,803,638
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3,177,595	3,127,041	3,211,042	3,305,354	3,402,437	3,502,371

Nota: Adaptado de los Estados financieros de Leche Gloria SA, por Leche Gloria SA.

ANEXO 5: SUPUESTOS PARA LA PROYECCIÓN AL 2002

Supuestos	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	5 %	0 %	-3 %	2 %	2 %	2 %
Costo de ventas	-77 %	-74 %	-72 %	-74 %	-74 %	-74 %
Gastos Generales como porcentaje de las ventas	13 %	15 %	19 %	15 %	15 %	15 %
Depreciación (%)	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Tasa de impuesto a la renta	30 %	30 %	30 %	33,03 %	33,03 %	33,03 %
Cuentas por cobrar	18 %	20 %	17 %	17 %	17 %	17 %
Existencias como porcentaje de las ventas	23 %	19 %	17 %	18 %	18 %	18 %
Inversiones en activo fijo por estrategia (en miles de S/)	145,332	47,820	76,494	70,552	71,608	72,692
Cuentas por pagar	22 %	15 %	19 %	18 %	18 %	18 %

Nota: Adaptado de los *Estados financieros de Leche Gloria SA*, por Leche Gloria SA.