

Universidad de Lima

Facultad de Ciencias Empresariales y Económicas

Carrera de Contabilidad



LACTO S.A. – CASO PRÁCTICO

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

Johanna Melissa Paredes La Rosa

Código 20130972

Lima – Perú

Agosto de 2019



LACTO S.A. – CASE STUDY

TABLA DE CONTENIDO

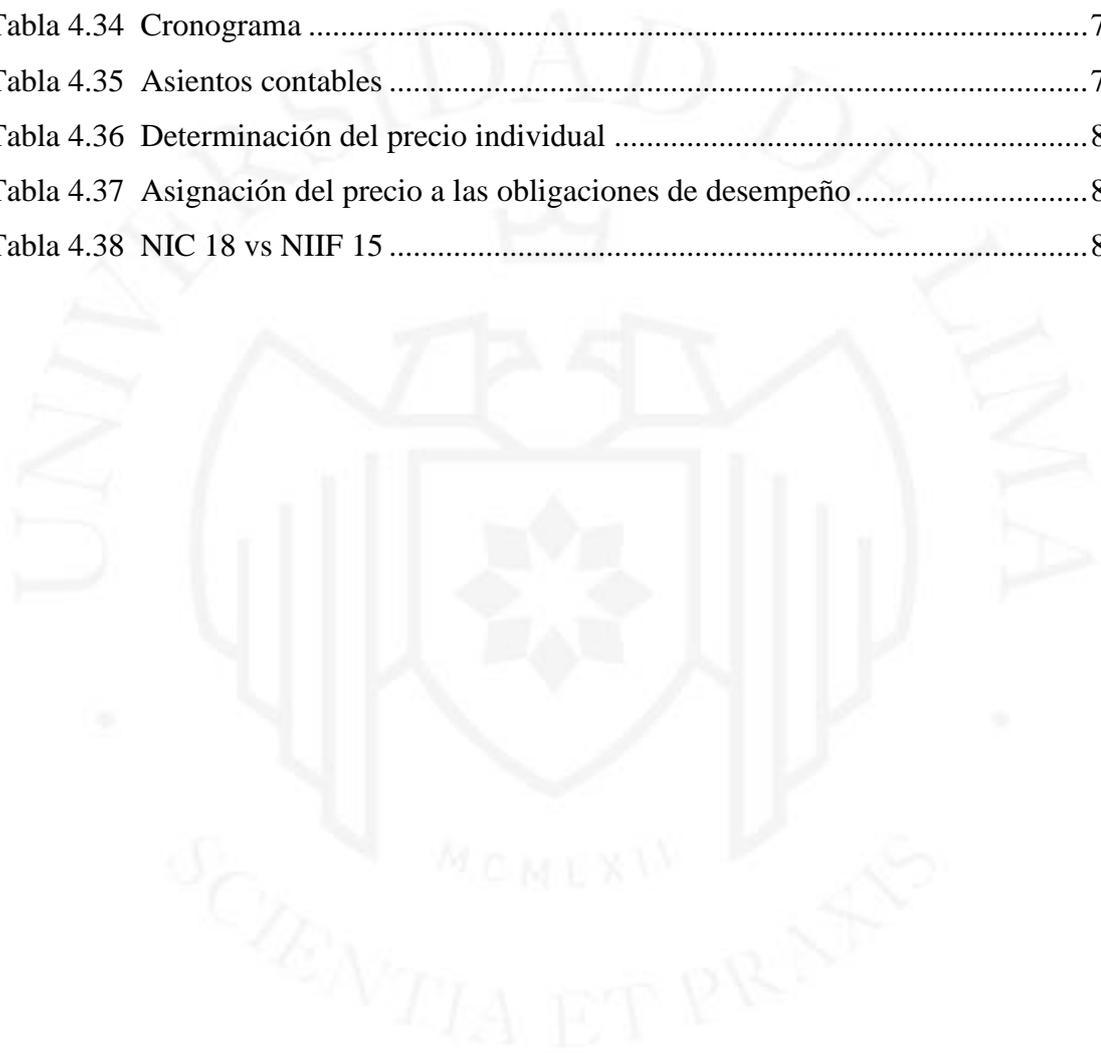
RESUMEN EJECUTIVO	1
EXECUTIVE SUMMARY	3
INTRODUCCIÓN	5
CAPÍTULO I: ANTECEDENTES DE LA ENTIDAD	6
1.1 Identificación y actividad económica de la entidad	6
1.2 Presencia en el mercado	6
CAPÍTULO II: DESCRIPCIÓN DEL CASO Y OBJETIVOS DEL CASO DE SUFICIENCIA PROFESIONAL	7
2.1 Descripción del caso de suficiencia profesional	7
2.1.1 Mercado lácteo mundial	12
2.2 Objetivos	22
2.2.1 Objetivo general	22
2.2.2 Objetivos específicos	23
CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO	24
3.1 Metodología de recolección de la información	24
3.2 Metodología del análisis de la información	24
3.2.1 Flujo de caja descontado	24
3.2.2 Metodología de análisis e implementación de NIIF	31
CAPÍTULO IV: ANÁLISIS, PRESENTACIÓN Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS	32
4.1 Presentación de los estados financieros	32
4.1.1 Activos	32
4.1.2 Pasivos	34
4.1.3 Patrimonio	36
4.1.4 Estado de Resultados	38
4.1.5 Flujo de efectivo	41
4.1.6 Análisis vertical y horizontal	42
4.2 Capex	44
4.3 Financiamiento	44

4.4	Ratios Financieros	45
4.5	Proyección de los estados financieros	46
4.5.1	Escenario optimista	47
4.5.2	Escenario Conservador	52
4.5.3	Escenario pesimista	53
4.6	Valorización mediante el flujo de caja descontado	54
4.6.1	Flujo de caja descontado	54
4.6.2	WACC	55
4.6.3	Valor terminal	56
4.6.4	Valoración de la compañía	57
4.7	Evaluación de los centros de distribución	57
4.8	Adquisición de una empresa del sector ganadero	65
4.9	Evaluación de la NIIF 16 “Arrendamientos”	74
4.10	Evaluación de la NIIF 9 “Instrumentos financieros”	79
4.11	Evaluación de la NIIF 15 “Ingresos de Actividades Ordinarias Procedentes de Contratos con Clientes”	80
4.12	Evaluación de la NIC 41 “Agricultura” y NIIF 13 “Medición del Valor Razonable”	84
	CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	87
5.1	Conclusiones y recomendaciones	87
	REFERENCIAS	91
	BIBLIOGRAFÍA	92

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1 Composición de detalle de ventas de LACTO S.A.	8
Tabla 2.2 Metas de los principales productos ganaderos.....	17
Tabla 4.1 Variación del Patrimonio 2017-2018.....	37
Tabla 4.2 Variación de ventas entre GLORIA y LAIVE 2014-2018	40
Tabla 4.3 Detalle Obligaciones Financieras	44
Tabla 4.4 Variación de Propiedad, planta y equipo	48
Tabla 4.5 Variación de los intangibles.....	49
Tabla 4.6 Variación de las obligaciones financieras.....	49
Tabla 4.7 Variación del gasto financiero	50
Tabla 4.8 Amortización 2019	50
Tabla 4.9 Amortización 2020	51
Tabla 4.10 Amortización 2021	51
Tabla 4.11 Composición final del activo, pasivo y patrimonio	51
Tabla 4.12 Proyección escenario conservador.....	52
Tabla 4.13 Proyección escenario pesimista	53
Tabla 4.14 Flujo de caja libre	54
Tabla 4.15 Ratio cobertura de interés	55
Tabla 4.16 Costo de la deuda.....	56
Tabla 4.17 WACC	56
Tabla 4.18 Valor terminal.....	56
Tabla 4.19 Cálculo precio por acción	57
Tabla 4.20 Opciones	58
Tabla 4.21 Opción 1.....	58
Tabla 4.22 Opción 2.....	59
Tabla 4.23 Opción 3.....	59
Tabla 4.24 Proyección de la opción 1	60
Tabla 4.25 Proyección de la opción 2.....	62
Tabla 4.26 Proyección de la opción 3.....	63
Tabla 4.27 Producción de LACTO S.A. Y GLOSS	68

Tabla 4.28 Composición de GANADERA S.A.....	68
Tabla 4.29 Composición de AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.....	68
Tabla 4.30 Composición de GLORIA S.A.	69
Tabla 4.31 Proyección activo biológico al 2020.....	69
Tabla 4.32 Determinación de la ganancia o pérdida del valor razonable	70
Tabla 4.33 Estado financiero de LACTO S.A. luego de la adquisición de GANADERA S.A.	73
Tabla 4.34 Cronograma	76
Tabla 4.35 Asientos contables	77
Tabla 4.36 Determinación del precio individual	82
Tabla 4.37 Asignación del precio a las obligaciones de desempeño	82
Tabla 4.38 NIC 18 vs NIIF 15	83



ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1 Producción mundial de leche de vaca en los principales productores de leche	13
Figura 2.2 Crecimiento de la Producción de leche mundial 1996-2015.....	14
Figura 2.3 Producción de leche mundial expresado en regiones 2017	15
Figura 2.4 Variación del PBI histórico del Perú 2000-2018.....	18
Figura 2.5 Variación histórica del PBI agropecuario-pecuario del Perú 2000-2018.....	19
Figura 2.6 Gasto de consumo de hogares en productos lácteos.....	19
Figura 2.7 Conformación de la oferta y demanda de leche fresca en el Perú.....	20
Figura 3.1 Fórmula para hallar el flujo de caja libre	25
Figura 3.2 Fórmula de WACC.....	27
Figura 3.3 Fórmula del costo de la deuda.....	28
Figura 3.4 Fórmula del CAPM	28
Figura 3.5 Fórmula del Beta Apalancado	29
Figura 3.6 Fórmula CAPM ajustado por riesgo país	29
Figura 3.7 Fórmula del valor terminal	30
Figura 3.8 Proyección del PBI por sectores.....	30
Figura 3.9 Fórmula del Flujo de Caja Descontado	31
Figura 3.10 Determinación de Equity Value	31
Figura 4.1 Cálculo rotación de cuentas por cobrar comerciales	33
Figura 4.2 Composición de los Activos.....	34
Figura 4.3 Ratio de las cuentas por pagar comerciales.....	34
Figura 4.4 Tasas promedio SBS	36
Figura 4.5 Composición de los Pasivos	36
Figura 4.6 Composición del patrimonio	37
Figura 4.7 Estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2018 y 2017	38
Figura 4.8 Estado de resultados por los años terminados al 31 de diciembre de 2018 y 2017	39
Figura 4.9 Gráfico variación crecimiento de GLORIA S.A. y LAIVE S.A. 2014-2018	41
Figura 4.10 Flujo de efectivo.....	42
Figura 4.11 Análisis horizontal y vertical.....	43

Figura 4.12 Ratios financieros	45
Figura 4.13 Proyección escenario optimista	47
Figura 4.14 Asientos contables	64
Figura 4.15 Estado de situación financiera de GANADERA S.A.....	65
Figura 4.16 Estado de resultados de GANADERA S.A.....	66
Figura 4.17 Producción promedio por vaca.....	67
Figura 4.18 Estado de situación financiera de GANADERA S.A.....	71
Figura 4.19 Estado de Resultados de GANADERA S.A.	72
Figura 4.20 Identificación de un arrendamiento	74
Figura 4.21 Asiento contable	75
Figura 4.22 NIIF 16 vs NIC 17	78
Figura 4.23 Diferencia entre NIC 17 y NIIF 16	78
Figura 4.24 NIC 17 vs NIIF 16.....	79
Figura 4.25 Identificación de un ingreso	81
Figura 4.26 Diagrama para determinar si un contrato es o contiene un arrendamiento	84
Figura 4.27 Valorización de una vaca	85

DEDICATORIA

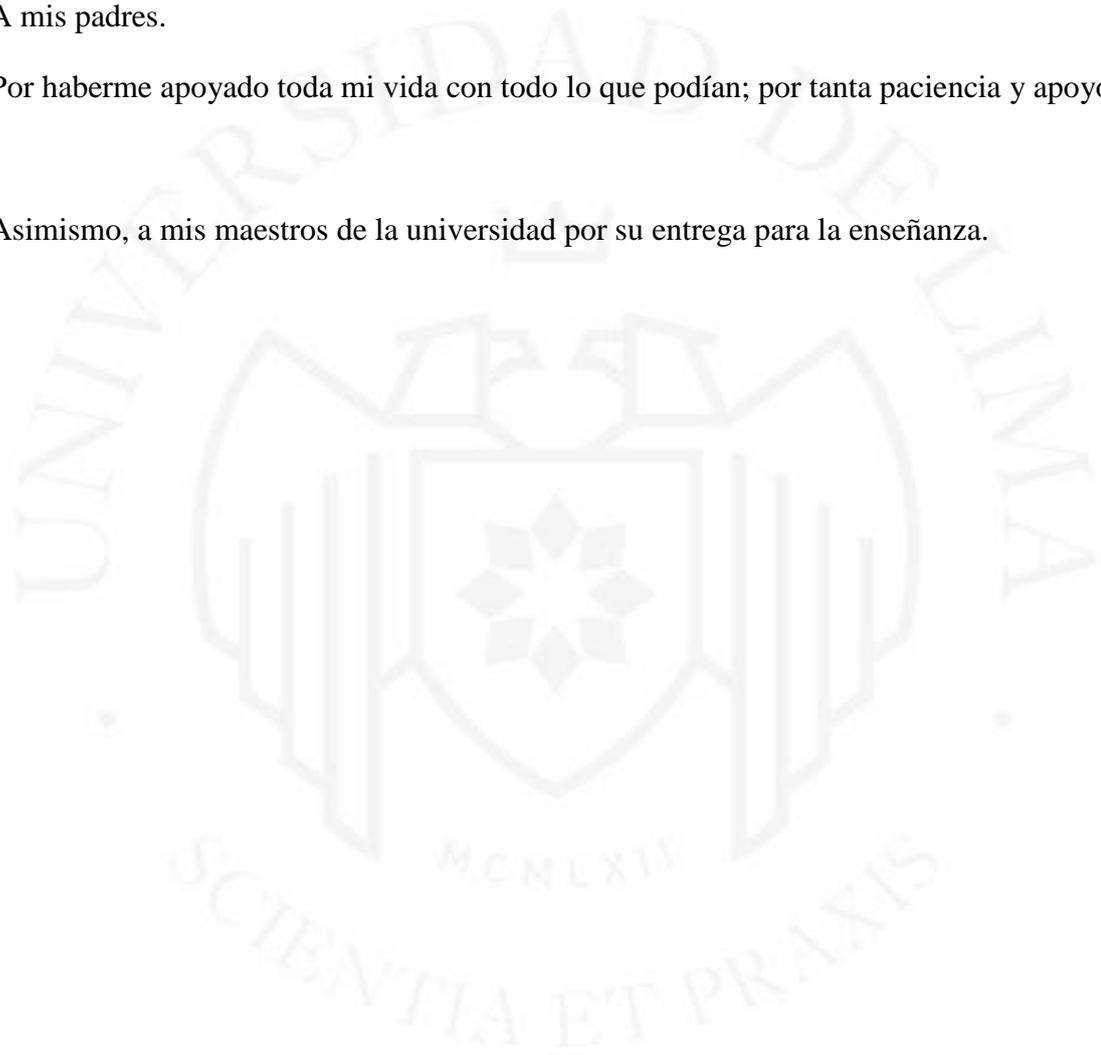
A Dios.

Por haberme permitido llegar a este momento, regalándome salud y fuerzas para lograr mis objetivos.

A mis padres.

Por haberme apoyado toda mi vida con todo lo que podían; por tanta paciencia y apoyo.

Asimismo, a mis maestros de la universidad por su entrega para la enseñanza.



CONTENIDO

El presente trabajo contiene un análisis sobre la situación financiera de LACTO S.A. por los últimos 2 años y un análisis referente a la proyección de la empresa hasta el año 2029 tomando en cuenta diversos escenarios.

Se analizan los Estados Financieros mediante índices financieros a fin de interpretar su situación actual y futura. Además, se realiza una Valorización de la empresa para la toma de decisiones de LACTO S.A.

Asimismo, en el trabajo se presenta proyecciones de los distintos escenarios que podría enfrentar la compañía basados en supuestos que se han obtenido a base de eventos importantes a nivel interno de la compañía y de información relevante y comparativa del mercado. Como toda compañía, LACTO S.A., también se ve afectada por cambios en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en los últimos años por ello en este contenido se ha explicado dichos cambios y su impacto en los estados financieros.

Finalmente, de todo el análisis realizado se ofrecen conclusiones y recomendaciones para la compañía a fin de lograr su mejor desempeño, todo ello en base al diagnóstico previamente realizado.

RESUMEN EJECUTIVO

El trabajo de suficiencia profesional desarrollado tuvo como objetivo principal determinar el valor de la empresa LACTO SA, usando el método de flujo neto de caja descontado. Para la proyección de los flujos netos de caja descontados se consideraron los siguientes parámetros o criterios: i) una proyección de cinco (5) años, ii) una tasa WACC obtenida de 8.32% y iii) una tasa de crecimiento a perpetuidad de 4%.

Se evaluaron tres (3) escenarios para la valorización de la compañía: i) pesimista, ii) conservador y iii) optimista. Los principales factores considerados para evaluar cada uno de los escenarios son el crecimiento histórico de los principales competidores de la compañía y el plan de estrategia desarrollado por la gerencia para los próximos años.

Los resultados alcanzados fueron que el valor por acción en el escenario pesimista asciende a S/ 7.377; en el escenario conservador a S/ 7.673; y en el escenario optimista a S/ 8.17.

Se proponen recomendaciones a la compañía Lacto S.A. ante posibles decisiones de inversión, teniendo como premisa para la elección, el tipo de inversiones que permitan aumentar el precio de cada acción de la compañía. En primer lugar, se recomendó realizar la ampliación del centro de distribución de los productos mediante la tercerización del servicio de distribución, toda vez que con esta ampliación el valor de la acción aumentaría de S/ 7.673 a S/ 7.944 en un escenario conservador. En segundo lugar, se recomendó adquirir la empresa del sector ganadero GANADERA S.A, la cual se usó como referencia para lograr los precios óptimos y la calidad de la leche de vaca que compra a sus proveedores.

También se realizaron los análisis del impacto que tendrían la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera. NIC 41 – Agricultura; NIIF 13 – Determinación del valor razonable; NIIF 15 - Ingresos de actividades ordinarias

provenientes de contratos con clientes y la NIIF 16 – Arrendamientos, en la valorización de la compañía, y el resultado fue que ninguna de ellas tiene un impacto material. Debido a ello no habría un cambio en la toma de decisiones de la compañía y de terceros.

Palabras clave:

Valorización de empresas, indicadores financieros, valor razonable, Normas Internacional de Información Financiera, arrendamiento.



EXECUTIVE SUMMARY

The work set out below has as its main objective the valuation of a dairy industry company called LACTO SA, using the net discounted cash flow method. For the projection of discounted net cash flows, the following parameters or criteria were considered: i) a projection of five (5) years, ii) a WACC rate obtained of 8.32% and iii) a perpetual growth rate of 4%.

Three (3) scenarios for the valuation of the company were evaluated: i) pessimistic, ii) conservative and iii) optimistic. The main factors considered to evaluate each of the scenarios are the historical growth of the main competitors of the company and the strategy plan developed by management for the coming years.

The results achieved were that the value per share in the pessimistic scenario amounts to S / 7,377; in the conservative scenario at S / 7,673; and in the optimistic scenario at S / 8.17.

Recommendations are proposed to the company Lacto S.A. before possible investment decisions, having as a premise for the election, the type of investments that allowed to increase the price of each share of the company. First, it was recommended to expand the distribution center of the products through outsourcing the distribution service, since with this extension the value of the share would increase from S / 7,673 to S / 7,944 in a conservative scenario. Secondly, it was recommended to acquire the company of the livestock sector GANADERA S.A, which was used as a reference to achieve the optimal prices and quality of the cow's milk that it buys from its suppliers.

The impact analyzes that the application of the International Financial Reporting Standards would have were also performed. IAS 41 - Agriculture; IFRS 13 – Fair value measurement; IFRS 15 - Revenue from contracts with customers and IFRS 16 - Leases, in the valuation of the company, and the result was that none of them has a material impact. Because of this there would be no change in the decision making of the company and third parties.

Keywords:

Business valuation, financial indicators, fair value, International Financial Reporting Standards, leasing.



INTRODUCCIÓN

En este estudio de caso se presentara la información financiera de la empresa dada LACTO S.A. a fin de analizar sus estados financieros mediante ratios, información del mercado en el que se encuentra, proyecciones, información macroeconómica, entrevistas a expertos y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), de modo que la gerencia de LACTO S.A pueda realizar una correcta toma de decisiones, ya que se encuentra en la disyuntiva de si es apropiado vender sus acciones a uno de los tres inversionistas interesados en la empresa y de ser el caso a cuánto ascendería el precio de venta por acción.

Para empezar el análisis fue necesario hacer una investigación acerca del sector en el que se encuentra esta industria, sus características, historia, estadísticas y procesos. Además, fue necesario indagar más acerca de sus clientes y proveedores.

Asimismo, se presentan en este análisis los estados financieros cuyas cifras e información fueron proporcionadas por la facultad de ciencias empresariales y económicas de la Universidad de Lima, se tomarán supuestos y datos tomados del caso, así como de fuentes externas.

Por último, se presentarán los resultados de la valorización de la empresa considerando los escenarios seleccionados para el caso.

CAPÍTULO I: ANTECEDENTES DE LA ENTIDAD

1.1 Identificación y actividad económica de la entidad

LACTO S.A. (en adelante “la Compañía”) es una empresa familiar con más de 61 años en el mercado, conformada por 6 principales ganaderos de la sierra Arequipeña, sin embargo, con el tiempo fue la familia Melgar quien asumió el control del 100% de las acciones de la compañía, ellos buscaban optimizar la crianza de sus vacas lecheras, su producción y derivados como el queso, con el paso del tiempo decidieron invertir en equipos para procesar y preservar sus productos.

Hoy en día sus productos lácteos y derivados se encuentran en todo el Perú, por ello decidieron entrar al mercado de los embutidos y productos saludables como leche descremada y leche sin lactosa. Además, tienen en mira crecer mediante desarrollo de productos y exportación.

La empresa fue constituida en la ciudad de Huancayo el 12 de abril de 1905 e inició sus operaciones el 5 de mayo del mismo año. El domicilio legal de la Compañía, donde se encuentran sus oficinas administrativas, es Av. Nicolás de Piérola N° 671, Ate Vitarte, Lima, Perú.

1.2 Presencia en el mercado

La compañía comercializa leche evaporada y derivados, asimismo tiene una participación de 9% de la compra, procesamiento y posterior venta del total de leche procesada y acopiada por la industria mayor que representa un 52% del total de la producción de leche cruda en el Perú. Obtiene la materia prima de proveedores en todo el país a los cuales recoge la leche y lo lleva a sus plantas de procesamiento que se encuentran en Lima y Arequipa.

CAPÍTULO II: DESCRIPCIÓN DEL CASO Y OBJETIVOS DEL CASO DE SUFICIENCIA PROFESIONAL

2.1 Descripción del caso de suficiencia profesional

Es un caso hipotético, con datos del mercado peruano de productos lácteos y suplementarios, creado específicamente para el desarrollo y sustentación durante el período 2019 1, para optar el título profesional de Contador Público por bachilleres de Contabilidad de la Universidad de Lima. A continuación, se presenta la información brindada de la cual se extrajeron datos para elaborar todos los estados financieros.

Al 31 de diciembre de 2018 su capital social pagado asciende a 80 millones de soles, su reserva legal alcanza el límite legal del 20% de su capital social, tiene un excedente de revaluación de 50 millones de soles, provenientes de la revaluación de sus terrenos y edificaciones a su valor razonable y tiene utilidades acumuladas de libre disposición de 34 millones de soles. Lo que hace un patrimonio total de 180 millones de soles, versus un patrimonio de 160 millones de soles al 31 de diciembre de 2017. La diferencia de 20 millones de soles se debe principalmente por incremento en el excedente de revaluación de 10 millones de soles, una utilidad neta (después de impuestos) del ejercicio 2018 de 15 millones de soles (versos 10 millones de soles del año anterior) y una distribución de dividendos en el 2018 por 5 millones de soles.

En el 2018 LACTO S.A. tuvo ventas por S/ 770 millones, versus ventas de 700 millones en el 2017, es decir tuvo un crecimiento del 10%, cuando la inflación del 2018 fue de 2.5%. La venta de sus productos lácteos y derivados representa el 75% de sus ventas, los embutidos un 10% y los jugos y refrescos representan un 15%. La empresa mejoró su margen bruto de un 21% a un 25% del 2017 al 2018, principalmente por que los nuevos equipos permiten mejorar la calidad y los tiempos de procesos y de almacenamiento de la leche fresca, que redujeron las mermas y los procesos en un 3%, la sobreoferta de los productores de leche que hizo que el precio de la leche a nivel ganaderos baje y tuvo un efecto en el costo de 0.5%, la reducción del costo del petróleo y, por consiguiente, la reducción del costo del flete con un efecto en el costo del 0.5%.

Del costo de producción un 82% corresponde a materia prima, un 10% a costo de mano de obra y un 8% a los costos indirectos de fabricación.

Tabla 2.1

Composición de detalle de ventas de LACTO S.A.

ventas 2018	770,000,000
ventas 2017	700,000,000

Productos	% de ventas	2018	2017
Productos lácteos y derivados	75%	577,500,000	525,000,000
Embutidos	10%	77,000,000	70,000,000
Jugos y refrescos	15%	115,500,000	105,000,000
Total	100%	770,000,000	700,000,000

Elaboración propia

Los gastos administrativos y de ventas ascienden al 15% y al 5% de las ventas netas respectivamente en el 2018, versus 14% y 4% respectivamente en el 2017, principalmente por incremento de personal en áreas de soporte administrativo y por mayor inversión en marketing y publicidad. La depreciación y amortización del período cargada a gastos de administración y gastos de ventas representa en conjunto 1% de las ventas netas y luego de los otros gastos e ingresos obtiene una utilidad operativa de 28 millones de soles en 2018 (versus 17 millones en 2017). A la utilidad operativa la empresa deduce los gastos financieros para calcular la Utilidad antes de Impuestos. El impuesto a la renta pagado representa un 33% de la Utilidad antes de Impuestos, y es mayor a la tasa de ley del 29.5% por determinados reparos tributarios. La empresa espera mejorar sus ratios de rentabilidad neta, principalmente por mejores márgenes para sus productos con mayor valor agregado como refrescos y yogurts. Su meta al 2025 es superar el 5% de margen neto.

El costo de ventas tuvo un ligero incremento del 1% y el gasto de publicidad se incrementó en 3%. La empresa ha implementado una política el reparto de utilidades por un monto mínimo equivalente al 20% de las utilidades netas de cada ejercicio a partir del 2019.

El total de activos de la empresa al 31.12.18 ascendió a S/ 465 millones, versus S/ 493 millones en el 2017, los activos corrientes disminuyeron principalmente por

menores inventarios en un 11% y la mejora de su gestión, como la reducción de sus ratios de rotación de inventarios de 94 días en el 2017 a 83 días en el 2018. Sin embargo, el promedio de sus cuentas por pagar comerciales se ha incrementado en 6%, de 52 días en 2017 a 56 días en 2018. La rotación de cuentas por cobrar comerciales se redujo de 61 días a 54 días y en valores se redujeron en 1%. La liquidez corriente también mejoró de un 1.1 en 2017 a 1.16 en 2018. Su liquidez es razonable para el sector lácteo.

El activo corriente es 53.8% de los activos en 2018 y 52.7% en 2017, las existencias representan el 26.7% del total de activos en 2018 y 28.2% en 2017. De los activos no corrientes, propiedad, planta y equipo, neto de depreciación representa el 95% de los activos no corrientes y la diferencia principalmente en intangibles. Los pasivos corrientes representan el 75% del total de pasivos en 2018 y 71% en 2017. Las cuentas por pagar comerciales representan el 41% del total de pasivos corrientes en el 2018 y 35% en 2017 y los pasivos financieros de largo plazo representan el 25% de los pasivos en 2018 y 29% en 2017. La empresa muestra una solidez mayor a su competencia.

La empresa se encuentra analizando la aplicación de la NIIF 15 a partir del 2019 en sus estados financieros así como su impacto, tiene dudas en cuanto a los contratos de comodato con sus clientes por los cuales tiene vigencia de 6 años con la condición de que los clientes compren más de 2 mil soles mensuales en productos y de ser así sin incumplir un solo mes, al final de los 6 años el bc cooler, que se entregó al inicio del contrato para poder mantener los productos lacto debidamente refrigerado, se entregan al cliente sin costo alguno. Como dato extra tenemos que cada bc cooler cuesta alrededor de 800 soles y se entregan a diversos clientes 2 mil bc coolers.

LACTO S.A. viene implementando la aplicación de la NIIF 16 por sus activos financiados con contratos de arrendamientos. Al 31 de diciembre de 2018 tiene registrados equipos por 40 millones de soles financiados mediante arrendamiento financiero, de los cuales tiene deuda pendiente por 30 millones de soles a tasas de interés de 5% anual y 6% (40% y 60% cada uno respectivamente), pagadero en 3 años.

Además, existen los siguientes covenants con bancos: Deuda Financiero/ Patrimonio menor a 2.5 y Deuda Financiera/ Ebitda menor a 3.5. En el 2017 tuvo problemas para cumplir pues su deuda financiera de corto plazo era de 55 millones de soles, mientras su deuda financiera de largo plazo fue de 96 millones de soles y su Ebitda llegaba a 7 millones de soles. Su ratio Deuda Financiera/ Ebitda está en el orden de 3.6

en el 2018. 7 En el primer trimestre 2019 el Ebitda es de 12 millones de soles, por un incremento de las ventas del 10%.

El 15 de febrero del 2019, Indecopi interpone una multa de 5 millones de soles a las empresas GLOSS S.A., LACTO S.A. y NATA S.A. por comercializar productos lácteos como si fueran leche señalando que se trata de una nueva sanción distinta a la impuesta en el 2017.¹¹ La reciente multa corresponde a los productos de leche en su presentación bolsitarro, tetrapak y leche Light. LACTO S.A. recibió una multa de 2 millones de soles por tres de sus productos en estas presentaciones.

En el 2017 GLOSS S.A. fue multada con 10 millones de soles por los productos, NATA fue multada con 5 millones de soles por infringir el derecho de información del consumidor al no consignar en la etiqueta el verdadero nombre del producto comercializando un producto distinto al esperado por el consumidor.

La compañía cuenta con 1000 colaboradores en planilla, de los cuales 55% realizan labores administrativas y 45% labores comerciales. Adicionalmente cuenta con 400 colaboradores en planilla que trabajan en las plantas y almacenes. El gerente de Logística considera el crecimiento de la empresa de los próximos 2 años, a partir del 3er año dependerá del nivel de crecimiento, debido a nuevos productos, tendría necesidad de contratar personal adicional a un nivel de 1% anual de trabajadores de planta, cuyo sueldo bruto promedio es de S/ 1400.

La compañía estima alcanzar ventas para el 2025 de 1,300 millones de soles a través de una estrategia de diversificación. Consideran que la marca tiene buena acogida en el público joven y a partir de allí estima un crecimiento promedio de 6% anual. Actualmente el nivel de atención de pedidos es de 90%, pero se espera llegar a 96%. Se estima se requerirá una ampliación de su capacidad de almacenamiento para productos secos y productos fríos, lo que podría costar unos 6 millones de dólares, inversión que inicia el 2019 a razón de USD 1.5 millones por año. Esta inversión permitirá atender el crecimiento de la empresa hasta el año 2030. Además, la intención de ampliar los centros de distribución en el norte este año 2019. Las opciones presentadas son: implementar un nuevo centro de distribución, tercerizar el servicio de almacenaje o alquilar un almacén y sus instalaciones. Se evaluarán más adelante estas tres opciones.

La compañía está analizando la compra de una empresa del sector ganadero para poder tener mayor control sobre la producción y de esta manera generar rendimientos extra que logren pagar la inversión en ocho años, se estima que el costo de esta compra debe representar unos USD 4 millones, que serían financiados con crédito directo a pagar en 3 años. Esta compra es posible que se cierre en los siguientes dos meses, por lo que se debe analizar la rentabilidad de esta compra si es rentable o no y el impacto de la NIC 41 en los estados financieros de la compañía.

Considera como una inseguridad política que el año 2021 el país deje de tener un gobierno pro mercado debido a todos los temas controversiales que se están suscitando en el Perú y que podría afectar el crecimiento de la economía estimado en 3.5% anual promedio. En Perú no se estiman rebrotes inflacionarios y se estima que se mantendrán en el orden del 2% anual, mientras el tipo de cambio podría subir a S/ 3.50 al 2021 y mantenerse hasta el 2025. Tanto Estados Unidos como China estiman seguir creciendo en los próximos 10 años a un ritmo de 6% y 2% anual. Para América Latina se estima un crecimiento de 1.5% anual en los próximos años.

El riesgo país está en el orden de 2.3% y el Impuesto a la Renta se estima que seguirá en el orden del 29.5% anual.

En cuanto a su distribución lacto atiende directamente a los Autoservicios, Supermercados y Tiendas de conveniencia como Tambo, Mass, Metro, Plaza Vea, Wong y Tottus. La venta a bodegas y panaderías las realiza a través de distribuidores que tienen centros de distribución y servicio de transporte con capacidad de mantener la cadena de frío que requieren los productos. La venta a distribuidores representa 2/3 partes de las ventas.

En los últimos años y debido al incremento de los costos, los precios de los productos lácteos han tenido un incremento en los últimos 7 años, en 20% en leche fresca al por mayor, 30% en leche evaporada al consumidor y 50% en leche fresca en bolsa al consumidor.

Se iniciaron conversaciones con una empresa local, con una empresa chilena y con un fondo de inversión que tienen interés en comprar las acciones de la empresa. Si bien no tenían entre sus planes inmediatos esta operación, consideran que si la oferta es del orden del valor máximo y razonable estimado por la gerencia estarán dispuestos a

vender sus acciones. La empresa es sólida y está en crecimiento, sin embargo, estiman que al ser una empresa familiar y no tener a la segunda generación interesada en la gestión, a pesar de los esfuerzos realizados por sus fundadores, podría ser momento de cederlo a un tercero y dedicarse a otros negocios más relacionados a los intereses de sus descendientes, siempre que la valorización esté debidamente sustentada.

Se tiene avanzadas las negociaciones para comprar una empresa del sector ganadero que provea de leche de manera directa, que podrían generarle insumos de manera directa, tener el control de una parte importante de la producción y generar rendimientos que permitan pagar la inversión en 8 años.

2.1.1 Mercado lácteo mundial

A nivel mundial la producción de leche de vaca es de 700 mil millones de litros en 2018, con un crecimiento promedio de 2% en los últimos años. Los principales países productores de leche son Estados Unidos, India, China, Brasil, Alemania, Rusia, Francia y Nueva Zelanda. Estos países producen para consumo interno, pero también para exportación, a través de diversas estrategias, sea a través de miles de pequeños ganaderos como India, a mega granjas en China, el mejoramiento de la calidad genética de las vacas en Brasil y Rusia o la mejora de procesos en Nueva Zelanda.

No se espera un crecimiento de producción en la Unión Europea en 2019, lo que reducirá sus excedentes de exportación. El precio internacional de litro de leche es de 0,3 dólares en promedio. China ha incrementado sus importaciones de leche en 8% en el 2018.

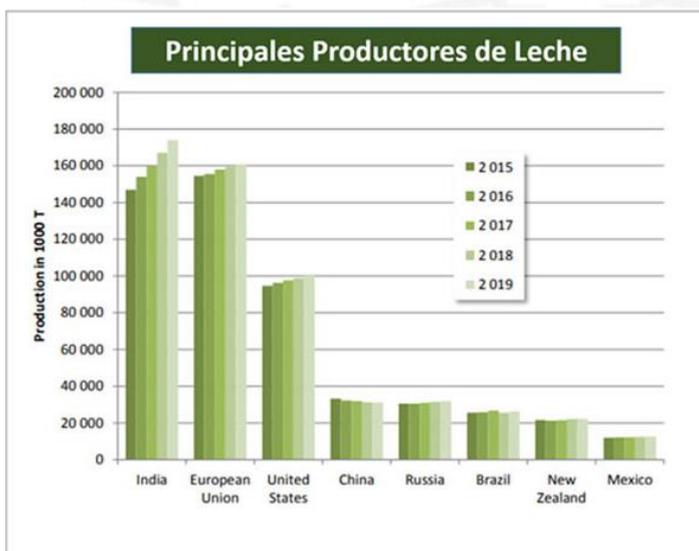
Según la proyección del European Milk Market Observator (MMO) tenemos la siguiente nota:

Los datos publicados por el European Milk Market Observatory (MMO) indican que la producción mundial de leche de los principales países productores del mundo alcanzaría 616.457 millones de kilos de leche (1 litro = 1,3 kilos de leche). De cumplirse esta proyección, la producción crecería 1.8% respecto a 2018. Frente a estas perspectivas de producción, el Observatorio de la Cadena Láctea Argentina (OCLA) destaca que la demanda China y la liquidación de los stocks de la UE sobre leche en polvo descremada, brindarían un escenario de

perspectivas favorables para la relación oferta/demanda. “En el gráfico se puede ver la evolución de los últimos años de la producción y la proyección del European Milk Market Observatory (MMO) para 2019 y se nota claramente el descenso paulatino de la tasa de crecimiento anual desde 2016 sobre varios de los principales países exportadores. Además, se puede observar que algunos países como India crecen en forma importante, los principales exportadores (UE, USA y NZ) lo hacen sostenidamente, pero a tasas mucho más bajas y países como China (el principal importador mundial) presenta tasas paulatinas de caída anual”, indicó el OCLA. (Fedeleche, 2019, párrs. 1-3)

Figura 2.1

Producción mundial de leche de vaca en los principales productores de leche

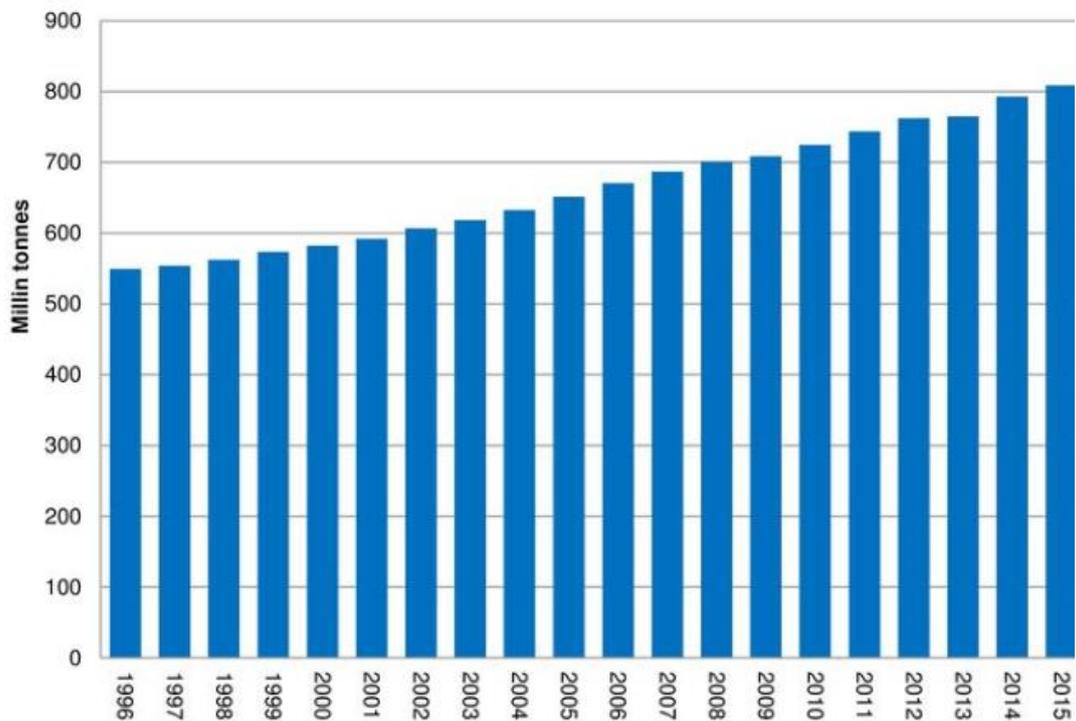


Fuente: Federación Nacional de Productores de Leche, FEDELECHE (2019)

En el cuadro expuesto anteriormente podemos notar que India se consolida como el mayor productor de leche en el mundo, seguido de la Unión Europea y Estados Unidos respectivamente. India lidera con una producción al 2018 de aproximadamente 168 millones de toneladas de leche, y con una estimación de crecimiento al 2019 de 175 millones de toneladas de leche, lo cual deja una enorme brecha si lo comparamos con el Perú quien en el 2018 produjo aproximadamente 2 millones de toneladas de leche.

Figura 2.2

Crecimiento de la Producción de leche mundial 1996-2015



Fuente: Federación Panamericana de Leche, FEPALE (2014)

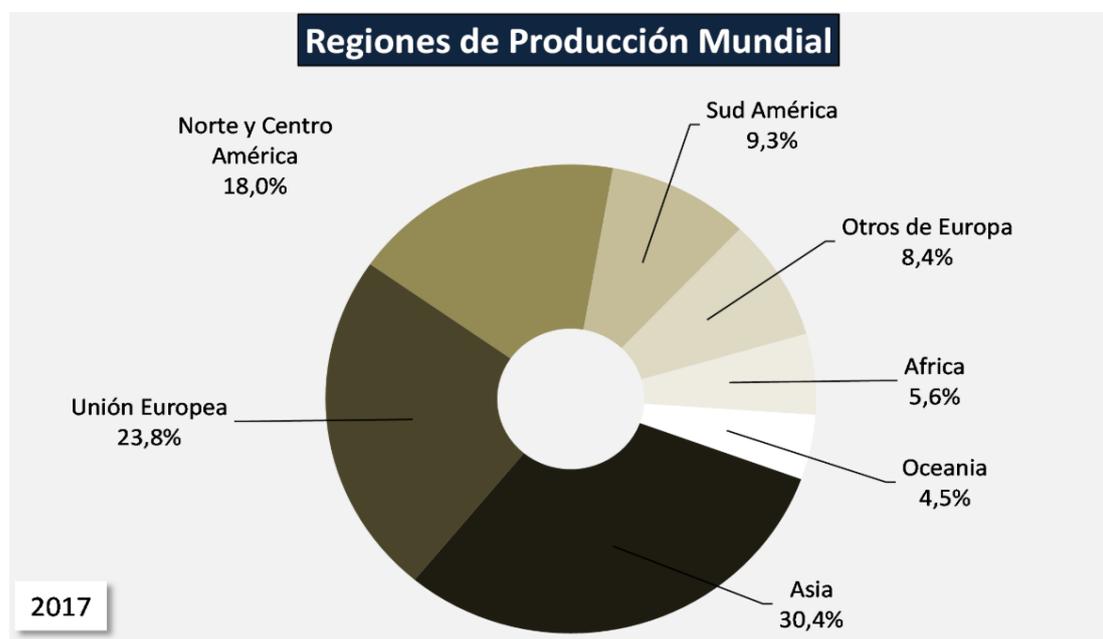
Se puede observar un claro aumento de la producción de leche a lo largo de los años y es que, al ser un alimento básico para cualquier familia, la producción aumenta con la demanda que viene a ser la población en general.

En América latina los principales países productores de leche son Brasil, Argentina, Chile, Uruguay y México. Destaca el crecimiento de 7% la producción de leche del último año en Chile y Uruguay, mientras que Argentina muestra un leve decrecimiento de su producción.

En el siguiente cuadro se puede apreciar que, de la producción total de leche en el mundo, américa latina produce apenas el 9% de esta.

Figura 2.3

Producción de leche mundial expresado en regiones 2017



Fuente: OCLA (2018)

Consumo y producción de leche en el Perú

En Perú el consumo anual per cápita de leche del 2017 fue de 87 litros, el consumo hace 15 años era de sólo 40 litros por habitante al año, mientras que la FAO recomienda un consumo mínimo de 120 litros por persona al año, eso demuestra que el mercado aún puede crecer pues hay un déficit de 33 litros. El Secretario General de la Federación Panamericana de Lechería (FEPALE) afirma que el consumo promedio de leche de vaca de América Latina es de 130 litros por habitante, mientras que lo recomendable es un consumo per cápita anual de 150 a 180 litros Uruguay lidera con un consumo anual de 240 litros por habitante. Le siguen Costa Rica y Argentina (aproximadamente 200 litros) y luego Brasil (170 litros). Estos países han alcanzado el promedio mínimo recomendado.

Sobre el consumo peruano indicó: “Este consumo debería duplicarse para llegar a los mínimos recomendados. Si bien es una dificultad, hay que verlo como una oportunidad para la cadena porque hay un espacio realmente muy grande para crecer aún dentro del mercado doméstico.” Es importante señalar que el único país latinoamericano

donde se continúa consumiendo la leche evaporada en lata es el Perú, debido a que la presentación se encuentra muy arraigada a su cultura.

El Perú cuenta actualmente con 32 millones de habitantes, de los cuales 2,8 millones de personas se encuentran en un estado de sub nutrición, lo que representa el 8,8% de la población. Quince años atrás, el porcentaje de personas sub nutridas era de 22,6%. El crecimiento del sector lácteo ha sido favorable, reflejando un mayor consumo de productos lácteos, en parte debido a la mejora del poder adquisitivo en los últimos años. Sin embargo, aún existe una amplia brecha del consumo per cápita de leche. LACTO S.A. SA planea seguir creciendo en la producción de leche y sus productos derivados, en un mercado donde aún está lejos del líder.

Somos actualmente 32 millones de habitantes, de los cuales 2,8 millones de personas se encuentran en un estado de sub nutrición, lo que representa el 8,8% de la población. Quince años atrás, el porcentaje de personas sub nutridas era de 22,6%. El crecimiento del sector lácteo ha sido favorable, reflejando un mayor consumo de productos lácteos, en parte debido a la mejora del poder adquisitivo en los últimos años. Sin embargo, aún existe una amplia brecha del consumo per cápita de leche. LACTO S.A. SA planea seguir creciendo en la producción de leche y sus productos derivados, en un mercado donde aún está lejos del líder.

La población de vacas en ordeño en el Perú es de 893 mil cabezas (MINAGRI, 2017), mayor en 1,9% con respecto al año anterior. Las regiones que destacan son Cajamarca, Puno y Cusco. Las regiones con mayor tasa de crecimiento fueron Cusco, San Martín y Tumbes (MINAGRI, 2017). Las cuencas lecheras más productoras se encuentran en Cajamarca, Arequipa y Lima y las regiones que muestran mayor crecimiento son Ica, Junín y Cusco en los últimos 10 años.

Las importaciones de leche en polvo han crecido a una tasa promedio anual de 10% entre el 2016 y el 2017 debido a un aumento de la demanda. Las exportaciones de leche evaporada mostraron un incremento de 4,7% durante el 2017 con respecto al 2016 (MINAGRI, 2017).

El Plan Nacional de Desarrollo Ganadero - PNDG - busca mejorar la competitividad productiva y comercial sostenible de los productos y derivados de la actividad ganadera. La implementación del PNDG en el Perú 2017 – 2027 se basa en el

supuesto de un escenario optimista en donde las políticas agrarias consideran al subsector como estratégico para el crecimiento del Valor Bruto de la Producción Agropecuaria promoviendo continuamente la actividad, en un marco de sostenida estabilidad económica, política y social donde se promueve la inversión pública y privada.

El Plan Nacional de Desarrollo Ganadero - PNDG - busca mejorar la competitividad productiva y comercial sostenible de los productos y derivados de la actividad ganadera. La implementación del PNDG en el Perú 2017 – 2027 se basa en el supuesto de un escenario optimista en donde las políticas agrarias consideran al subsector como estratégico para el crecimiento del Valor Bruto de la Producción Agropecuaria promoviendo continuamente la actividad, en un marco de sostenida estabilidad económica, política y social donde se promueve la inversión pública y privada

Tabla 2.2
Metas de los principales productos ganaderos

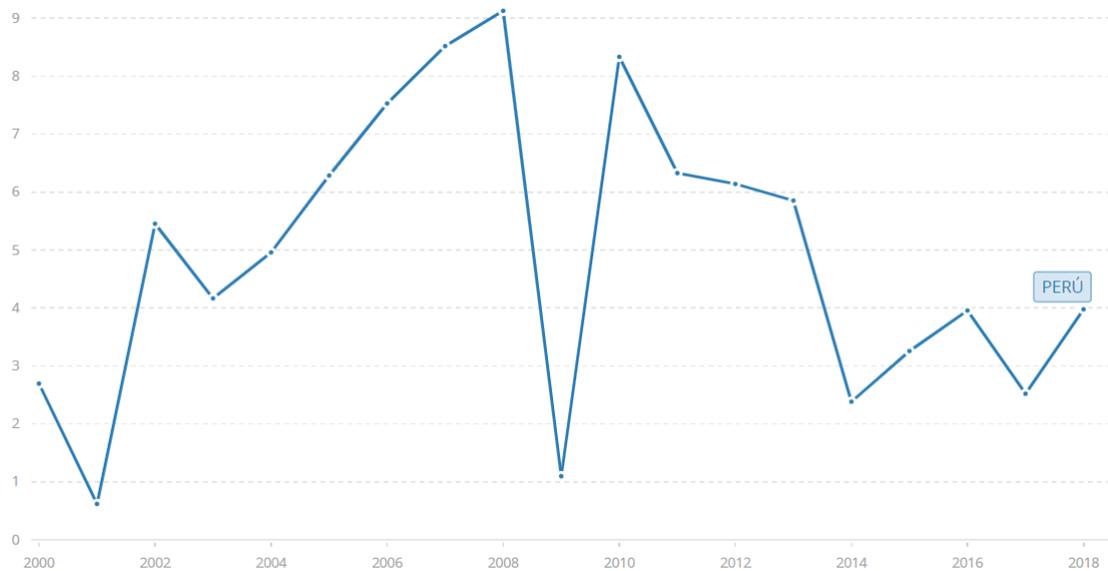
Productos	Unidad de Medida	Valor base (2016)	2021	2027
Carne de vacunos	Kg/cabeza	140.8	146.8	155.0
Carne de ovinos	Kg/cabeza	6.0	6.8	8.1
Leche de caprinos	Kg/cabeza/año	79.4	90.6	104.0
Leche de vacunos	Kg/cabeza/año	2,190	2,628	3,577
Lana de ovinos	Kg/cabeza	1.7	1.8	2.1
Fibra de alpacas	Kg/cabeza	1.9	2.1	2.3
Carne de ave	Millones t/año	1.5	1.94	2.68

Fuente: MINAGRI (2017)

En cuanto a información relevante del mercado nacional está el PBI de Perú, el cual segundo el Banco Mundial ha tenido la siguiente variación desde el año 2000 al año 2018.

Figura 2.4

Variación del PBI histórico del Perú 2000-2018



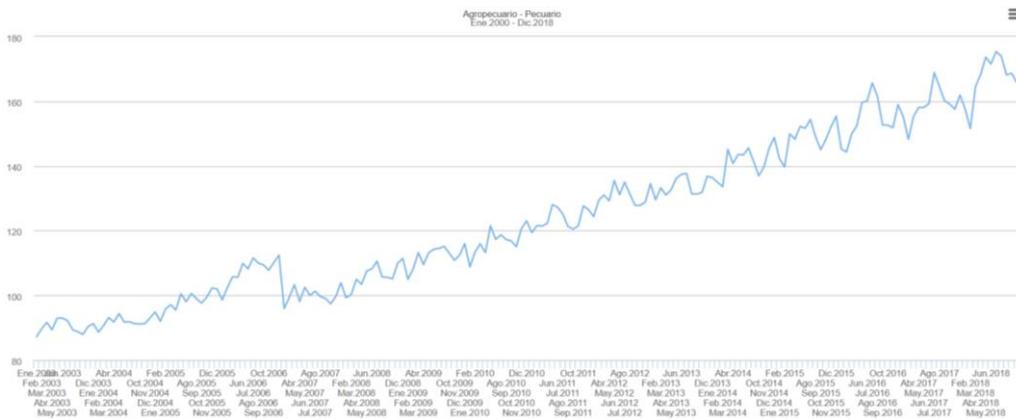
Fuente: Banco Mundial (2019)

Vemos que el 2018 terminó con incremento en el PBI de 3.97% según el Banco Mundial lo cual se ha mantenido estable desde el 2014, se aprecia un escenario en el cual desde el año 2000 el PBI ha experimentado solo crecimiento, lo cual da la seguridad de que en los siguientes años continúe la tendencia, a menos que influyan otro tipo de factores como políticos, económicos, sociales, etc. Asimismo, podemos resaltar que Fabio et al. (2017) considera que la leche, producto principal de varias compañías que producen lácteos y derivados, tiene una correspondencia con el crecimiento del PBI pues al formar parte de la canasta básica, si uno aumenta es muy probable que el otro también (p.12)

Asimismo, se creyó razonable analizar el PBI agropecuario-pecuario del Perú, el cual se aprecia en la siguiente figura:

Figura 2.5

Variación histórica del PBI agropecuario-pecuario del Perú 2000-2018

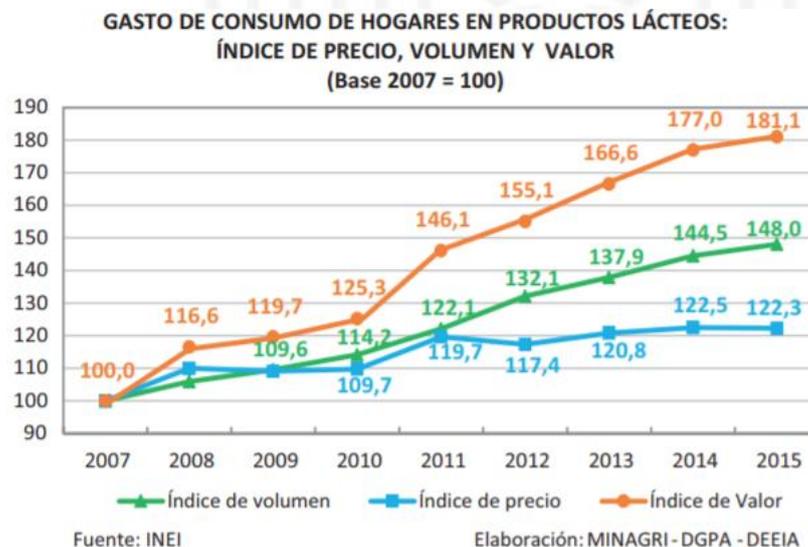


Fuente: BCRP (2019)

Como se mencionó anteriormente el PBI nacional tiene una relación con la producción de lácteos pues al ser parte de la canasta básica y al haber una brecha entre el total de consumo de leche en el Perú y lo producido, cada año aumenta la producción y consumo de leche en el Perú.

Figura 2.6

Gasto de consumo de hogares en productos lácteos



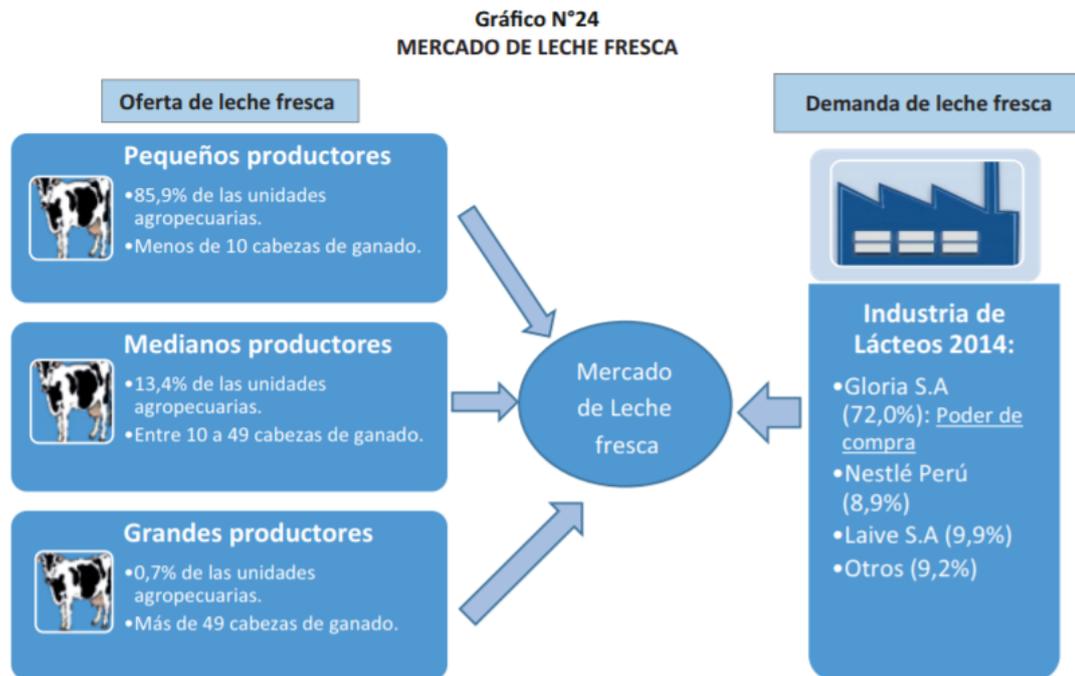
Fuente: MINAGRI (2017)

Se ve en la figura 2.6 que el consumo en hogares aumenta todos los años, así como la producción de leche y se espera que siga ese curso al menos hasta saciar la brecha de producción-consumo de leche en el Perú.

Por otro lado, en el mercado existen diferentes competidores entre los principales se encuentran Gloria, Laive y Nestlé que son los que ocupan aproximadamente el 91% del total de la oferta de productos lácteos y derivados en el Perú, tal como se aprecia en la figura 2.7.

Figura 2.7

Conformación de la oferta y demanda de leche fresca en el Perú



Fuente: MINAGRI (2017)

Se puede ver un claro dominio de Gloria en el mercado peruano el cual compra el 72% de toda la leche fresca producida en el Perú lo cual evidencia un claro poder de compra, asimismo se ve que los mayores productores de leche fresca en el Perú son los pequeños productores quienes ofrecen el 85.9% de la leche fresca ofertada en el país.

Con propósito de este caso de estudio se vio necesario obtener mayor información de la industria láctea, en cuanto a todos los procesos de una ganadera, por ello se logró una entrevista con el Licenciado en zootecnia de la Universidad Nacional Agraria La Molina (UNALM) Esteban Mixan Vargas, Administrador de la unidad experimental de zootecnia en la UNALM.

De la entrevista se logró conocer más acerca de todo el proceso y costos desde que una vaca es apenas una ternera. La ternera recién se convierte en una vaca productora

de leche después de su primera preñada, lo cual ocurre aproximadamente al año y 8 meses o 2 años, la gestación demora 9 meses por lo que recién cuando la vaca da a luz es que esta empieza a producir leche y se convierte en una vaca productora, en su primera preñada logrará dar en promedio 70% de su producción máxima y estará dando generando leche por 10 meses, luego vendrá un periodo de seca que dura entre 60-70 días, este período es necesario para que la vaca pueda descansar y regenerarse para su próxima campaña, asimismo es necesario recalcar que este es un periodo exigido por las autoridades para que la vaca descanse, no podrá ser un período inferior, pasado este tiempo la vaca vuelve a ser preñada y comienza nuevamente el ciclo anteriormente mencionado. En su segunda preñez la vaca alcanzará un rendimiento del 85%, a la tercera preñada alcanzará el 100%, en su cuarta preñada descenderá nuevamente a 90% de su producción máximo, luego de esto algunas no llegan a tener quinta preñada, sin embargo esto varía dependiendo de cada vaca, cabe resaltar que todos los datos mencionados anteriormente varían de vaca en vaca, algunas producen más y otras menos, no obstante, el promedio es el mencionado anteriormente, según lo recabado por el Ingeniero de la UNALM Esteban Mixan Vargas.

La producción y tiempo de ordeño de la vaca depende de su raza, usualmente en todo el Perú los hatos grandes con más de 229 vacas trabajan únicamente con vacas de raza mejorada, son aquellas con buena genética y de mayor producción que el 2018 alcanzaron un promedio de 30.4 litros de leche por vaca al día (incluidas las vacas secas) según un estudio realizado en la cuenta de Lima por el Servicio Oficial de Producción Lechera.

Para lograr vacas de raza mejorada con alta producción existen dos maneras, la primera es la menos costosa y más utilizada, consiste en cruzar una vaca criolla con un toro de buena genética, el ternero resultante tendrá una genética mejorada, luego ese ternero al crecer se vuelve a cruzar con un toro mejorado, la cría de estos ya se acercaría bastante a una producción de 30.4 litros diarios, y así sucesivamente con cada cría. La segunda manera consiste en pagar por embriones de raza mejorado los cuales se insertan en una vaca de raza criolla, la cría de esta sería una vaca de raza mejorada sin embargo este proceso es costoso, aproximadamente 6 mil soles por cada embrión por ello los hatos prefieren la primera opción que, si bien demora más, viene a ser la opción más rentable.

Las vacas criollas suelen verse en hatos pequeños, son vacas de baja producción que producen entre 4 a 18 litros de leche diario. A pesar de producir poco son vacas que

tienen un tiempo de vida mayor porque al tener menor desgaste logran vivir más (hasta 16 años) a diferencia de las vacas usadas para la producción lechera que por su ardua labor de producción logran vivir aproximadamente hasta los 7 u 8 años.

En cuanto a los costos de comida y mantenimiento de las vacas, usualmente en Lima se gasta en alimento 4 mil soles por los primeros 2 años de vida del animal que es la etapa en que son terneras y no producen leche aún. Estos costos disminuyen dependiendo de la zona en donde se encuentre el animal, por ejemplo, en el norte los costos de alimentación son menores pues ahí se encuentran diversas empresas de producción de menestras y espárragos, los desperdicios que éstas producen suelen usarse como alimento por ello es que muchas de estas empresas decidieron empezar con la crianza de vacas lecheras pues los costos son muchísimo menor y por ello es más rentable. El costo de venta promedio de la leche fresca en Perú es de 0.8 soles el litro, sin embargo, para estas empresas que cosechan y comercializan menestras su costo está en 0.5 soles el litro aproximadamente, siendo para estas altamente beneficioso.

Otra diferencia entre las vacas criollas y las de raza mejorada es que, si bien producen menos, su leche contiene más sólidos lo cual significa que poseen más nutrientes y vitaminas que vendría a ser una leche de mayor calidad. Esta es una razón por la que las empresas de procesamiento de leche siempre optan por comprarles a ganaderos pequeños que venden su producción a valor de mercado, pues las empresas grandes no lograrían tener grandes producciones con vacas criollas que producen poca leche.

Cuando la vaca productora de leche en un hato grande ha llegado a su tope de campañas (ciclo en el que produce leche hasta su siguiente preñada) se destina a carne, el mismo destino suelen tener las vacas que no logran el desempeño esperado para la compañía. Estas dependiendo de la edad y del desgaste se suelen vender entre 800 a 1,600 soles.

2.2 Objetivos

2.2.1 Objetivo general

Plantear como propuesta el precio más razonable para la compañía mediante su valorización y proyección de todos los estados financieros con la finalidad de dar

recomendaciones a la gerencia acerca de si es conveniente vender o no la empresa a terceros interesados en adquirirla.

2.2.2 Objetivos específicos

- Trazar un plan financiero para establecer el mejor precio razonable y poner las acciones en venta, que pueda ser negociado con terceros bajo el método de Flujo de Caja Descontado.
- Evaluar las implicancias que tienen la aplicación de la NIIF 16 – Arrendamientos y, asimismo, analizar si el impacto de la NIIF 16, así como el análisis de las NIIF 9 - Instrumentos Financieros, NIIF 13 – Determinación del Valor Razonable, NIC 41 - Agricultura y NIIF 15 - Ingresos por actividades ordinarias procedentes de contratos con clientes desde el año 2018, si es que tendrán un efecto positivo o negativo significativo en la proyección de los estados financieros y en la valorización de la empresa.

CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO

3.1 Metodología de recolección de la información

Para el presente estudio se tomó la información brindada del caso LACTO S.A., también se han tomado supuestos para poder realizar los cálculos correspondientes. Este caso cuenta además con información externa proveniente de medios y fuentes de alta reputación con estudios y conclusiones confiables para asegurar la legitimidad de la información.

Las técnicas de recolección de datos usadas fueron la entrevista y de análisis documental. Se realizó una entrevista al Licenciado en zootecnia Esteban Mixan Vargas de la unidad experimental de zootecnia de la UNALM acerca del proceso productivo de las vacas en ordeño, sus costos y procedimientos. El análisis documental se obtuvo en su mayoría de sitios web de alta reputación para analizar el mercado lácteo, así como otras variables macroeconómicas a nivel nacional y mundial.

3.2 Metodología del análisis de la información

Fue necesario realizar una valorización, flujos de caja descontado para diversos escenarios, flujos de caja libre para diversos escenarios, hallar la tasa de descuento y el valor de la empresa para cada escenario.

3.2.1 Flujo de caja descontado

Para entender el sector, se explicó acerca de este en el capítulo 2 en cuanto al crecimiento, aspectos del país e información a nivel mundial del mercado lácteo, de la información brindada de LACTO se logró obtener los estados financieros de los años 2017 y 2018. Hemos considerado la información proporcionada por la gerencia, así como supuestos asumidos y que sean razonables acorde al giro de negocio de la compañía y la situación del mercado. Continuando con el plan en la empresa dado en el caso de LACTO S.A. se notó que este consiste en la diversificación, el cual incluye mayor número de bebidas y yogures. La marca actualmente tiene gran acogida en el público joven, así como un eficiente nivel de atención, el cual es del 90% y se espera que en los próximos años

ascienda a 96%. Además, la compañía tiene pensado realizar desembolsos como es la ampliación de la capacidad de almacenamiento. Esta información ha sido considerada para realizar nuestra proyección en los años posteriores, y se detalla con mayor profundidad en el capítulo siguiente. Una vez entendido la estrategia de la compañía a futuro y elaborado el estado de situación financiera y el estado de resultados, procedimos a realizar el análisis financiero de la compañía. Se hizo uso del análisis vertical y horizontal, así determinación y explicación de los indicadores financieros; esto con la finalidad de obtener un entendimiento de cómo se encuentra estructurado desde el punto de vista financiero y su comportamiento durante los periodos analizados. El objetivo principal de elaborar el análisis financiero es que, además de entender la estructura de la compañía, así como su desempeño financiero, evaluemos si podemos utilizar información de sus principales competidores en el mercado debido a que no se dispone de información histórica de LACTO S.A. Para ello, realizamos la comparación de los principales indicadores y concluimos si estas empresas son comparables o no desde el punto de vista financiero.

A continuación, se muestra el flujo de caja libre por 5 años, este plazo se consideró suficiente para abarcar un ciclo económico y comercial de una entidad del sector, lo que resulta en reflejar de manera exitosa las iniciativas y proyectos propuestos.

Figura 3.1

Fórmula para hallar el flujo de caja libre

Ingresos Operacionales	\$ xxx
✓ Costos y Gastos Operacionales	\$ (xxx)
= Utilidad Operativa	\$ xxx
- Impuestos	\$ (xxx)
= UODI (Utilidad Operativa Después de Impuestos)	\$ XXX
+/- Reversión :	
+/- Movimiento del capital de trabajo neto operativo (KTNO)*	+/- \$ xxx
+/- Flujo de inversión y/o reposición de activos fijos (CAPEX)*	+/- \$ xxx
- Depreciaciones, Amortizaciones e Impuestos	- \$ xxx
= Flujo de Caja Libre	\$ XXX

Ilustración 1 Determinación del Flujo de Caja Libre

Fuente: Universidad de Medellín (2012)

Para proyectar el flujo de caja libre es necesario tener en cuenta el:

Rendimiento histórico, período de proyección, casos alternativos, proyección de desempeño, casos alternativos, proyección del desempeño financiero, proyección de ventas, proyección del margen bruto y costos de ventas y administrativos; proyección de impuestos, depreciación y amortización; y proyección capex y capital de trabajo (Rosenbaum & Pearl, 2013, pp. 115-124).

A fin de lograr supuestos de acorde al mercado y a la situación nacional se usó la siguiente información adicional:

- Rendimiento Histórico. Para hallar ciertos datos del mercado se usó como modelo empresas similares en envergadura que poseen el mismo giro de negocio que LACTO S.A., en este caso son GLORIA S.A. y LAIVE S.A.
- Período de Proyección. Se ha tomado 5 años ya que se considera es suficiente para que la empresa logre completar más de un ciclo operativo y que es tiempo suficiente en que la compañía espera realizar sus proyectos y corroborar si logra resultados positivos.
- Casos alternativos. Se evaluaron 3 escenarios tomando como base de proyección las ventas de la compañía, en cada escenario se evaluó como podría impactar en la valorización los planes de crecimiento de la compañía y en distintos escenarios.
- Proyección del desempeño financiero. Se consideraron los datos de la gerencia de LACTO S.A. y para los datos que no fueron dados se usó información del mercado y de los principales competidores del mercado con información financiera muy similar.
- Proyección de ventas. El mercado lácteo, de acuerdo a nuestro análisis, no ha presentado indicios de que sea una industria volátil, por lo que no hemos determinado riesgo de que el crecimiento de las ventas vaya a variar significativamente de un periodo a otro. Es por ello que hemos optado por una tasa de crecimiento constante en los próximos 5 años por cada uno de los escenarios considerados (pesimista, conservador y optimista), y a partir de ello un crecimiento perpetuo. Precisamos que la principal variable para nuestro

modelo de proyección son las ventas, debido a que la proyección del resto del estado de resultados, así como variables operativas del estado de situación financiera han sido proyectados en base al crecimiento de las ventas.

- Proyección del margen bruto y costos de ventas y administrativos. El crecimiento de estas variables se muestra en un crecimiento relacionado a las ventas.
- Proyección de impuestos, depreciación y amortización. La tasa impositiva no tendrá variación, sin embargo, la variación en la depreciación se detallará más adelante pues la empresa cuenta con adquisiciones de activo fijo cada uno con una depreciación diferente.
- Proyección de capex y capital de trabajo. Para la proyección del capex se toma en cuenta la inversión que tiene la empresa en activo fijo e intangibles, como es su proyecto de automatización de procesos y su ampliación de la capacidad de almacenamiento. Para el capital de trabajo se usó la fórmula de activo corriente menos pasivo corriente y logramos encontrar los recursos que tiene la empresa para poder operar, los cuales en realidad como varían en función a las ventas genera ciertos desequilibrios en los estados financieros, sin embargo, esto lo explicamos en el capítulo 4.

Luego de hallar el FCL mediante los pasos explicados anteriormente procedemos a hallar el WACC que es la tasa a la que descontaremos nuestro flujo.

Figura 3.2

Fórmula de WACC

$$WACC = k_e \frac{E}{(D+E)} + k_d \frac{D}{(D+E)}$$

Donde: k_e = costo del patrimonio
 k_d = costo de la deuda, después de impuestos
 E = patrimonio
 D = deuda

Fuente: Pontificia Universidad Católica del Perú (2016)

Primero se determina la estructura de capital, luego se halla el costo de la deuda, para hallar este último se utilizó la deuda que mejor se le acomoda a la empresa donde se estima el rating al cual correspondería la compañía según una clasificadora de riesgo, esa es la teoría del rating sintético.

Figura 3.3

Fórmula del costo de la deuda

$$\text{Cost of debt} = \text{Riskfree rate} + 2/3(\text{Country default spread}) + \text{Company default spread}$$

Fuente: Pontificia Universidad Católica del Perú (2016)

Figura 3.4

Fórmula del CAPM

$$\text{CAPM} = R_f + (R_m - R_f) * b$$

RF = Tasa libre de riesgo

RM - RF = Prima de riesgo

b = Beta apalancado

Fuente: Pontificia Universidad Católica del Perú (2016)

Elaboración propia.

Las variables incluidas en el este cálculo fueron la tasa libre de riesgo, beta apalancado y el riesgo de mercado.

La tasa libre de riesgo es aquella por la cual se espera un retorno libre de riesgo para esto suele usarse la tasa de los bonos soberanos respaldados por el gobierno de Estados Unidos y además es recomendable usar una tasa de vencimiento similar a la vida de la empresa. Para este caso se utilizó la tasa que provee el Banco Central de Reserva del Perú.

El siguiente elemento es el beta apalancado, cuyo objetivo es medir que tan volátil es una compañía con respecto al mercado, es decir, el riesgo sistemático. Este tiene una particularidad, y es que es muy probable que el sector no tenga una estructura de capital parecida al de la entidad evaluada, por este motivo es que primero se procede a desapalancar el beta para posteriormente apalancarlo según la estructura de capital de la

entidad a valorizar. Para este caso se usó además un beta desapalancado corregido por cash obtenido de la página web de Damodarán pues no se está tomando en cuenta el efecto de caja.

Figura 3.5

Fórmula del Beta Apalancado

$$\beta_{ap}(LAP) = \beta_{no.ap} * (1 + (1-t) * (D/E))$$

Fuente: Pontificia Universidad Católica del Perú (2016)

También se encuentra en nuestro análisis la prima de riesgo, la cual viene a ser el rendimiento que se espera del mercado en el que opera sobre la tasa libre de riesgo, en este caso fue extraído de la página web de Damodarán, de los T-bonds.

El modelo expuesto no incluía el riesgo país, no obstante, se ha incluido porque el Perú es un país emergente y si el CAPM no se ajusta por el riesgo país entonces no se estaría reflejando realmente el riesgo de invertir en LACTO S.A. Además, la prima de riesgo extraída está conformado por información obtenida del mercado de Estado Unidos. El caso nos proporciona una tasa de riesgo país 2.3% el cual tiene relación con la tasa obtenida de la web del BCRP que es 3.02, es la tasa de retorno de los bonos soberanos de los Estados Unidos a 30 años.

Figura 3.6

Fórmula CAPM ajustado por riesgo país

$$Ke = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_{pals}$$

Donde:

- Ke : costo de capital
- r_f : tasa libre de riesgo
- β : factor beta
- r_m : tasa de retorno de mercado
- r_{pals} : prima por riesgo país

Fuente: Proinversión (2012)

Luego está el valor terminal, en el cual está reflejado los años que le suscitan, para nuestro cálculo a partir del año 6 en adelante a perpetuidad.

Figura 3.7

Fórmula del valor terminal

$$VAP = \frac{FC * (1 + g)}{k - g}$$

Donde:

VAP = Es el valor a perpetuidad

FC = Es el flujo de caja

k = Es la tasa de descuento

g = Es la tasa de crecimiento a largo plazo

Fuente: Parra B. Alberto. Valoración de empresas: Métodos de valoración (2013)

Para identificar la tasa de crecimiento a perpetuidad que se usará para valorizar la compañía se utilizó la tasa de crecimiento proyectado del PBI Agropecuario-pecuario proyectado del 2019-2022 por el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, en este caso se empleó la tasa de crecimiento proyectado para el 2022 que es de 4%.

Figura 3.8

Proyección del PBI por sectores

PBI por sectores
(Var. % real anual)

	Peso Año Base 2007	2018	2019	2020	2021	2022
Agropecuario	6,0	7,5	4,3	4,0	4,0	4,0
Agrícola	3,8	9,0	4,4	4,0	4,0	4,0
Pecuario	2,2	5,4	4,1	4,1	4,0	4,0
Pesca	0,7	39,7	-6,2	2,5	2,0	2,0
Minería e hidrocarburos	14,4	-1,3	3,3	2,4	3,7	3,3
Minería metálica	12,1	-1,5	3,0	2,2	4,1	3,9
Hidrocarburos	2,2	0,0	4,1	3,5	1,5	0,0
Manufactura	16,5	6,2	2,3	4,3	4,6	4,6
Primaria	4,1	13,2	0,1	4,3	5,0	4,5
No primaria	12,4	3,7	3,6	4,3	4,5	4,6
Electricidad y agua	1,7	4,4	4,6	4,8	4,8	4,8
Construcción	5,1	5,4	7,1	8,0	8,0	7,3
Comercio	10,2	2,6	3,8	4,5	4,5	4,5
Servicios	37,1	4,5	4,8	5,3	5,5	5,5
PBI	100,0	4,0	4,2	4,5	5,0	5,0
PBI primario	25,2	3,3	3,0	3,0	3,9	3,6
PBI no primario³	66,5	4,2	4,7	5,2	5,4	5,4

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas (2019)

Finalmente, se lleva a los flujos de caja libre a valor presente para poder hallar el valor de la empresa. Estos flujos se llevan a valor presente mediante la tasa utilizada en este caso es la del WACC.

Figura 3.9

Fórmula del Flujo de Caja Descontado

$$FCD = \sum_{j=1}^n \frac{(FEF)_j}{(1 + Ke)^j} + \frac{\text{Valor terminal}}{(1 + Ke)^j}$$

Donde:

FCD = Es el flujo de caja descontado

Fuente: Parra B. Alberto. Valoración de empresas: Métodos de valoración (2013)

Al obtener el flujo de caja descontado tenemos el valor de la compañía. Luego de esto se halla el valor del patrimonio de la compañía, esto se hace mediante la resta de la deuda y la suma del efectivo.

Figura 3.10

Determinación de Equity Value

$$\text{Implied Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Net Debt + Preferred Stock + Noncontrolling Interest}$$

Fuente: Investment Banking: Valuation, Leveraged, Buyouts, and Mergers & Acquisitions (2013)

3.2.2 Metodología de análisis e implementación de NIIF

La gerencia de LACTO S.A. nos brindó información la cual debe ser analizada bajo el marco normativo de las NIIF, con este fin se consideró información extraída del Ministerio de Economía y Finanzas, así como publicaciones emitidas por firmas de auditoría de prestigio.

Para Para evaluar qué NIIF impactan en la compañía procedimos a evaluar qué tipo de operaciones posee la compañía, así como su estrategia a largo plazo.

CAPÍTULO IV: ANÁLISIS, PRESENTACIÓN Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

4.1 Presentación de los estados financieros

En el capítulo 2 al describir el caso de suficiencia profesional se colocaron los datos dados por el caso LACTO S.A. para poder armar los estados financieros de la compañía, entonces a continuación se presenta un resumen del estado de situación financiera de la compañía.

4.1.1 Activos

El total de activos de la empresa al 31.12.18 ascendió a S/ 465 millones, versus S/ 493 millones en el 2017, los activos corrientes disminuyeron principalmente por menores inventarios en un 11% y la mejora de su gestión, como la reducción de sus ratios de rotación de inventarios de 94 días en el 2017 a 83 días en el 2018. Sin embargo, el promedio de sus cuentas por pagar comerciales se ha incrementado en 6%, de 52 días en 2017 a 56 días en 2018. La rotación de cuentas por cobrar comerciales se redujo de 61 días a 54 días y en valores se redujeron en 1%. La liquidez corriente también mejoró de un 1.1 en 2017 a 1.16 en 2018. Su liquidez es razonable para este sector.

Hubo una disminución en el rubro de inventarios en un 11% y una reducción en los ratios de rotación de inventarios de 94 días a 83 días (cabe precisar que este ratio es un aproximado, dado que su cálculo se realizó sin considerar decimales). Asimismo, se nos indica que las existencias representan el 26.7% y 28.2% del total de activos en el periodo 2018 y 2017 respectivamente. De ello concluimos que el saldo de inventarios es de S/ 124 millones y S/ 139 millones en el 2018 y 2017 respectivamente.

En cuanto a las cuentas por cobrar comerciales, la gerencia nos indica que el ratio de días de rotación de cuentas por cobrar comerciales se redujo de 61 días a 54 días del 2017 al 2018. Considerando que las ventas registradas en el 2018 y 2017 fueron de S/ 770 millones y S/ 700 millones respectivamente, y que la fórmula para determinar el ratio de días de rotación es el siguiente:

Figura 4.1

Cálculo rotación de cuentas por cobrar comerciales

Rotación días cuentas por cobrar comerciales: $\frac{\text{Cxc comerciales} \times 360}{\text{Ventas}}$

Elaboración propia.

Por ello el saldo de las cuentas por cobrar comerciales en el período 2018 y 2017 sería de S/. 113'354,357 y S/. 114'490,260 respectivamente.

Al obtener el total de activos corrientes de la compañía, así como los inventarios y las cuentas por cobrar comerciales que su resultado sale de los datos proporcionados por el caso, la diferencia se convirtió en el efectivo y equivalente efectivo del 2018 y 2017.

En el rubro de propiedad, planta y equipo neto de depreciación la gerencia indica que este representa el 95% de los activos no corrientes y que la diferencia corresponde a intangibles. Por tanto, teniendo en cuenta que los activos no corrientes del 2018 y 2017 ascienden a S/ 214 millones y S/ 233 millones respectivamente, llegamos a la conclusión que el saldo de propiedad, planta y equipo (neto de depreciación) es de S/ 204 millones en el 2018 y S/ 221 millones en el 2017; mientras que el saldo de intangibles asciende a S/ 10 millones en el 2018 y S/ 11 millones en el 2017. Este rubro se compone principalmente del costo de los Softwares que usa la compañía.

A continuación, se muestra la composición de los activos en nuevos soles de la compañía por los periodos 2018 y 2017 respectivamente. Cabe recalcar que esta información es acorde a la mejoría que hubo, de acuerdo a la gerencia, en el ratio de liquidez corriente de 1.1 en el 2017 a 1.16 en el 2018.

Figura 4.2

Composición de los Activos

	2018	2017
Activo		
Activo corriente		
Efectivo y efectivo de efectivo	12,669,643	6,294,740
Cuentas por cobrar comerciales, neto	113,345,357	114,490,260
Inventarios, neto	124,155,000	139,026,000
Total activo corriente	250,170,000	259,811,000
Activo no corriente		
Propiedades, planta y equipo, neto	204,088,500	221,529,550
Intangibles, neto	10,741,500	11,659,450
Total activo no corriente, neto	214,830,000	233,189,000
Total activos	465,000,000	493,000,000

Elaboración propia.

4.1.2 Pasivos

En cuanto a los pasivos corriente la gerencia indica que representa el 75% del total de pasivos en el 2018 y el 71% en el 2017. Teniendo en cuenta que el patrimonio total de la compañía en el 2018 y 2017 asciende a S/ 180 millones y S/ 160 millones respectivamente; y ya conociendo que el total activo en el 2018 y 2017 asciende a S/ 465 millones y S/ 493 millones, podemos concluir que el total de pasivo es S/ 285 millones y S/ 333 millones en el 2018 y 2017 respectivamente, ya que la suma del activo total es igual a la suma del pasivo total más el patrimonio total.

El ratio de cuentas por pagar comerciales ha incremento de 52 días en el 2017 a 56 días en el 2018 (este cálculo es un aproximado, ya que los cálculos se realizaron sin considerar decimales). Teniendo en cuenta este dato y conociendo que el costo de ventas del periodo del 2017 y 2018 asciende a S/ 553 millones y S/ 577 millones, y que la fórmula para determinar el ratio de días de cuentas por pagar comerciales es el siguiente:

Figura 4.3

Ratio de las cuentas por pagar comerciales

<p>Rotación días cuentas por pagar comerciales: $\frac{\text{Cxc comerciales} \times 360}{\text{Costo de ventas}}$</p>
--

Elaboración propia.

La gerencia indica que este rubro representa el 41% del total de pasivos corrientes al 2018 y el 29% al 2017. Entonces, concluimos que el saldo de cuentas por pagar comerciales asciende a S/ 82 millones en el 2017 y S/ 87 millones en el 2018.

En cuanto a las obligaciones financieras, la gerencia nos indica que en el 2017 la deuda financiera de corto plazo era de S/ 55 millones y la de largo plazo era de S/ 96 millones. Para el 2018, el ratio deuda financiera / EBITDA se encuentra a razón de 3.6. Teniendo en cuenta lo anterior, y considerando que la gerencia nos indica que el EBITDA del 2018 asciende a S/ 35 millones, entonces podemos concluir que la deuda total del 2018 asciende a S/ 128 millones.

Para determinar qué importe corresponde a corriente y no corriente en el 2018, la gerencia nos indica que los pasivos financieros de largo plazo representan el 25% de los pasivos en el 2018 y el 29% en el 2017. Por tanto, la deuda financiera corriente del 2018 asciende a S/ 57 millones y la no corriente a S/ 71 millones. En cuanto a las tasas de interés asociado al total de la deuda, la gerencia nos indica que al 31 de diciembre de 2018 la compañía tiene contratos de arrendamiento con deuda pendiente por S/ 30 millones con bancos a tasas de interés de 5% y 6% (40% y 60% c/u respectivamente) con un plazo de pago aún de 3 años (vence a inicios del 2022). Se ha asumido que esta deuda no tuvo variación en el 2017, tampoco las tasas de interés. También que el saldo restante de la deuda financiera (S/ 128 millones en el 2018 y S/ 151 millones en el 2017) corresponde a un préstamo obtenido con el Scotiabank en el 2017.

Los covenants asociados a estos préstamos son: Deuda Financiera / Patrimonio menor a 2.5 y Deuda financiera / EBITDA menor a 3.5. La entidad financiera consideró a LACTO S.A. como una empresa con un potencial crecimiento a futuro, por lo que le cotizó el préstamo a una tasa anual de 5.23% con vencimiento en el 2030. Se consideró usar esta información dado que de acuerdo a las estadísticas del SBS, la tasa de interés promedio del sistema bancario en el mes de diciembre de 2017 (fecha en la que se obtuvo el préstamo) por préstamos a más de 360 días es 5.23% para Scotiabank.

Figura 4.4

Tasas promedio SBS

Tasa Anual (%)	Continental	Comercio	Crédito	Financiero	BIF	Scotiabank	Citibank	Interbank
Corporativos	4.68	-	3.46	6.52	5.87	4.26	7.17	4.79
Descuentos	4.65	-	3.60	7.38	6.05	4.10	-	4.75
Préstamos hasta 30 días	4.15	-	3.22	6.00	-	2.97	7.27	3.39
Préstamos de 31 a 90 días	3.77	-	3.18	6.45	5.41	4.83	7.42	4.50
Préstamos de 91 a 180 días	3.97	-	3.04	6.44	4.53	4.12	6.73	5.33
Préstamos de 181 a 360 días	3.87	-	2.94	-	-	-	-	3.48
Préstamos a más de 360 días	6.63	-	6.32	-	7.46	5.23	-	7.90

Fuente: SBS (2017)

La compañía tiene el rubro de otras cuentas por pagar en el que se alocan los pasivos por impuestos corrientes, pasivos por dividendos declarados, pero no pagados y por beneficios a los trabajadores, que corresponde a vacaciones, CTS, participaciones y otros conceptos de remuneración. En el 2018 este asciende a S/ 68 millones y en el 2017 a S/ 98 millones.

Figura 4.5

Composición de los Pasivos

	2018	2017
Pasivo		
Pasivo corriente		
Pasivos financieros	57,270,000	55,000,000
Cuentas por pagar comerciales	87,637,500	82,750,500
Otras cuentas por pagar	68,842,500	98,679,500
Total pasivo corriente	213,750,000	236,430,000
Pasivo no corriente		
Pasivos financieros	71,250,000	96,570,000
Total pasivo no corriente	71,250,000	96,570,000
Total pasivo	285,000,000	333,000,000

Elaboración propia.

4.1.3 Patrimonio

En el 2018 el capital social asciende a S/ 80 millones, la reserva legal alcanza el límite del 20% (S/ 16 millones), se tiene un excedente de revaluación de S/ 50 millones y las utilidades acumuladas ascienden a S/ 34 millones. Esto suma un total de patrimonio de S/ 180 millones. La diferencia con el periodo 2017 se encuentra en el incremento del excedente de revaluación de S/ 10 millones, una utilidad neta mayor en el 2018 de S/ 15

millones (en el 2017 fue de S/ 10 millones) y una distribución de dividendos en el 2018 por S/ 5 millones.

Tabla 4.1

Variación del Patrimonio 2017-2018

Descripción	Capital emitido	Reserva legal	Excedente revaluacion	Utilidades acumuladas de libre disposicion	Total
Saldo al 01 enero 2017	80,000,000	16,000,000	40,000,000	24,000,000	160,000,000
Aumento del excedente de revaluacion por la medicion al valor razonable de			10,000,000		
Ut neta ejercicio				15,000,000	
Distribucion de dividendos				-5,000,000	
Saldo al 31 diciembre del 2018	80,000,000	16,000,000	50,000,000	34,000,000	180,000,000

Elaboración propia.

Entonces, considerando que el saldo inicial del 2018 de resultados acumulados asciende a S/ 24 millones, podemos concluir que en el 2017 se tenía resultados acumulados por S/ 14 millones y resultados del ejercicio por S/ 10 millones.

A continuación, se muestra la composición del patrimonio en nuevos soles por los periodos 2018 y 2017:

Figura 4.6

Composición del patrimonio

Patrimonio	2018	2017
Capital emitido	80,000,000	80,000,000
reserva legal	16,000,000	16,000,000
excedente revaluacion	50,000,000	40,000,000
Resultados acumulados	34,000,000	24,000,000
Total Patrimonio	180,000,000	160,000,000

Elaboración propia.

En cuanto a la estructura accionaria de la empresa, se asume un capital totalmente suscrito y pagado por 80 millones de acciones comunes de valor nominal 1.00 sol cada una, repartida entre la familia Melgar, ellos son 4 siendo Miguel Melgar, el fundador, quien posee la mayor cantidad de acciones (posee 80% del total de

acciones). Además, la política de LACTO S.A. es que se distribuye a los accionistas el 20% de los resultados del ejercicio a partir del 2019.

A continuación, mostramos el Estado de situación financiera de LACTO S.A. SA:

Figura 4.7

Estado de situación financiera al 31 de diciembre de 2018 y 2017

	2018	2017		2018	2017
Activo			Pasivo		
Activo corriente			Pasivo corriente		
Efectivo y efectivo de efectivo	12,669,643	6,294,740	Pasivos financieros	57,270,000	55,000,000
Cuentas por cobrar comerciales, neto	113,345,357	114,490,260	Cuentas por pagar comerciales	87,637,500	82,750,500
Inventarios, neto	124,155,000	139,026,000	Otras cuentas por pagar	68,842,500	98,679,500
Total activo corriente	250,170,000	259,811,000	Total pasivo corriente	213,750,000	236,430,000
			Pasivo no corriente		
Activo no corriente			Pasivos financieros	71,250,000	96,570,000
Propiedades, planta y equipo, neto	204,088,500	221,529,550	Total pasivo no corriente	71,250,000	96,570,000
Intangibles, neto	10,741,500	11,659,450			
Total activo no corriente, neto	214,830,000	233,189,000	Total pasivo	285,000,000	333,000,000
			Patrimonio		
Total activos	465,000,000	493,000,000	Capital emitido	80,000,000	80,000,000
			reserva legal	16,000,000	16,000,000
			excedente revaluacion	50,000,000	40,000,000
			Resultados acumulados	34,000,000	24,000,000
			Total Patrimonio	180,000,000	160,000,000
			Total pasivo y patrimonio	465,000,000	493,000,000

Elaboración propia.

4.1.4 Estado de Resultados

La compañía en el 2018 y 2017 tuvo ventas por S/ 770 millones y S/ 700 millones respectivamente. Esto representó un crecimiento del 10%. El margen bruto es de 25% y 21% en el 2018 y 2017 respectivamente. Considerando la fórmula para determinar el margen bruto, determinamos el importe del costo de ventas de cada periodo, el cual asciende a S/ 577 millones en el 2018 y S/ 553 millones en el 2017.

También nos indica la gerencia que los gastos administrativos ascienden al 15% de las ventas netas en el 2018 (S/ 38 millones) y al 14% en el 2017 (S/ 28 millones); por otra parte, los gastos de ventas ascienden a 5% en el 2018 (S/ 115 millones) y a 4% en el 2017 (S/ 98 millones). Asimismo, precisa que la depreciación y amortización del periodo cargado a gastos de administración y ventas asciende al 1% de las ventas netas de cada periodo; es decir, S/ 7.7 millones en el 2018 y S/ 7 millones en el 2017. Para determinar

la utilidad operativa, la gerencia nos indica que luego de otros gastos e ingresos operativos se obtiene un EBIT de S/ 28 millones en el 2018 y S/ 17 millones en el 2017. Considerando que la compañía posee una ganancia bruta de S/ 192 millones en el 2018 y S/ 147 millones en el 2017, podemos concluir que el saldo correspondiente a otros gastos operativos asciende a S/ 10 millones y S/ 4 millones en el 2018 y 2017 respectivamente.

Para obtener el saldo de los gastos financieros de cada periodo, hemos partido de la utilidad del ejercicio. Teniendo en cuenta que en el 2018 se tuvo S/ 15 millones y en el 2017 S/ 10 millones, así como que el impuesto a la renta real pagado representa un 33% de la utilidad antes de impuestos. Si bien la tasa impositiva es de 29.5%, la tasa impositiva real histórica para la empresa es de 33%, por ellos se usó dicha tasa.

De lo anteriormente mencionado podemos determinar el estado de resultados:

Figura 4.8

Estado de resultados por los años terminados al 31 de diciembre de 2018 y 2017

	2018	2017
Ingresos de actividades ordinarias	770,000,000	700,000,000
Costo de ventas	-577,500,000	-553,000,000
Margen bruto	192,500,000	147,000,000
Costo de distribución		
Gastos de ventas	38,500,000	28,000,000
Gastos de administración	115,500,000	98,000,000
Otros gastos e ingresos operativos	10,500,000	4,000,000
Ganancia por actividades de operación	28,000,000	17,000,000
Ingresos financieros		
Gastos financieros	-5,611,940	-2,074,627
Diferencia de cambio, neta		
Resultado antes del impuesto a las ganancias	22,388,060	14,925,373
Impuesto a las ganancias	7,388,060	4,925,373
Ganancia neta del ejercicio	15,000,000	10,000,000

Elaboración propia.

En cuanto a sus ventas y su plan de crecimiento, las ventas de LACTO S.A. se han incrementado en un 10% del 2017 al 2018, mientras que los costos de ventas han incrementado en 4%. El crecimiento de las ventas es razonable si consideramos el entorno en el que opera la compañía, así como el crecimiento histórico que se ha dado en el país. En primer lugar, el PBI del Perú histórico, así como el del sector agropecuario ha tenido una tendencia positiva desde el 2005 hasta el 2018. Sin embargo, para nuestro análisis la gerencia tiene como proyección obtener ventas de S/ 1,300 millones al 2030, para lograr este objetivo las ventas tendrían que aumentar a razón de 7.77% anual, hemos tomado este supuesto para el escenario optimista, lo cual no es muy diferente a la realidad pues competidores como GLORIA y LAIVE han tenido la siguiente variación en ventas en los últimos 8 años:

Tabla 4.2

Variación de ventas entre GLORIA S.A. y LAIVE S.A. 2014-2018

Año	Ventas anuales LAIVE S.A. (en miles de soles)	Porcentaje crecimiento de ventas LAIVE	Ventas anuales GLORIA S.A. (en miles de soles)	Porcentaje crecimiento de ventas GLORIA	Promedio crecimiento entre GLORIA y LAIVE
2010	302,105	-	2,262,878	-	-
2011	340,740	12.8%	2,566,412	13.4%	13.1%
2012	397,722	16.7%	2,806,691	9.4%	13.0%
2013	453,279	14.0%	3,036,935	8.2%	11.1%
2014	472,346	4.2%	3,347,445	10.2%	7.2%
2015	495,043	4.8%	3,519,762	5.1%	5.0%
2016	526,124	6.3%	3,534,533	0.4%	3.3%
2017	586,774	11.5%	3,353,751	-5.1%	3.2%
2018	612,275	4.3%	3,507,055	4.6%	4.5%

Crecimiento promedio desde 2014 6.23% 3.05% 4.64%

Crecimiento promedio desde 2010 9.33% 5.78% 7.55%

Fuente: SMV (2019)

Elaboración propia.

Para el escenario conservador hemos tomado la tasa de crecimiento promedio de ventas entre GLORIA S.A. y LAIVE S.A. de los últimos 4 años, se decidió tomar ese año debido ya que es el histórico de 5 años, y la proyección que se decidió para LACTO S.A. también es de 5 años, por ello se tomó el porcentaje de 4.64% como escenario conservador para la empresa.

Para el escenario pesimista, decidimos utilizar el porcentaje más bajo del crecimiento promedio de ventas de GLORIA S.A y LAIVE S.A. de los últimos 5 años, el cual fue de 3.2% en el 2017.

Figura 4.9

Gráfico variación crecimiento de GLORIA S.A .y LAIVE S.A.2014-2018



Fuente: SMV (2019)

Elaboración propia.

4.1.5 Flujo de efectivo

Con los datos proporcionados por la gerencia fue posible realizar nuestro flujo de efectivo mediante el método indirecto.

Figura 4.10

Flujo de efectivo

CONCEPTOS:	2018
Utilidad / Pérdida Neta (Excluye REI + Extraord.)	15,000,000
Depreciación (Cargo Anual)	7,700,000
FONDO POR OPERACIONES (A)	22,700,000
(+/-) Cuentas x Cobrar Comerciales	1,144,903
(+/-) Existencias / Inventario	14,871,000
TOTAL NECESIDADES OPERATIVAS (USOS) (B)	16,015,903
(+/-) Cuentas x Pagar Comerciales / Adeudado a Proveedores	4,887,000
(+/-) Ctas x Pagar Diversas / Provisiones y Otros x Pagar	-19,837,000
TOTAL FUENTES OPERATIVAS (C)	-14,950,000
GENERAL NETA OPERATIVA DE FONDOS (A-B+C)= D	23,765,903
Adquisiciones de Activos Fijos (+- se suma la depreciación del ejercicio)	
Venta de Activos	9,741,050
(+/-) Intangibles	917,950
TOTAL ACTIVIDADES DE INVERSIONES (E)	10,659,000
Repago Deuda Bancaria a Corto Plazo	2,270,000
Incremento Deuda Bancaria a Corto Plazo (sobregiro bcario)	-25,320,000
Dividendos Pagados	-5,000,000
TOTAL ACTIVIDADES FINANCIAMIENTO (F)	-28,050,000
TOTAL OTROS ITEMS NO OPERATIVOS (G)	0
(+/-) CAJA Y VALORES NEGOCIABLES (D - E + F + G)	6,374,903

Elaboración propia.

4.1.6 Análisis vertical y horizontal

A continuación, el análisis vertical y horizontal de la compañía por los años 2017 y 2018:

Figura 4.11

Análisis horizontal y vertical

			ANÁLISIS VERTICAL (EN PORCENTAJE)		ANÁLISIS HORIZONTAL (EN PORCENTAJE)
	2017	2018	2017	2018	2018
Venta de Productos	700,000,000	770,000,000	100.00%	100.00%	10.00%
Costo de Ventas	-553,000,000	-577,500,000	-79.00%	-75.00%	4.43%
UTILIDAD BRUTA	147,000,000	192,500,000	21.00%	25.00%	30.95%
Gastos de Administración	-98,000,000	-115,500,000	-14.00%	-15.00%	17.86%
Gastos de Ventas	-28,000,000	-38,500,000	-4.00%	-5.00%	37.50%
Otros ingresos (gastos) neto	-4,000,000	-10,500,000	-0.57%	-1.36%	162.50%
UTILIDAD DE OPERACIÓN (EBIT)	17,000,000	28,000,000	2.43%	3.64%	64.71%
Gastos Financieros	-2,074,627	-5,611,940	-0.30%	-0.73%	170.50%
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	14,925,373	22,388,060	2.13%	2.91%	50.00%
Ingresos (Egresos) extraordinarios neto	-	-	-	-	-
Impuestos	-4,925,373	-7,388,060	-0.70%	-0.96%	50.00%
UTILIDAD NETA	10,000,000	15,000,000	1.43%	1.95%	50.00%

Depreciación y Amort. del Periodo 7,000,000.00 7,700,000.00

Elaboración propia.

Respecto a los gastos operativos que incluyen los gastos de ventas, administrativos y otros gastos, se espera que este tenga un comportamiento similar al de los últimos años, es decir, que representen entre el 19% y 21% de las ventas. Este margen asignado ya involucra las consideraciones del Gerente de Logística en cuanto a la necesidad de personal para afrontar el crecimiento futuro de la empresa, así como las del Gerente de Tecnología de la Información, que considera necesario una automatización de procesos. Los gastos por depreciación y amortización seguirán a razón del 1% de las ventas, con excepción de las nuevas adquisiciones de la empresa para los años proyectados.

Históricamente el impuesto a la renta pagado ha representado un 33% de la utilidad antes de impuestos y es mayor a la tasa de ley 29.5% por determinados reparos tributarios. Se estima que esta razón se mantenga durante los próximos 5 años

4.2 Capex

La compañía considera CAPEX a los desembolsos que realiza tanto en activos fijos como en intangibles, así como en sus mantenimientos. Históricamente el capex ha representado como mínimo 1% de sus activos fijos (0.89% para activo fijo, 0.11% para intangibles). Esta razón varía cuando la compañía va a realizar desembolsos mayores por ampliación de almacenes, mejoras en intangibles y mejoras en activos fijos. Un claro ejemplo de ello es que a partir del año 2019 la compañía espera realizar desembolsos por la ampliación de almacenamiento (USD 1.5 millones durante 4 años) y automatización de procesos (S/ 500 mil durante 3 años). Los cuales fueron añadidos al capex para nuestra proyección hasta el 2023.

4.3 Financiamiento

La empresa al cierre del 2018 ha registrado una deuda financiera por S/ 128 millones, de los cuales S/ 30 millones corresponden a arrendamientos financieros. Por otra parte, S/ 95 millones corresponden a préstamos adquiridos con el Scotiabank. La tasa promedio de pago es 5.32% y la fecha de vencimiento de la deuda total es 2030.

Tabla 4.3

Detalle Obligaciones Financieras

Préstamos	Importe	Gasto financiero	Tasa anual	Wd Peso deuda	Tasa ponderada
Préstamo Arrendamiento A	12,287,811	800,000	5.00%	9.561%	0.48%
Préstamo Arrendamiento B	18,513,804	1,440,000	6.00%	14.405%	0.86%
Préstamo C (scotiabank)	97,718,385	3,371,940	5.23%	76.034%	3.98%
Total	128,520,000	5,611,940	16%	100%	5.32%

al 31 de diciembre del 2018

Elaboración propia.

La empresa vio la necesidad de aumentar su activo fijo con una ampliación de su capacidad de almacenamiento de productos secos y producto fríos, que costaría 6 millones de dólares, inversión que inicia el 2019 a razón de 1.5 millones de dólares por año. Se quiere hacer otro aumento en sus intangibles a razón de 500 mil soles a partir del 2021, ambas opciones serán pagadas inmediatamente con los recursos de la compañía pues cuenta con los recursos necesarios.

4.4 Ratios Financieros

Figura 4.12

Ratios financieros

	<u>2017</u>	<u>2018</u>
Indicadores de liquidez		
Razón corriente	1.10	1.17
Prueba ácida	0.51	0.59
Ratio prueba defensiva	2.662%	5.927%
Capital de trabajo	23,381,000	36,420,000
Indicadores de actividad		
Período Promedio de cobro	61	55
Período Promedio de Inventario	94	83
Período Promedio de cuentas por pagar	52	56
Ciclo operativo		
Ciclo operativo	155	138
Ciclo de Conversión del Efectivo	103	82
Indicadores de solvencia		
Relación Deuda/Patrimonio	2.08	1.58
Grado de endeudamiento	67.55%	61.29%
Grado de propiedad	32.45%	38.71%
Pasivo corriente/pasivo total	0.71	0.75
Indicadores de rentabilidad		
ROA	2.03%	3.23%
ROE	6.25%	8.33%
Análisis DUPONT		
DUPONT	6.25%	8.33%
Rotación de activos	1.420	1.656
Multiplicador capital	3.081	2.583

Elaboración propia.

Se ve una mejoría en la razón corriente y en la prueba ácida explicado por una mejora en su política de cobranzas y pagos que vienen mejorando desde el 2017. Se resalta que la liquidez que presenta la compañía es razonable para el sector.

Para los indicadores de gestión se ve mejoras posiblemente por lo indicado anteriormente con el análisis del ratio de liquidez

De nuestro análisis de los indicadores de solvencia podemos notar que actualmente la compañía se encuentra financiado en su mayor parte por terceros, y no por accionistas. Sin embargo, la brecha ha disminuido del 2017 al 2018 (se redujo el peso de la deuda de 68% a 61%).

En cuanto al ratio de cobertura por intereses, en el último año LACTO S.A. ha generado suficiente utilidad operativa para poder cubrir sus gastos financieros del periodo y para el 2018.

El EBIT de la compañía en el 2018 y 2017 asciende a S/ 28 millones y S/ 17 millones respectivamente. Este aumento importante se debe principalmente a una mejoría en la gestión comercial de la compañía, lo que se ve reflejado principalmente en un aumento importante en las ventas producto del inicio de la implementación del plan de desarrollo a mediados de 2018. Los indicadores de rentabilidad han presentado un fortalecimiento en el último periodo.

El análisis Dupont nos permite concluir que la variable que la empresa puede mejorar para poder generar mayor rentabilidad es el margen neto. Para que éste pueda aumentar, la empresa tendría que aumentar las ventas sin necesidad de alterar los costos y/o gastos asociados a ellos. Para lograr ello la empresa tendría que incrementar los precios de sus productos u obtener una eficiencia en sus procesos, de tal manera que los gastos operativos se vean reducidos, así como los costos de ventas.

4.5 Proyección de los estados financieros

Para la proyección del estado de situación financiera y el restado de resultados, se tomó en cuenta que las variables operativas crecen a razón de las ventas y que aquellas que no crecen de acuerdo a supuestos que se han asumido de acuerdo a los planes que tiene la gerencia a futuro. Se han considerado como variables operativas los siguientes rubros:

- Efectivo y equivalente efectivo
- Cuentas por cobrar comerciales
- Inventarios, neto
- Cuentas por pagar comerciales
- Otras cuentas por pagar
- Costo de ventas
- Gasto de ventas
- Gastos de administración

Además, para las partidas de patrimonio se decidió mantenerlos constantes ya que la gerencia no tiene planes diferentes para estos rubros.

4.5.1 Escenario optimista

Como se explicó anteriormente, la tasa de crecimiento para el escenario optimista es de 7.77%. Las variables no operativas, que no crecen a razón de las ventas, se subrayaron en celeste.

Figura 4.13

Proyección escenario optimista

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo y efectivo de efectivo	13,653,928	14,714,681	15,857,842	17,089,813	18,417,494
Cuentas por cobrar comerciales, neto	122,150,983	131,640,705	141,867,669	152,889,149	164,766,872
Inventarios, neto	133,800,411	144,195,159	155,397,458	167,470,048	180,480,538
Bienes en derecho de uso	20,000,000	10,000,000	-	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	161,563,564	148,216,055	134,145,276	129,303,813	119,026,003
Intangibles, neto	9,823,550	8,905,600	8,320,983	7,236,367	6,151,750
Pasivos financieros	110,120,403	88,802,330	66,061,135	55,458,986	38,191,287
Cuentas por pagar comerciales	94,445,922	101,783,281	109,690,667	118,212,366	127,396,103
Otras cuentas por pagar	74,190,768	79,954,534	86,166,079	92,860,189	100,074,354
Capital emitido	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000
reserva legal	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000
excedente revaluacion	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Resultados acumulados	36,235,343	41,132,054	47,671,347	61,457,649	77,180,913
Resultado del ejercicio	2,794,179	6,120,889	8,174,116	17,232,878	19,654,079
Ventas	829,820,114	894,287,561	963,763,385	1,038,636,678	1,119,326,762
Costo de ventas	-622,365,086	-670,715,671	-722,822,538	-778,977,508	-839,495,071
Gastos de ventas	-41,491,006	-44,714,378	-48,188,169	-51,931,834	-55,966,338
Gastos de administración	-124,473,017	-134,143,134	-144,564,508	-155,795,502	-167,899,014
Otros gastos e ingresos operativos	-31,011,386	-30,097,509	-31,380,315	-22,525,035	-23,276,943
Gastos financieros	-6,309,204	-5,481,214	-4,607,681	-3,686,086	-3,354,948
Resultado antes del impuesto a las ganancias	4,170,416	9,135,655	12,200,173	25,720,713	29,334,447
Impuesto a las ganancias	-1,376,237	-3,014,766	-4,026,057	-8,487,835	-9,680,367
Dividendos	558,836	1,224,178	1,634,823	3,446,576	3,930,816
EBITDA	28,991,006	33,877,328	37,003,250	40,387,879	44,051,822
EBIT	10,479,620	14,616,869	16,807,854	29,406,799	32,689,395
Suma activos	460,992,436	457,672,199	455,589,228	473,989,190	488,842,657
Suma pasivos	278,757,093	270,540,145	261,917,881	266,531,541	265,661,744
Suma patrimonio	182,235,343	187,132,054	193,671,347	207,457,649	223,180,913
Summa activos-pasivo-patrimonio	-0	-0	-0	-0	-0
Deuda financiera/patrimonio	0.604	0.475	0.341	0.267	0.171
Deuda financiera/EBITDA	3.798	2.621	1.785	1.373	0.867

Elaboración propia.

A continuación, se detalla cómo se proyectaron cada una de las variables, tomando como ejemplo este escenario, las partidas sombreadas se mantendrán constantes para los demás escenarios, con algunas excepciones que se detallarán más adelante.

El activo por derecho de uso, nace debido a que la compañía está aplicando NIIF 16 a partir del 2019, en este caso la empresa poseía dos arrendamientos financieros, los

cuales iniciaron el 2018 y al 2019 su saldo inicial era de S/ 30 millones (como se puede apreciar en la tabla 4.3), sin embargo al aplicar NIIF 16 el único cambio hallado es que se deberá reclasificar las maquinarias y equipos que saldrán del rubro de Propiedad, planta y equipo y se reclasifica a bienes por derecho de uso con naturaleza de activo, el activo posee una vida útil de 4 años, el costo de los activos fue de S/ 40 mil por ello se deprecia a una tasa de 25% anual.

En el rubro de propiedad planta y equipo al 31 de diciembre de 2018 se deprecia a una tasa de 0.89% de las ventas (el otro 0.11% pertenece a la depreciación de los intangibles), como se mencionó anteriormente la amortización y depreciación va en razón de 1% de las ventas.

LACTO S.A. realizó a partir del 2019 una ampliación de su capacidad de almacenamiento para productos secos y productos fríos, lo que costaría 6 millones de dólares a razón de 1.5 millones anuales, para atender el crecimiento de la empresa hasta el año 2030, para esta inversión se consideró una depreciación de 12 años para las 4 unidades que se compran a partir del 2019, debido a que la inversión sostiene el crecimiento de la empresa por 12 años.

En los intangibles LACTO S.A. adquirirá sistemas informáticos para lograr la automatización de sus procesos para el área de recursos humanos en el año 2021 por ello se incrementaron los intangibles en S/ 500 mil, los sistemas tienen una licencia de 3 años.

En este rubro también se encuentra la reclasificación a bienes en derecho de uso. En la tabla 4.4 se puede observar lo resaltado en morado es la inversión en una mayor capacidad de almacenamiento que aumenta la partida, seguido de partidas sin resaltar que corresponden a la depreciación del año y por último lo resaltado en celeste que corresponde a la reclasificación a bienes por derecho de uso.

Tabla 4.4

Variación de Propiedad, planta y equipo

PPE	2019	2020	2021	2022	2023
Almacenamiento	5,068,500	4,995,000	5,040,000	5,055,000	
PPE (adquirido antes del 2019)	-7,171,061	-7,503,884	-7,852,154	-8,216,588	-8,597,936
Almacenamiento	-422,375	-838,625	-1,258,625	-1,679,875	-1,679,875
Reclasificación	-30,000,000				
Total Variación PPE	-42,524,936	-13,347,509	-14,070,779	-4,841,463	-10,277,811

Al 31.12.2018 tipo de cambio sbs dólar 3.379

Elaboración propia.

En los intangibles LACTO S.A. adquirirá sistemas informáticos para lograr la automatización de sus procesos para el área de recursos humanos en el año 2021 por ello se incrementaron los intangibles en S/ 500 mil, los sistemas tienen una licencia de 3 años.

Tabla 4.5

Variación de los intangibles

INTANGIBLES	2019	2020	2021	2022	2023
Sistemas de información	-	-	333,333	166,667	-
Intangibles obtenidos antes del 2018	-917,950	-917,950	-917,950	-917,950	-917,950
Total variación	-917,950	-917,950	-584,617	-751,283	-917,950

Elaboración propia.

Para los pasivos financieros, en esta cuenta se ha juntado lo que es corto y largo plazo, este rubro se compone de los arrendamientos A y B que tenían un plazo de 4 años desde el 2018 y el pago del préstamo que se originó en el 2017.

Tabla 4.6

Variación de las obligaciones financieras

OBLIGACIONES FINANCIERAS	2019	2020	2021	2022	2023
Arrendamiento A y B	-9,713,166	-10,256,978	-10,831,470		
Préstamo C (Scotiabank)	-5,433,614	-5,717,792	-6,016,833	-6,331,513	-6,662,652
Total	-15,146,781	-15,974,771	-16,848,303	-6,331,513	-6,662,652

Elaboración propia.

Los resultados acumulados son la diferencia del resultado del ejercicio y los dividendos destinados a repartirse entre los accionistas, el cual es del orden de 20%.

En el rubro de otros gastos e ingresos operativos vemos que el 2019 tiene un cambio distinto a los demás años y es que LACTO S.A. recibe una multa de 2 millones de soles por comercializar productos lácteos como si fueran leche señalando en su presentación de bolsitarro, tetrapack y leche light. También está compuesto por la depreciación y amortización de sus activos y por el aumento del personal en planilla que trabajan en las plantas y almacenes pues a partir del 2021 se verá la necesidad de aumentar su personal en almacén, a razón de 1% anual, por el personal adicional en planta que tienen un sueldo bruto en promedio de S/ 1,400 soles y son en total 400 personas, lo que da un pago de sueldos total de S/. 560,000 que crece 1% anual.

Los gastos financieros están conformados por los préstamos para los arrendamientos financieros y el préstamo C del Scotiabank. Las adquisiciones del sistema

de información para el aumento del personal y del aumento de capacidad de almacenamiento para sus productos fueron pagadas con recursos disponibles de la compañía, por ello se muestra ningún préstamo por dicho concepto, esto se decidió para no afectar los covenants con los bancos.

Tabla 4.7

Variación del gasto financiero

GASTO FINANCIERO	2019	2020	2021	2022	2023
Arrendamiento A y B	1,725,219	1,181,407	606,915		
Prestamo C (Scotiabank)	4,583,985	4,299,807	4,000,766	3,686,086	3,354,948
Total variación	6,309,204	5,481,214	4,607,681	3,686,086	3,354,948

Elaboración propia.

En consideración a las obligaciones financieras, se vio la necesidad de amortizar deuda debido a la cantidad de obligaciones obtenidas, pues en el efectivo no se está reflejando la amortización. Considerando que, si amortizamos la deuda del periodo 2019, la deuda restante para el 2020 es menor, y por tanto los gastos financieros también. A continuación, detallaremos el método realizado para la elaboración del planeamiento financiero, lo cual se ha aplicado también a los otros dos escenarios.

Tabla 4.8

Amortización 2019

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Suma activos	460,992,436	457,672,199	455,589,228	473,989,190	488,842,657
Suma pasivos	282,009,909	279,136,263	276,406,891	285,291,187	295,026,437
Suma patrimonio	182,235,343	187,132,054	193,671,347	207,457,649	223,180,913
activos-pasivo-patrimonio	-3,252,816	-8,596,118	-14,489,010	-18,759,646	-29,364,693

Elaboración propia.

Como podemos observar en la figura anterior, existe un claro aumento en deuda en cada uno de los periodos proyectados. Sin embargo, ello no quiere decir que amortizando la deuda en un importe equivalente a la suma del sobre financiamiento por los 5 periodos proyectados la compañía lo vaya a solucionar pues se debe de tener en cuenta que, si en el 2019 se amortiza la deuda en S/ 3.2 millones, el gasto financiero será menor y por tanto la utilidad final mayor, lo que significaría que supondría que podemos amortizar mayor deuda.

Tabla 4.9

Amortización 2020

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Suma activos	460,992,436	457,672,199	455,589,228	473,989,190	488,842,657
Suma pasivos	278,757,093	275,883,447	273,154,075	282,038,371	291,773,621
Suma patrimonio	182,235,343	187,132,054	193,671,347	207,457,649	223,180,913
activos-pasivo-patrimonio	-0	-5,343,302	-11,236,194	-15,506,830	-26,111,877

Elaboración propia.

Siguiendo el ejercicio anterior, en el 2020 la compañía tendría que amortizar S/ 5,3 millones.

Tabla 4.10

Amortización 2021

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Suma activos	460,992,436	457,672,199	455,589,228	473,989,190	488,842,657
Suma pasivos	278,757,093	270,540,145	267,810,773	276,695,069	286,430,319
Suma patrimonio	182,235,343	187,132,054	193,671,347	207,457,649	223,180,913
activos-pasivo-patrimonio	-0	-0	-5,892,892	-10,163,528	-20,768,575

Elaboración propia.

Se continúa amortizando hasta el 2023, el cual queda en orden de S/ 10 millones por amortizar. Finalmente, el total de activo y pasivo queda compuesto de la siguiente manera.

Tabla 4.11

Composición final del activo, pasivo y patrimonio

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Suma activos	460,992,436	457,672,199	455,589,228	473,989,190	488,842,657
Suma pasivos	278,757,093	270,540,145	261,917,881	266,531,541	265,661,744
Suma patrimonio	182,235,343	187,132,054	193,671,347	207,457,649	223,180,913
activos-pasivo-patrimonio	-0	-0	-0	-0	-0

Elaboración propia.

Por otro lado, la empresa tiene covenants por cumplir con los bancos los cuales son deuda financiera/EBITDA menor a 3.5 y deuda financiera/patrimonio menor a 3.5. En nuestro flujo proyectado vemos que el covenant de deuda financiera/EBITDA aumenta a 3.7, y que al 2020 vuelve a disminuir, considerando que el ratio del 2018 era de 3.6 entonces vemos que aumenta básicamente por la multa recibida en el 2019 de 2 millones a LACTO S.A.

4.5.2 Escenario Conservador

A continuación, señalamos los resultados de la proyección en el escenario conservador, en el que se consideró una tasa de crecimiento de las ventas de 4.64%.

Tabla 4.12

Proyección escenario conservador

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo y efectivo de efectivo	13,257,666	13,872,980	14,516,852	15,190,608	15,895,633
Cuentas por cobrar comerciales, neto	118,605,936	124,110,669	129,870,887	135,898,448	142,205,760
Inventarios, neto	129,917,276	135,946,990	142,256,555	148,858,959	155,767,794
Bienes en derecho de uso	20,000,000	10,000,000	-	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	161,563,564	148,216,055	134,145,276	129,303,813	119,026,003
Intangibles, neto	9,823,550	8,905,600	8,320,983	7,236,367	6,151,750
Pasivos financieros	108,257,873	84,673,223	60,253,695	48,611,916	31,015,125
Cuentas por pagar comerciales	91,704,927	95,961,132	100,414,875	105,075,325	109,952,076
Otras cuentas por pagar	72,037,615	75,381,021	78,879,601	82,540,557	86,371,425
Capital emitido	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000
reserva legal	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000
excedente revaluacion	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Resultados acumulados	35,167,577	39,036,917	43,562,382	54,260,396	65,708,313
Resultado del ejercicio	1,459,471	4,836,675	5,656,831	13,372,518	14,309,895
Ventas	805,737,202	843,133,037	882,264,485	923,212,101	966,060,175
Costo de ventas	-604,302,901	-632,349,778	-661,698,364	-692,409,076	-724,545,131
Gastos de ventas	-40,286,860	-42,156,652	-44,113,224	-46,160,605	-48,303,009
Gastos de administración	-120,860,580	-126,469,956	-132,339,673	-138,481,815	-144,909,026
Otros gastos e ingresos operativos	-33,011,386	-30,097,509	-31,380,315	-22,525,035	-23,276,943
Gastos financieros	-5,097,159	-4,840,224	-4,289,878	-3,676,589	-3,668,012
Resultado antes del impuesto a las ganancias	2,178,315	7,218,919	8,443,032	19,958,981	21,358,053
Impuesto a las ganancias	-718,844	-2,382,243	-2,786,200	-6,586,464	-7,048,157
Dividendos	291,894.20	967,335.10	1,131,366.25	2,674,503.50	2,861,979.08
EBITDA	25,786,860	31,319,602	32,928,305	34,616,650	36,388,493
EBIT	7,275,474	12,059,143	12,732,909	23,635,570	25,026,065
Suma activos	453,167,992	441,052,294	429,110,553	436,488,195	439,046,940
Suma pasivos	272,000,415	256,015,376	239,548,171	236,227,798	227,338,627
Suma patrimonio	181,167,577	185,036,917	189,562,382	200,260,396	211,708,313
Summa activos-pasivo-patrimonio	-0	0	-0	0	0
Deuda financiera/patrimonio	0.598	0.458	0.318	0.243	0.146
Deuda financiera/EBITDA	4.198	2.704	1.830	1.404	0.852

Elaboración propia.

En este escenario podemos notar que para que las ventas se proyecten manteniendo un financiamiento eficiente, fue necesario amortizar S/ 5.1 millones, S/ 7.6 millones, S/ 7.6 millones, S/ 5.3 millones y S/ 10.3 millones desde el año 2019 al 2023 respectivamente. En este escenario vemos que el covenant deuda financiera/EBITDA aumenta a 4.1 debido a la multa adquirida, sin embargo, a partir del 2020 vuelve a ser menor a 3.6.

4.5.3 Escenario pesimista

Para este escenario se consideró una tasa de 3.2% como se explicó anteriormente.

Tabla 4.13

Proyección escenario pesimista

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo y efectivo de efectivo	13,075,893	13,495,169	13,927,890	14,374,485	14,835,400
Cuentas por cobrar comerciales, neto	116,979,756	120,730,692	124,601,901	128,597,239	132,720,688
Inventarios, neto	128,136,009	132,244,668	136,485,070	140,861,441	145,378,138
Bienes en derecho de uso	20,000,000	10,000,000	-	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	161,563,564	148,216,055	134,145,276	129,303,813	119,026,003
Intangibles, neto	9,823,550	8,905,600	8,320,983	7,236,367	6,151,750
Pasivos financieros	107,209,758	82,790,808	57,769,134	45,776,823	28,101,756
Cuentas por pagar comerciales	90,447,581	93,347,767	96,340,948	99,430,104	102,618,313
Otras cuentas por pagar	71,049,923	73,328,126	75,679,380	78,106,027	80,610,483
Capital emitido	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000
reserva legal	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000
excedente revaluacion	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Resultados acumulados	34,871,510	38,125,481	41,691,658	51,060,392	60,781,427
Resultado del ejercicio	1,089,387	4,067,464	4,457,722	11,710,917	12,151,294
Ventas	794,689,918	820,171,513	846,470,171	873,612,092	901,624,313
Costo de ventas	-596,017,438	-615,128,635	-634,852,629	-655,209,069	-676,218,235
Gastos de ventas	-39,734,496	-41,008,576	-42,323,509	-43,680,605	-45,081,216
Gastos de administración	-119,203,488	-123,025,727	-126,970,526	-131,041,814	-135,243,647
Otros gastos e ingresos operativos	-33,011,386	-30,097,509	-31,380,315	-22,525,035	-23,276,943
Gastos financieros	-5,097,159	-4,840,224	-4,289,878	-3,676,589	-3,668,012
Resultado antes del impuesto a las ganancias	1,625,951	6,070,842	6,653,316	17,478,981	18,136,260
Impuesto a las ganancias	-536,564	-2,003,378	-2,195,594	-5,768,064	-5,984,966
Dividendos	217,877.39	813,492.89	891,544.34	2,342,183.44	2,430,258.81
EBITDA	25,234,496	30,171,526	31,138,589	32,136,649	33,166,699
EBIT	6,723,110	10,911,067	10,943,194	21,155,570	21,804,272
Suma activos	449,578,772	433,592,184	417,481,120	420,373,345	418,111,979
Suma pasivos	268,707,262	249,466,702	229,789,462	223,312,953	211,330,552
Suma patrimonio	180,871,510	184,125,481	187,691,658	197,060,392	206,781,427
Summa activos-pasivo-patrimonio	-0	0	-0	-0	-0
Deuda financiera/patrimonio	0.593	0.450	0.308	0.232	0.136
Deuda financiera/EBITDA	4.249	2.744	1.855	1.424	0.847

Elaboración propia.

En este escenario, para lograr alcanzar las ventas proyectadas es necesario amortizar deuda del 2019 al 2023 a razón de S/ 6.2 millones, S/ 8.4 millones, S/ 8.2 millones, S/ 5.7 millones, S/ 11 millones anuales.

Nuevamente se ve aquí el covenant incrementado debido a la multa para LACTO S.A. en el 2019.

4.6 Valorización mediante el flujo de caja descontado

4.6.1 Flujo de caja descontado

Luego de proyectar los estados financieros, se procede a obtener el flujo de caja libre para cada escenario:

Tabla 4.14

Flujo de caja libre

Escenario optimista					
Rubro	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT *(1+t)	13,571,107	18,928,845	21,766,171	38,081,805	42,332,766
Depreciación y amortización	18,511,386	19,260,459	20,195,396	10,981,079	11,362,427
(-) Capex	-5,068,500	-4,995,000	-5,540,000	-5,055,000	0
(-) CTO	-7,278,632	-7,844,098	-8,453,493	-9,110,232	-9,817,992
FCL	19,735,362	25,350,207	27,968,074	34,897,652	43,877,201

Escenario conservador					
Rubro	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT *(1+t)	9,421,739	15,616,590	16,489,118	30,608,064	32,408,755
Depreciación y amortización	18,511,386	19,260,459	20,195,396	10,981,079	11,362,427
(-) Capex	-5,068,500	-4,995,000	-5,540,000	-5,055,000	0
(-) CTO	-4,348,336	-4,550,150	-4,761,332	-4,982,314	-5,213,553
FCL	18,516,289	25,331,899	26,383,182	31,551,829	38,557,629

Escenario pesimista					
Rubro	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT *(1+t)	8,706,427	14,129,831	14,171,436	27,396,463	28,236,533
Depreciación y amortización	18,511,386	19,260,459	20,195,396	10,981,079	11,362,427
(-) Capex	-5,068,500	-4,995,000	-5,540,000	-5,055,000	0
(-) CTO	-3,004,154	-3,100,481	-3,199,898	-3,302,502	-3,408,396
FCL	19,145,160	25,294,809	25,626,934	30,020,041	36,190,564

Elaboración propia.

De los resultados obtenidos, se puede notar que primeros años de proyección el flujo de caja libre es mayor en el escenario pesimista. Esto se debe a la inversión que debe realizar la compañía en el capital de trabajo para poder sostener su crecimiento, en otros escenarios esto es soportado por sus ingresos operativos, no obstante, este descalce se va regularizando con el paso de los años. En nuestro caso, hemos determinado una proyección de 5 años, dado que es un tiempo apropiado para esperar que una compañía obtenga los resultados de sus principales proyectos. Por ello es que en los últimos años tanto el escenario conservador como el optimista están por encima del pesimista.

4.6.2 WACC

Para traer a valor presente el flujo de caja se utiliza el WACC, en el capítulo anterior se explicó la forma para hallarla. Para empezar, tenemos el cálculo del Kd, el cual se calculó en base a la teoría del rating sintético desarrollado por Damodarán, este se comparó con el rating obtenido por la metodología de Fitch Rating, se eligió esta forma de hallar el kd porque se extrajo de una valorización a LAIVE en la que se resolvió por esta fórmula como la que mejor representa este índice. Primero se halla el spread de la compañía, se tomó la fuente de Damodarán para hallar y estando la compañía en ratio de cobertura de interés (EBITDA/Gasto financiero) al 2018 de 4.98 vemos que está relacionado a un spread de 1.56%.

Tabla 4.15

Ratio cobertura de interés

<i>If interest coverage ratio is</i>			
<i>></i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-100000	0.199999	D2/D	19.38%
0.2	0.649999	C2/C	14.54%
0.65	0.799999	Ca2/CC	11.08%
0.8	1.249999	Caa/CCC	9.00%
1.25	1.499999	B3/B-	6.60%
1.5	1.749999	B2/B	5.40%
1.75	1.999999	B1/B+	4.50%
2	2.2499999	Ba2/BB	3.60%
2.25	2.49999	Ba1/BB+	3.00%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	2.00%
3	4.249999	A3/A-	1.56%
4.25	5.499999	A2/A	1.38%
5.5	6.499999	A1/A+	1.25%
6.5	8.499999	Aa2/AA	1.00%
8.50	100000	Aaa/AAA	0.75%

Fuente: Damodarán (2019)

Luego, según la fórmula de Damodarán para hallar el kd, la empresa está bajo un riesgo país de 2.3% y una tasa libre de riesgo de 3%, (la procedencia de los datos anteriormente mencionados se explicó en el capítulo 2)

Tabla 4.16

Costo de la deuda

Tasa libre de riesgo (RF)	3%
Spread compañía	1.56%
Riesgo país	2.30%
Kd	6.093%

Elaboración propia.

Ya hallada todas las variables de la tasa de descuento, procedemos a hallar el WACC.

Tabla 4.17

WACC

Kd	6.093%
Ke	11.20%
E/(D+E)	58.34%
D/(D+E)	41.66%
(1-t)	70.50%
WACC	8.3258%

Elaboración propia.

4.6.3 Valor terminal

El valor terminal es el valor de los flujos futuros que tendrá la compañía del año 6 en adelante de manera indefinida. Se usó una tasa de crecimiento perpetuo de 4 % pues según MINAGRI es lo que se espera que crezca el PBI del sector agropecuario-pecuario a partir del 2022 (ver figura 3.8).

Tabla 4.18

Valor terminal

Variables	Optimista	Conservador	Pesimista
WACC	8.3%		
g	4%		
FCL año 2023	29,415,681	25,849,390	24,262,488
Valor terminal	1,054,880,817	926,989,452	895,938,905

Elaboración propia.

4.6.4 Valoración de la compañía

Luego de hallar el valor terminal y los flujos de caja proyectado, se trae a valor presente con la tasa del WACC, para esto es necesario dividir el valor de la compañía entre el número de acciones de LACTO S.A. que es de 80 millones de acciones.

Tabla 4.19

Cálculo precio por acción

Variables	Optimista	Conservador	Pesimista
VP FCL	116,583,188	108,199,275	105,344,630
VP Valor terminal	652,846,956	621,462,293	600,645,719
VP FCL + VP. V. Termin	769,430,144	729,661,568	705,990,348
Cash	S/12,669,643		
Deuda	S/128,520,000		

Valor compañía	653,579,787	613,811,211	590,139,992
Nº acciones	80000000		
Precio por acción	8.1697	7.6726	7.3767

Elaboración propia.

4.7 Evaluación de los centros de distribución

La gerencia tiene tres opciones para ampliar sus centros de distribución. El primero es implementar un nuevo centro de distribución. El segundo es tercerizar el servicio de almacenaje. El tercero es alquilar un almacén y sus instalaciones. Procederemos a realizar la evaluación de las propuestas.

En primer lugar, procederemos a realizar a evaluar cada proyecto individualmente. Para ello se obtuvieron los ingresos y egresos asociados a cada uno de los proyectos y posteriormente se descontaron los flujos usando la tasa WACC. Asimismo, para la primera opción hemos considerado un valor residual del proyecto, al igual que la proyección inicial se ha considerado 5 años además de un ahorro anual igual para las 3 opciones de S/ 1,260 millones en gastos de distribución.

Tabla 4.20

Opciones

IMPLEMENTACIÓN

Inversión	Importe
terreno	5,440,000
implementación de camara de frio	670,000
implementación almacen secos	900,000
equipos	600,000
Total Inversión	7,610,000

Costos mensuales:	Importe
mano de obra	60,000
materiales de operación	15,000
depreciación	20,000
mantenimiento de maquinaria y equipo	10,000
Total costo mensual	105,000

TERCERIZACION (OPCIÓN 2)

Costos mensuales:	Importe
alquiler seco	16,000
alquiler frio	22,000
Total costo mensual	38,000

ALQUILER (OPCIÓN 3)

Costos mensuales:	Importe
alquilar local	64,000
Total costo mensual	64,000

Elaboración propia.

Tabla 4.21

Opción 1

Acciones	0	1	2	3	4	5
Inversión	-7,610,000					
Costo anual		-1,260,000	-1,260,000	-1,260,000	-1,260,000	-1,260,000
Ahorro anual		1,265,000	1,265,000	1,265,000	1,265,000	1,265,000
Total	-7,610,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

VAN -7,590,207

Elaboración propia.

Tabla 4.22

Opción 2

Acciones	0	1	2	3	4	5
Inversión	-					
Costo anual		-456,000	-456,000	-456,000	-456,000	-456,000
Ahorro anual		1,265,000	1,265,000	1,265,000	1,265,000	1,265,000
Total	-	809,000	809,000	809,000	809,000	809,000

VAN 3,202,553

Elaboración propia.

Tabla 4.23

Opción 3

Acciones	0	1	2	3	4	5
Inversión	-					
Costo anual		-768,000	-768,000	-768,000	-768,000	-768,000
Ahorro anual		1,265,000	1,265,000	1,265,000	1,265,000	1,265,000
Total	-	497,000	497,000	497,000	497,000	497,000

VAN 1,967,452

Elaboración propia.

De los resultados anteriores podemos concluir que el proyecto más viable es el segundo proyecto que consiste en tercerizar el servicio debido a que el VAN es mayor que en los demás. Procedimos a considerar el escenario conservador para realizar la estimación del cambio de valor en las 3 opciones, proyectado a 5 años.

Para empezar la opción 1 de implementación:

Tabla 4.24

Proyección de la opción 1

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo y efectivo de efectivo	5,647,666	13,872,980	14,516,852	15,190,608	15,895,633
Cuentas por cobrar comerciales, neto	118,605,936	124,110,669	129,870,887	135,898,448	142,205,760
Inventarios, neto	129,917,276	135,946,990	142,256,555	148,858,959	155,767,794
Bienes en derecho de uso	20,000,000	10,000,000	-	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	178,033,324	154,304,055	139,472,276	133,869,813	122,831,003
Intangibles, neto	9,823,550	8,905,600	8,320,983	7,236,367	6,151,750
Pasivos financieros	108,257,873	84,673,223	60,253,695	48,611,916	31,015,125
Cuentas por pagar comerciales	91,704,927	95,961,132	100,414,875	105,075,325	109,952,076
Otras cuentas por pagar	72,037,615	75,381,021	78,879,601	82,540,557	86,371,425
Capital emitido	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000
reserva legal	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000
excedente revaluacion	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Resultados acumulados	45,270,993	48,276,369	51,519,527	60,497,475	69,767,249
Resultado del ejercicio	14,088,741	3,756,720	4,053,947	11,222,435	11,587,217
Ventas	805,737,202	843,133,037	882,264,485	923,212,101	966,060,175
Costo de ventas	-604,407,901	-633,200,651	-663,329,728	-694,857,154	-727,847,830
Gastos de ventas	-40,286,860	-42,156,652	-44,113,224	-46,160,605	-48,303,009
Gastos de administración	-121,601,580	-127,230,956	-133,100,673	-139,242,815	-145,670,026
Otros gastos e ingresos operativos	-13,315,729	-30,097,509	-31,380,315	-22,525,035	-23,276,943
Gastos financieros	-5,097,159	-4,840,224	-4,289,878	-3,676,589	-3,668,012
Resultado antes del impuesto a las gan.	21,027,972	5,607,045	6,050,668	16,749,903	17,294,354
Impuesto a las ganancias	-6,939,231	-1,850,325	-1,996,720	-5,527,468	-5,707,137
Dividendos	2,817,748.27	751,344.08	810,789.48	2,244,486.95	2,317,443.44
EBITDA	45,377,517	30,448,729	31,276,941	32,148,571	33,065,794
EBIT	26,125,131	10,447,270	10,340,545	20,426,492	20,962,367
Deuda financiera/patrimonio	0.566	0.436	0.305	0.235	0.144
Deuda financiera/EBITDA	2.386	2.781	1.926	1.512	0.938
EBIT *(1+t)	33,832,045	13,529,214	13,391,006	26,452,307	27,146,265
Depreciación y amortización	19,252,386	20,001,459	20,936,396	11,722,079	12,103,427
(-) Capex	-12,678,500	-4,995,000	-5,540,000	-5,055,000	0
(-) CTO	3,261,664	-12,160,150	-4,761,332	-4,982,314	-5,213,553
FCL	43,667,595	16,375,523	24,026,070	28,137,072	34,036,139
WACC	8.33%	8.33%	8.33%	8.33%	8.33%
tasa g					4.00%
FCL AÑO 2023 (Valor terminal)					818,285,320
VP FCL	40,311,344	13,955,043	18,901,085	20,433,882	22,818,142
VP Valor terminal					548,586,039
Valor compañía	665,005,534				
Precio por acción	6.86444				

Elaboración propia.

Las partidas de la proyección resaltadas en rojo son aquellas que cambian con la implementación del centro de distribución.

Aumenta la propiedad planta y equipo producto de la inversión del centro de almacenamiento. Los costos de venta aumentan debido a los costos mensuales de mano de obra, materiales operación, depreciación y mantenimiento de maquinaria y equipo que están relacionadas al costo del producto, la otra parte de los costos mensuales van a gastos de venta pues están relacionados a la distribución para venta. Otra parte de la depreciación que corresponde a las ventas se reducen en el estado de situación financiera en el rubro

de gastos de venta. Además, se ve que hay un ahorro mensual el cual se ve reflejado en el costo de venta y en los gastos de venta, sin embargo, según se vio en el flujo del VAN los gastos por mantener este centro de almacenamiento son mucho mayores que los ahorros obtenidos.

A su vez, aumenta el capex por la inversión en activo fijo y en general se puede apreciar que el precio por acción disminuye, en su mayoría, debido al aumento de capex y del incremento del gasto por dichas operaciones. Obtenemos aquí un menor precio de la acción de 6.86 soles.

Lo positivo de esta opción es que estabiliza los covenants al año 2019 por lo que podría pedirse un préstamo para financiarlo, pues en el escenario conservador el covenant está en más de 4 y no permitía financiamiento con bancos.

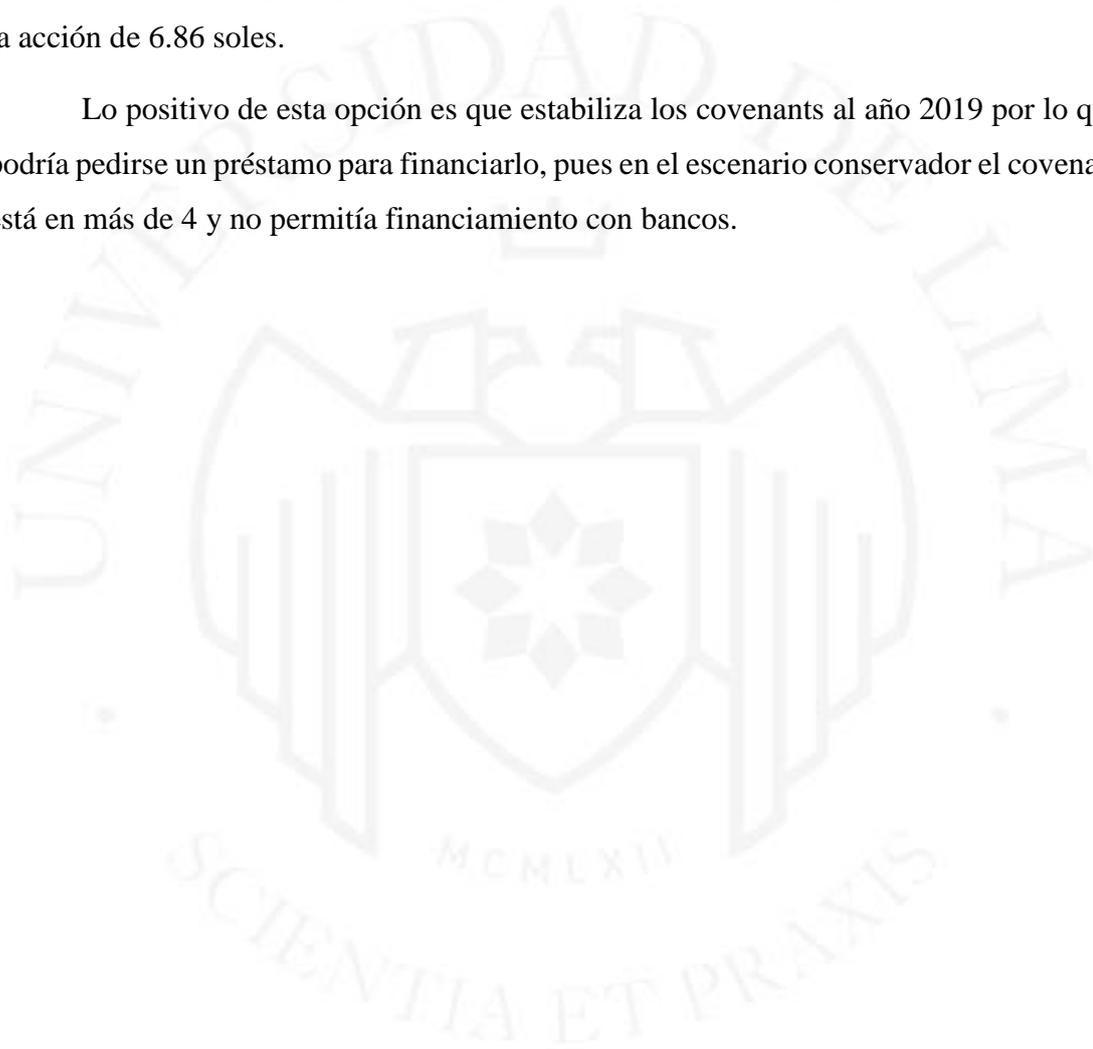


Tabla 4.25

Proyección de la opción 2

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo y efectivo de efectivo	12,853,166	13,468,480	14,112,352	14,786,108	15,491,133
Cuentas por cobrar comerciales, neto	118,605,936	124,110,669	129,870,887	135,898,448	142,205,760
Inventarios, neto	129,917,276	135,946,990	142,256,555	148,858,959	155,767,794
Bienes en derecho de uso	20,000,000	10,000,000	-	-	-
Propiedades, planta y equipo, neto	161,563,564	148,216,055	134,145,276	129,303,813	119,026,003
Intangibles, neto	9,823,550	8,905,600	8,320,983	7,236,367	6,151,750
Pasivos financieros	108,257,873	84,673,223	60,253,695	48,611,916	31,015,125
Cuentas por pagar comerciales	91,704,927	95,961,132	100,414,875	105,075,325	109,952,076
Otras cuentas por pagar	72,037,615	75,381,021	78,879,601	82,540,557	86,371,425
Capital emitido	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000
reserva legal	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000
excedente revaluacion	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Resultados acumulados	24,873,209	29,176,173	23,314,918	29,562,217	36,342,607
Resultado del ejercicio	2,001,501	5,378,705	6,198,861	14,185,563	14,851,925
Ventas	805,737,202	843,133,037	882,264,485	923,212,101	966,060,175
Costo de ventas	-603,898,401	-631,945,278	-661,293,864	-692,004,576	-724,140,631
Gastos de ventas	-39,882,360	-41,752,152	-43,708,724	-45,351,605	-47,898,509
Gastos de administración	-120,860,580	-126,469,956	-132,339,673	-138,481,815	-144,909,026
Otros gastos e ingresos operativos	-33,011,386	-30,097,509	-31,380,315	-22,525,035	-23,276,943
Gastos financieros	-5,097,159	-4,840,224	-4,289,878	-3,676,589	-3,668,012
Resultado antes del impuesto a las ganancias	2,987,315	8,027,919	9,252,032	21,172,481	22,167,053
Impuesto a las ganancias	-985,814	-2,649,213	-3,053,170	-6,986,919	-7,315,127
Dividendos	400,300.20	1,075,741.10	1,239,772.25	2,837,112.50	2,970,385.08
EBITDA	26,595,860	32,128,602	33,737,305	35,830,150	37,197,493
EBIT	8,084,474	12,868,143	13,541,909	24,849,070	25,835,065
Deuda financiera/patrimonio	0.634	0.483	0.356	0.277	0.170
Deuda financiera/EBITDA	4.070	2.635	1.786	1.357	0.834
EBIT *(1-t)	10,469,394	16,664,245	17,536,773	32,179,546	33,456,410
Depreciación y amortización	18,511,386	19,260,459	20,195,396	10,981,079	11,362,427
(-) Capex	-5,068,500	-4,995,000	-5,540,000	-5,055,000	0
(-) CTO	-3,943,836	-4,550,150	-4,761,332	-4,982,314	-5,213,553
FCL	19,968,444	26,379,554	27,430,837	33,123,311	39,605,284
WACC	8.33%	8.33%	8.33%	8.33%	8.33%
tasa g					4.00%
FCL AÑO 2023 (Valor terminal)					952,176,819
VP FCL	18,433,688	22,480,369	21,579,583	24,055,021	26,551,748
VP Valor terminal					638,348,136
Valor compañía	751,448,545				
Precio por acción	7.94498				

Elaboración propia.

Para esta opción solo varían los costos de ventas, gastos de ventas por el gasto en la tercerización. También se le quito del efectivo el gasto que constituye la tercerización y lo que se puede apreciar es que el precio por acción aumentó con respecto a la opción 1 y al escenario conservador debido al aumento de valor que produce el ahorro generado que es mayor que los gastos por tercerización, es una buena opción pues tampoco requiere financiamiento y lograr estabilizar los covenants a partir del año 2020.

Tabla 4.26

Proyección de la opción 3

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo y efectivo de efectivo	12,489,666	13,104,980	13,748,852	14,422,608	15,127,633
Cuentas por cobrar comerciales, neto	118,605,936	124,110,669	129,870,887	135,898,448	142,205,760
Inventarios, neto	129,917,276	135,946,990	142,256,555	148,858,959	155,767,794
Bienes en derecho de uso	22,698,033	12,023,525	1,349,016	674,508	-
Propiedades, planta y equipo, neto	161,563,564	148,216,055	134,145,276	129,303,813	119,026,003
Intangibles, neto	9,823,550	8,905,600	8,320,983	7,236,367	6,151,750
Pasivos financieros	131,145,863	130,437,151	129,764,476	129,126,006	128,520,000
Cuentas por pagar comerciales	91,704,927	95,961,132	100,414,875	105,075,325	109,952,076
Otras cuentas por pagar	72,037,615	75,381,021	78,879,601	82,540,557	86,371,425
Capital emitido	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000	80,000,000
reserva legal	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000	16,000,000
excedente revaluacion	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Resultados acumulados	24,333,012	17,347,437	10,906,320	16,338,610	22,503,402
Resultado del ejercicio	1,326,255	4,678,022	5,474,033	13,166,802	14,082,429
Ventas	805,737,202	843,133,037	882,264,485	923,212,101	966,060,175
Costo de ventas	-604,054,401	-632,101,278	-661,449,864	-692,160,576	-724,296,631
Gastos de ventas	-40,712,868	-42,582,660	-44,539,233	-46,586,613	-48,729,017
Gastos de administración	-120,860,580	-126,469,956	-132,339,673	-138,481,815	-144,909,026
Otros gastos e ingresos operativos	-33,011,386	-30,097,509	-31,380,315	-22,525,035	-23,276,943
Gastos financieros	-5,118,481	-4,899,513	-4,385,203	-3,806,118	-3,830,007
Resultado antes del impuesto a las ganancias	1,979,485	6,982,122	8,170,198	19,651,944	21,018,550
Impuesto a las ganancias	-653,230	-2,304,100	-2,696,165	-6,485,141	-6,936,122
Dividendos	265,251.02	935,604.32	1,094,806.57	2,633,360.47	2,816,485.74
EBITDA	26,283,860	31,816,602	33,425,305	35,113,650	36,885,493
EBIT	7,097,966	11,881,635	12,555,401	23,458,062	24,848,557
Deuda financiera/patrimonio	0.770	0.799	0.827	0.795	0.763
Deuda financiera/EBITDA	4.990	4.100	3.882	3.677	3.484
EBIT $\times (1-t)$	9,191,866	15,386,717	16,259,244	30,378,191	32,178,881
Depreciación y amortización	19,185,894	19,934,967	20,869,904	11,655,588	12,036,935
(-) Capex	-5,068,500	-4,995,000	-5,540,000	-5,055,000	0
(-) CTO	-3,580,336	-4,550,150	-4,761,332	-4,982,314	-5,213,553
FCL	19,728,924	25,776,534	26,827,817	31,996,464	39,002,264
WACC	8.33%	8.33%	8.33%	8.33%	8.33%
tasa g					4.00%
FCL AÑO 2023 (Valor terminal)					937,679,218
VP FCL	18,212,577	21,966,482	21,105,193	23,236,675	26,147,478
VP Valor terminal					628,628,811
Valor compañía	739,297,215				
Precio por acción	7.79309				

Elaboración propia.

Para este caso se asumió que el alquiler tiene un plazo de 5 años. Se ve que aumenta los bienes por derecho de uso debido a que este alquiler se considera según la NIIF 16, la cual aplica la empresa a partir del 2019, un arrendamiento financiero, por ello aumenta esta partida en el valor presente del alquiler con un periodo de 5 años, por otro lado, aumentan los pasivos financieros y los gastos financieros, disminuye el costo de ventas y los gastos de ventas debido al ahorro que genera el alquiler, y el efectivo baja como consecuencia del pago del alquiler. Se observa un aumento del precio de la acción debido al ahorro que genera esta opción.

Observamos que los covenants aumentaron para todos los años debido a los gastos financieros, lo que haría imposible financiarse mediante bancos.

Para contabilizar el arrendamiento financiero se utilizaron los siguientes asientos en el año 2018.

Figura 4.14

Asientos contables

FECHA	CODIGO	PARTIDAS CONTABLES	DEBE	HABER
		1		
2-Ene-19	32	Bienes en derecho de uso	3,372,541	
	323	Propiedad, planta y equipo - Arrendamiento operativo		
	48	Provisiones		3,372,541
	487	Provisiones para activos por derecho de uso		
		Reconocimiento inicial de la operación de arrendamiento operativo (NIIF 16.22)		
		2		
31-Dic-19	67	Gastos financieros	21,321.42	
	679	Otros gastos financieros		
	48	Provisiones		21,321.42
	487	Provisiones para activos por derecho de uso		
		Reconocimiento de la actualización del costo del dinero en el tiempo, de pasivos medidos a valores descontados		
		3		
31-Dic-19	68	Valuación y deterioro de activos y provisiones	56,209.02	
	683	Depreciación de activos por derecho de uso		
	39	Depreciación y amortización acumulados		56,209.02
	394	Depreciación acumulada - Arrendamiento operativo		
		Depreciación ANUAL de activos por derecho de uso originados en arrendamientos operativos		
		4		
	48	Provisiones	768,000.00	
	487	Provisiones para activos por derecho de uso		
	10	Efectivo equivalente efectivo		768,000.00
	101	Caja		
		Pago de la cuota por el arrendamiento operativo.		

Elaboración propia.

De las 3 opciones logramos ver que la opción 2 es la que incluso conlleva un mayor valor por acción además del mayor valor actual neto. En conclusión, la empresa está en condiciones de asumir ese gasto, pues realmente le trae beneficios económicos a largo plazo.

4.8 Adquisición de una empresa del sector ganadero

La gerencia indica que tiene avanzadas las negociaciones para la compra de una empresa del sector ganadero que provea de leche directa. Se espera realizar la compra de la compañía con crédito y se ha estimado que el precio que se pagará será de USD 4 millones. De acuerdo a los estudios realizados por la gerencia, se ha llegado a la conclusión de que esta inversión de comprar a la empresa productora de leche se recuperará en 8 años.

Se realizó el estado de situación financiera y el estado de resultados de la compañía productora de leche, al cual hemos denominado GANADERA S.A. Los accionistas de esta compañía valorizaron la compañía y acordaron como precio de venta USD 4 millones, el cual se contabiliza a un tipo de cambio SBS de 3.369 del 31 de diciembre de 2018, además se ha decidido mantenerla como una subsidiaria con una participación del 97%, lo que da un total de compra de S/ 13,476,000.

A continuación, muestran el estado de situación financiera y el estado de resultados por el periodo terminado al 31 de diciembre de 2018.

Figura 4.15

Estado de situación financiera de GANADERA S.A.

GANADERA S.A.

Estado de situación financiera por el año terminado al 31 de diciembre del 2018

	<u>2018</u>		<u>2018</u>
ACTIVOS		PASIVOS	
ACTIVOS CORRIENTES		PASIVOS CORRIENTES	
Efectivo	489,008	Cuentas por pagar comerciales	2,980,077
Cuentas por cobrar comerciales	2,140,997	Otras cuentas por pagar	493,468
Inventarios	392,200		
Gastos pagados por anticipado	670,000	Total pasivos corrientes	3,473,545
Total activos corrientes	3,692,205	PASIVOS NO CORRIENTES	
		Otras cuentas por pagar	3,573,606
		Total pasivos no corrientes	3,573,606
ACTIVOS NO CORRIENTES		Total pasivos	7,047,151
Cuentas por cobrar comerciales	300,022		
Activos biológicos	4,043,468	PATRIMONIO	
Propiedad, planta y equipo, neto	12,011,456	Capital social emitido	10,876,800
		Reserva legal	1,087,680
Total activos no corrientes	16,354,946	Resultados acumulados	1,035,520
		Total patrimonio	13,000,000
Total activos	20,047,151	Total pasivo y patrimonio	20,047,151

Elaboración propia.

Figura 4.16

Estado de resultados de GANADERA S.A.

GANADERA S.A.

Estado de resultados por los años terminados el 31 de diciembre de 2018

Ventas	2,340,010
Costo de venta	-702,003
Utilidad bruta	1,638,007
Otros gastos operativos	-92,100
Gastos administrativos	-602,033
Gastos de ventas	-534,092
Utilidad operativa	409,782
Gastos financieros	-
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	409,782
Impuesto a las ganancias	-36,418
Utilidad neta del ejercicio	373,364

Elaboración propia.

Según lo conversado con el ingeniero de zootecnia Esteban Mixan, es muy complicado tener una empresa ganadera tan grande pues necesitaría muchísimas hectáreas para que las vacas puedan pastar, él comentó el caso de GLORIA, si bien es cierto tiene como subsidiaria a una ganadera, esta tiene tan solo 4,500 vacas, entre terneras y vacas en producción, esto se debe a que lo usa de muestra para saber cuál es el costo de producir la leche cruda que ellos le compran a diversos productores a lo largo del Perú. La empresa GLORIA no usa esa subsidiaria para ahorrar costos sino para saber cuál es el costo y la calidad promedio de la industria y de esta manera tener una referencia de a cuánto le deberían vender la leche sus proveedores. De la información brindada por el ingeniero se conoció que una vaca de Lima en promedio el 2018 generó 30.4 litros de leche al día en promedio en los mejores establos de la cuenca de Lima, esto según el Servicio Oficial de Productividad Lechera.

Figura 4.17

Producción promedio por vaca

LOS MEJORES ESTABLOS - CUENCA DE LIMA										
AÑO - 2018										
ORDEN	ESTABLO	NÚMERO DE VACAS EN ORDENO			PROMEDIO DIARIO GENERAL	PROMEDIO VACAS EN ORDENO	PERIODO DE SECA	INTERVALO ENTRE PARTOS	PADRE IDENT	PROPIETARIO
		Nº	Nº	%	Leche Kg.	Leche Kg.	(Días)	(Meses)	(%)	
CATEGORÍA MÁS DE 229 VACAS										
1º	DON MATIAS	280	266	95	38.1	40.1	62	14.9	86	AGROPECUARIA ANGUS
2º	GRANADOS	513	463	90	33.6	37.2	73	14.3	89	ADA ACHIC E.
3º	LA QUERENCIA	366	339	92	29.5	31.8	58	13.8	93	ROBIN WATSON
4º	LA VIÑA	583	524	90	28.6	31.8	73	15.7	93	GANADERIA LOS TILOS
5º	SANTA JUANA	1,440	1,280	88	28.1	31.6	68	15.9	91	SOC. AGROP. CAMAY
CATEGORÍA HASTA 229 VACAS										
1º	LOS SAUCES	42	39	92	32.2	34.4	70	16.6	78	DIANA CUNLIFFE S.
2º	EL LABRADOR	229	204	89	26.0	29.1	67	14.2	97	F.D.A. UNA - LA MOLINA
3º	EL PORVENIR	202	177	87	24.4	27.8	55	15.1	49	E.A.A. ANDAHUASI SA.
4º	SANTA FE	41	36	89	23.4	26.3	62	14.5	81	FERNANSO HERRERA ESTRADA
5º	LA MOLINA	73	67	92	22.6	24.3	79	16.7	96	UNA - LA MOLIN
CUENCA:										
PROMEDIO		335	300	89	27.3	30.4	72	15.4	84	
TOTAL :		20 Establos*; 6,709 Vacas								

Fuente: Servicio Oficial de Productividad Lechera (2019)

De la gerencia se logró conocer que en el Perú se produce alrededor de 2 mil millones de litros de leche cruda al año, de estos el 52% es acopiada y procesada por la industria mayor, y de ese porcentaje LACTO S.A. procesa el 9%, lo que da un total de 93.6 millones de litros al año. Si multiplicamos la producción total de leche que LACTO S.A. procesa entre el promedio de producción de leche de una vaca anual logramos obtener que LACTO S.A. necesitaría alrededor de 8,435 vacas que produzcan 30.4 litros diario para abastecer su producción. En cuanto a GLOSS que es su principal competidor acopia el 72% obteniendo una necesidad de 67,483 vacas para abastecer su producción.

En Lima no hay empresas de esa envergadura a la venta ya que tener un ganado tan grande requiere de varias hectáreas de pastado además de un mucho mayor conocimiento del mercado y personal para vigilar y cuidar a las vacas entre medicamentos y otros. Debido a esto se ha decidido que LACTO S.A. seguirá el ejemplo de GLORIA de tener una muestra de ganado para supervisar los costos de producción de leche cruda que también le traiga beneficios en reducción de costos, aunque no en gran medida.

Tabla 4.27

Producción de LACTO S.A. Y GLOSS

Empresa	Producción de leche anual (lt)	Producción promedio anual/vaca/litro	Nº vacas prom
GLOSS	93,600,000	11096	8,435.47
LACTO	748,800,000	11096	67,483.78

Elaboración propia.

Se presentó el supuesto de que la empresa adquirida GANADERA S.A. tiene un total de 300 vacas en producción y 450 terneras, a un valor de S/ 6,256 cada vaca en producción y S/4,400 cada ternera.

Tabla 4.28

Composición de GANADERA S.A.

GANADERA SA				
Descripción	und	%	Valor unitario	Valor total
Productoras	492	66%	4,400	2,166,608.85
Terneras	300	34%	6,256	1,876,859.50
Total	750	100%	10,656	4,043,468

Elaboración propia.

Para sacar el costo de cada vaca y el porcentaje entre productoras y terneras se tomó como ejemplo a la empresa AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A., la cual es una empresa ganadera que tiene sus estados financieros publicados en la SMV y en sus notas a los estados financieros detallan el rubro de activos biológicos.

Tabla 4.29

Composición de AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.

AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.				
Descripción	und	Total S/.	%	Costo unitario
Terneras	90	396,000	34%	4,400.00
Productoras	121	757,000	66%	6,256.20
Total	211	1,153,000	100%	10,656

Fuente: SMV (2019)

Elaboración propia.

De esta empresa se tuvo como supuesto el mismo porcentaje entre terneras y vacas productoras, y el costo unitario se obtuvo del total costo de vacas entre las unidades.

Tabla 4.30

Composición de GLORIA S.A.

GLORIA S.A.				
Descripción	und	%	Valor total	Valor unitario
Terneras	2,083	41%	7,354,255	3,531
Productoras	2513	59%	10,456,745	4,161
Total	4596	100%	17,811,000	7,692

Fuente: SMV (2019)

Elaboración propia.

Debido a que la empresa quiere llegar a tener una muestra de la misma manera que GLORIA S.A. se extrajo de sus estados financieros consolidados la descripción de su activo biológico y además se comparó a GLORIA con GLOSS y tienen el mismo porcentaje de ventas y producción por ello, se tomó el supuesto de que GLORIA necesitaría el mismo número de vacas que GLOSS para abastecer su producción, lo que significa que si GLORIA quisiera tener una muestra de ganado, este sería de 3.72% del total de vacas que necesita para abastecer su demanda, que comparándolo con GLOSS, sería de 67,483 vacas. Por este motivo la empresa usará dicha tasa como meta para GANADERA S.A., que asciende a 314 vacas en producción. Además, se reducirá el número de terneras al porcentaje que posee GLORIA que es de 41% lo cual haría que descienda el número de terneras a 221. Todo lo mencionado anteriormente se planeó realizarlo al 2020.

Tabla 4.31

Proyección activo biológico al 2020

GANADERA SA		
Descripción	und	%
Terneras	221	41%
Productoras	314	59%
Total	750	100%

Elaboración propia.

Apenas se adquirió la empresa se hizo un cálculo del valor razonable de sus activos biológicos y se encontró que hubo una disminución del valor en el año 2019.

Tabla 4.32

Determinación de la ganancia o pérdida del valor razonable

DETERMINACIÓN DE LA GANANCIA O PERDIDA DEL VALOR RAZONABLE

Descripción	1	2	3	4	5	6	7	8
Venta de leche litro/vaca/anual			9,321	11,984	13,315	12,649	9,321	
Costo de venta litro/vaca/anual			6,214	7,989	8,877	8,433	6,214	
costo mantenimiento	-2,000	-2,000						
Venta para carne								800
Flujo anual	-2,000	-2,000	3,107	3,995	4,438	4,216	3,107	800
VP presente del flujo anual	-1,846	-1,704	2,444	2,901	2,976	2,610	1,775	422

Rendimiento de una vaca lechera

1	2	3	4	5	6	7	8
-	-	70%	90%	100%	95%	70%	venta como carne

VP de los flujos	S/ 5,719.13
Valor en libros	S/ 6,256.20
Ajuste por ganancia/vaca	S/ -537.06

Produccion diaria de leche por vaca 2018	30.4
Produccion anual de leche por vaca 2018	11096
Precio litro de leche	1.2
costo litro de leche	0.8

Elaboración propia.

La disminución del valor de la vaca será multiplicada por las 300 vacas productoras que tiene la empresa, lo cual da un total de S/ 161,119, este importe disminuirá los activos biológicos de la empresa, así como también se registra una pérdida por valor razonable.

Esta disminución se ve reflejado en sus estados financieros de la empresa GANADERA S.A. de la siguiente manera:

Figura 4.18

Estado de situación financiera de GANADERA S.A.

GANADERA S.A.

Estado de situación financiera por el año terminado al 31 de diciembre del 2018

	<u>2019</u>		<u>2019</u>
ACTIVOS		PASIVOS	
ACTIVOS CORRIENTES		PASIVOS CORRIENTES	
Efectivo	489,008	Cuentas por pagar comerciales	2,980,077
Cuentas por cobrar comerciales	2,140,997	Otras cuentas por pagar	493,468
Inventarios	392,200		
Gastos pagados por anticipado	670,000	Total pasivos corrientes	3,473,545
Total activos corrientes	3,692,205	PASIVOS NO CORRIENTES	
		Otras cuentas por pagar	3,573,606
		Total pasivos no corrientes	3,573,606
ACTIVOS NO CORRIENTES		Total pasivos	7,047,151
Cuentas por cobrar comerciales	300,022		
Activos biológicos	3,882,349	PATRIMONIO	
Propiedad, planta y equipo, neto	12,011,456	Capital social emitido	10,876,800
		Reserva legal	1,087,680
Total activos no corrientes	16,193,827	Resultados acumulados	874,401
		Resultado del ejercicio	-161,119
		Total patrimonio	12,838,881
Total activos	19,886,032	Total pasivo y patrimonio	19,886,032

Elaboración propia.



Figura 4.19

Estado de Resultados de GANADERA S.A.

GANADERA S.A.

Estado de resultados por los años terminados el 31 de diciembre de 2018

	<u>2019</u>
Ventas	2,340,010
Costo de venta	-702,003
Utilidad bruta antes de ajustes por activos biológicos	1,638,007
Pérdida neta derivada del cambio en el valor razonable	-161,119
Utilidad después de ajustes por activos biológicos	1,476,888
Otros gastos operativos	-92,100
Gastos administrativos	-602,033
Gastos de ventas	-534,092
Utilidad operativa	248,663
Gastos financieros	-
Utilidad antes de impuesto a las ganancias	248,663
Impuesto a las ganancias	-36,418
Utilidad neta del ejercicio	212,245

Elaboración propia.

Se tiene como supuesto que esta medición se realiza a principios del 2019 apenas se adquiere la empresa. Con la pérdida de valor razonable cambia los estados financieros de la empresa GANADERA S.A., en el activo disminuyendo el activo biológico y en el estado de resultados se reconoce una pérdida por valor razonable, lo cual se ve reflejado en el estado de situación financiera en los resultados del ejercicio, en la figura anterior se puso la variación como ejemplo en la cuenta resultados del ejercicio, lo cual genera una pérdida de valor en el patrimonio que tendrá que reconocer LACTO S.A. a final del año 2019 de la siguiente manera.

Tabla 4.33

Estado financiero de LACTO S.A. luego de la adquisición de GANADERA S.A.

Partidas	2019
Efectivo y efectivo de efectivo	21,763,822
Cuentas por cobrar comerciales, neto	118,605,936
Inventarios, neto	129,917,276
Bienes en derecho de uso	20,000,000
Propiedades, planta y equipo, neto	161,563,564
Intangibles, neto	9,823,550
Inversión en subsidiarias	13,319,714
Pasivos financieros	121,174,580
Cuentas por pagar comerciales	91,704,927
Otras cuentas por pagar	72,037,615
Capital emitido	80,000,000
reserva legal	16,000,000
excedente revaluación	50,000,000
Resultados acumulados	33,634,038
Resultado del ejercicio	-457,453
Ventas	805,737,202
Costo de ventas	-604,302,901
Gastos de ventas	-40,286,860
Gastos de administración	-120,860,580
Otros gastos e ingresos operativos	-35,011,386
Gasto por participación patrimonial en asociada	-156,286
Gastos financieros	-5,801,954
Resultado antes del impuesto a las ganancias	-682,766
Impuesto a las ganancias	225,313

Elaboración propia.

Se resaltó en morado las partidas que cambiaron luego de la adquisición de la GANADERA S.A. y su posterior cambio en la medición del valor razonable. A raíz de la compra de la empresa ganadera aumenta la partida de inversión en subsidiarias y por otro lado en el estado de resultados se agrega un gasto por participación patrimonial en asociada al final del 2019, esta cuenta al no ser parte del flujo operativo no afecta el flujo de caja libre por lo que representa un mayor flujo de caja libre y un mayor valor de la compañía, por otro lado, la deuda pedida para la inversión en subsidiaria si afecta al covenant que se tiene de deuda financiera/ EBITDA máxima de 3.6, pues al proyectar el escenario conservador ya superaba este covenant por los préstamos adquiridos, ahora con este préstamo el covenant está en razón de 5.09 lo cual hace que deba buscar otra fuente de financiamiento quizás de otro banco o también puede vender cuentas por cobrar para financiarse ya que posee S/ 118 millones en cuentas por cobrar, otra manera también sería acortar sus días de cobro.

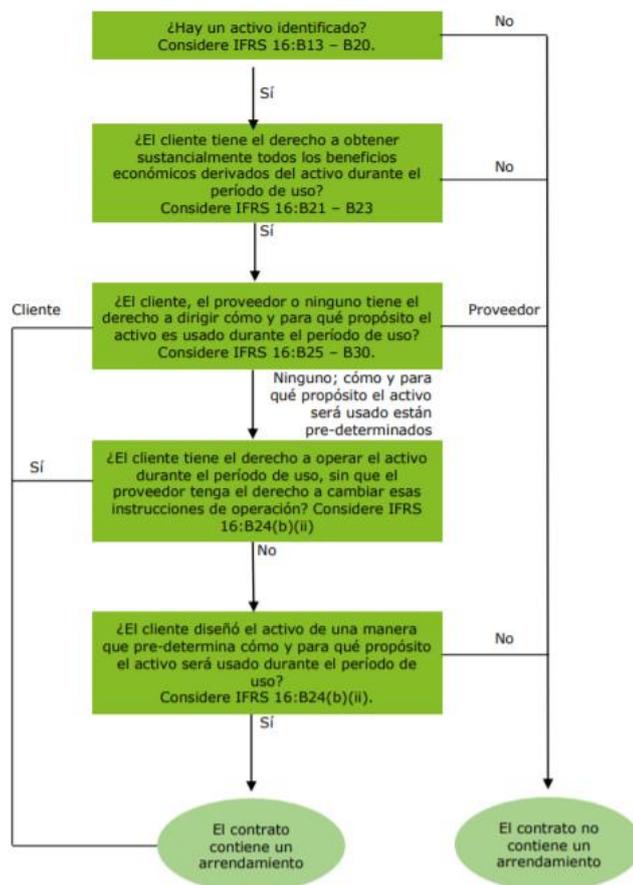
Se recomienda la adquisición de esta empresa del sector ganadero denominado GANADERA SA, la cual se usará como muestra para lograr los precios óptimos y calidad de la leche de vaca que compra a sus proveedores. No generará un mayor valor en el precio de la acción.

4.9 Evaluación de la NIIF 16 “Arrendamientos”

Con la finalidad de evaluar el impacto de la NIIF 16 en la valorización de la compañía procedimos en primer lugar a identificar aquellos arrendamientos que a la fecha posee la compañía, o contratos que cumplan con la definición de arrendamiento y que por tanto entren dentro del alcance de la norma.

Figura 4.20

Identificación de un arrendamiento



Fuente: Deloitte (2016).

En primer lugar, se procede a identificar los arrendamientos que pueda tener la compañía, Se menciona que la empresa obtiene dos arrendamientos en el 2018 a s/ 40 millones con tasas de los cuales al cierre del 2018 tienen deuda pendiente de S/ 30 millones con bancos a tasas de interés de 5% y 6% anual respectivamente, con un plazo de pago aún de 3 años. Entonces aquí realmente nos encontramos ante un contrato de arrendamiento. La NIIF 16 no procura cambios para los arrendamientos financieros, pero sí para los arrendamientos operativos, sin embargo, hemos notado que lo que si cambia en el arrendamiento financiero es la partida, pues cambia de nombre a Bienes por derecho de uso. Lo que se hizo fue reclasificar la partida mediante los siguientes asientos.

Figura 4.21

Asiento contable

FECHA	CODIGO	PARTIDAS CONTABLES	DEBE	HABER
31-Dic-18	32	Bienes en derecho de uso	30,000,000	
	323	Propiedad, planta y equipo - Arrendamiento operativo		
	33	Inmueble, maquinaria y equipo		30,000,000
	333	Maquinarias y equipos de explotación Reclasificación.		

Elaboración propia.

Al ser lo único que cambia, la partida mas no la naturaleza, este activo se deprecia del mismo modo en los 3 años restantes a una tasa del 25% anual.

En cuanto a los arrendamientos financieros, se consideró que pudiese existir un contrato en las opciones de implementación del nuevo centro de distribución en las opciones de tercerización y alquiler, Para evaluar si existe o no un contrato podemos basarnos en la figura 4.20.

Como parte de las conversaciones sobre la tercerización del centro de distribución, el proveedor ofrece no solo el ambiente sino también el personal a cargo, en este caso el proveedor es el que tiene el control del espacio y el personal. Se tiene el supuesto de que este local no podrá ser usado con otros fines, debido a esto podemos concluir que el cliente no tiene el derecho a exigir cómo y para qué propósito será usado el activo y que por tanto queda fuera del alcance de la NIIF 16.

Otra opción para la ampliación de los centros de distribución, en este caso tenemos que el proveedor ha precisado el alquiler del ambiente, no hay mayor

intervención. Se observa que cumple con las especificaciones de un arrendamiento y por ende estaría dentro de la aplicación de la NIIF 16. A continuación se explica lo asumido para el arrendamiento.

- Plazo del contrato. 5 años
- Costo mensual. 64 mil soles
- Costo anual. 768 mil soles
- Tasa. 5.23%. Tasa de Scotiabank

Para empezar, se trae a valor presente los flujos futuros.

Tabla 4.34
Cronograma

IMPORTES ANUALES		
VALOR PRESENTE	INTERESES	TOTAL CUOTAS
S/.746,678.58	21,321.42	S/.768,000
S/.708,711.44	S/.59,288.56	S/.768,000
S/.672,674.86	S/.95,325.14	S/.768,000
S/.638,470.66	S/.129,529.34	S/.768,000
S/.606,005.69	S/.161,994.31	S/.768,000
3,372,541	467,459	3,840,000

Elaboración propia.

Del cronograma anterior logramos identificar el importe en libros del activo por derecho de uso, el cual asciende a S/ 3,372,541. Luego se efectúan los asientos anuales.

Tabla 4.35

Asientos contables

FECHA	CODIGO	PARTIDAS CONTABLES	DEBE	HABER
2-Ene-19	32	1 Bienes en derecho de uso	3,372,541	3,372,541
	323	Propiedad, planta y equipo - Arrendamiento operativo		
	48	Provisiones		
	487	Provisiones para activos por derecho de uso		
		Reconocimiento inicial de la operación de arrendamiento operativo (NIIF 16.22)		
31-Dic-19		2	21,321.42	21,321.42
	67	Gastos financieros		
	679	Otros gastos financieros		
	48	Provisiones		
	487	Provisiones para activos por derecho de uso		
		Reconocimiento de la actualización del costo del dinero en el tiempo, de pasivos medidos a valores descontados		
31-Dic-19		3	56,209.02	56,209.02
	68	Valuación y deterioro de activos y provisiones		
	683	Depreciación de activos por derecho de uso		
	39	Depreciación y amortización acumulados		
	394	Depreciación acumulada - Arrendamiento operativo		
		Depreciación ANUAL de activos por derecho de uso originados en arrendamientos operativos		
		4	768,000.00	768,000.00
	48	Provisiones		
	487	Provisiones para activos por derecho de uso		
	10	Efectivo equivalente efectivo		
	101	Caja		
		Pago de la cuota por el arrendamiento operativo.		

Elaboración propia.

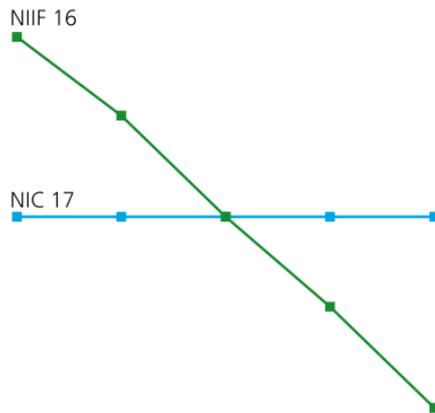
El primer asiento corresponde al reconocimiento del activo por derecho de uso, que es el reconocimiento inicial. Luego se encuentran los intereses devengados del periodo, este es justamente uno de los cambios más importantes de la NIIF 16, este nuevo enfoque incrementa la deuda financiera, así como el EBITDA; el tercer asiento corresponde al reconocimiento de la depreciación de manera lineal igual al plazo del contrato. Por último, el cuarto asiento es el pago de la cuota del primer año que conforma tanto el interés como el capital.

A la vez se puede ver el cambio en los gastos de la compañía como lo grafica Deloitte.

Figura 4.22

NIIF 16 vs NIC 17

Perfil de gasto total en la cuenta de PyG



Fuente: Deloitte (2016)

En el siguiente cuadro vemos que con la NIC 17 los gastos en los arrendamientos operativos eran lineales debido al mismo gasto pagado mensualmente, sin embargo, con la NIIF 16 vemos que cambia a gastos financieros y gasto por la depreciación del activo con derecho de uso.

Figura 4.23

Diferencia entre NIC 17 y NIIF 16

Efecto en el estado de resultados para el arrendatario

	NIC 17		NIIF 16
	Arrendamientos financieros	Arrendamientos operativos	Todos los arrendamientos
Ingresos	X	X	X
Costos operativos	----	GASTO ÚNICO	----
EBITDA			↑
Depreciación y amortización	Depreciación		Depreciación
Ingresos operativos	----		↑
Costos financieros	Intereses		Intereses
Ganancias antes de impuestos			↕

Fuente: Deloitte (2016)

Aquí se muestra la variación del rubro de gastos para los arrendamientos operativos.

Figura 4.24

NIC 17 vs NIIF 16

Partida	2019	2020	2021	2022	2023
NIC 17	768,000	768,000	768,000	768,000	768,000
NIIF 16	695,830	733,797	769,833	804,038	836,503
Variación	10.37%	4.66%	-0.24%	-4.48%	-8.19%

Elaboración propia.

Esta variación explica claramente la diferencia temporal pasiva que se genera en la diferencia de los gastos a lo largo del arrendamiento.

Sin embargo, si queremos analizar la mejor opción que tendría la compañía para aumentar sus centros de distribución vemos que no hay gran impacto por la NIIF 16, no obstante, con la opción de tercerizar vemos incluso un aumento del valor de la compañía porque genera mayor ahorro.

4.10 Evaluación de la NIIF 9 “Instrumentos financieros”

Se registra un instrumento financiero cuando este es parte de los términos pactados en un contrato.

Al 31 de diciembre de 2018 se realizó la evaluación del impacto de la NIIF 9 en la compañía. Esta norma es efectiva a partir del 01 de enero de 2018. Como parte primordial de la evaluación. Se analizó lo siguiente.

- Reconocimiento y baja de cuentas. No se identificaron impactos relevantes en los estados financieros.
- Distinción entre patrimonio y pasivo. No se identificaron impactos relevantes en los estados financieros.
- Clasificación y valorización de los activos financieros y pasivos financieros. Se realizó la evaluación, dado que la compañía posee instrumentos financieros

que cumplen la definición de activos y pasivos financieros. A continuación, se realiza el análisis.

Activos financieros:

- Efectivo y equivalente efectivo
- Cuentas por cobrar comerciales

Pasivos financieros:

- Cuentas por pagar comerciales
- Obligaciones financieras

De la evaluación realizada, no existe un efecto relevante sobre la presentación de los instrumentos financieros, dado que bajo NIIF 9 estos se deben de contabilizar al costo amortizado, lo cual ya se llevaba haciendo bajo la NIC 39.

Según la norma, esta no se aplicará en las participaciones en subsidiarias, asociadas o negocios conjuntos que se contabilicen bajo NIC 28 “Inversiones en asociadas y negocios conjuntos”, sin embargo, para nuestro cálculo del impacto de la adquisición de la empresa GANADERA S.A. en la compañía analizada se utilizó el método de participación patrimonial bajo NIC 28 pues se consideró como una subsidiaria.

En conclusión, la norma no tiene un impacto material para la toma de decisiones de la compañía.

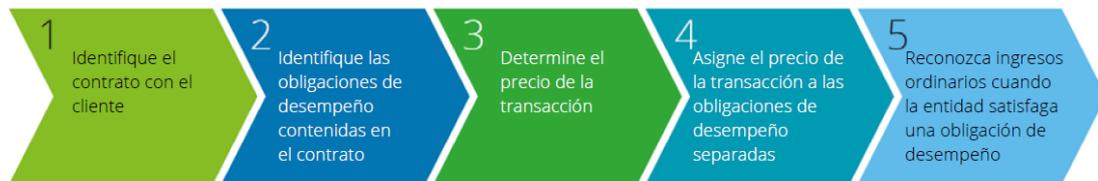
4.11 Evaluación de la NIIF 15 “Ingresos de Actividades Ordinarias Procedentes de Contratos con Clientes”

La compañía viene evaluando la aplicación de la NIIF 15 a partir del año 2019 para sus contratos de comodato con clientes el cual tiene por supuesto el colocar 2 mil equipos de refrigeración llamados BC coolers para uso exclusivo de productos LACTO S.A., los cuales tienen un costo para la empresa de 800 soles, la condición para la entrega de estos equipos es que el cliente mantenga compras mensuales superiores a 2 mil soles por 6 años, al final de este periodo, si el cliente ha cumplido las condiciones del comodato, el bien es dado sin costo alguno

Se tiene como dato que la compañía atiende directamente a autoservicios, supermercados y tiendas de conveniencia como Tambo, Mass, Metro, Plaza Vea, Wong y Tottus, La venta a bodegas y panaderías las realiza a través de distribuidores que tienen costos de distribución y servicios de transporte con capacidad de mantener la cadena de frío que requieren los productos. Las ventas a distribuidores representan 2/3 de las ventas.

Figura 4.25

Identificación de un ingreso



Fuente: Deloitte Touche Tohmatsu Services, Inc. (2017)

Según la NIIF 15 el primer paso es identificar el contrato con el cliente, como ya se mencionó, le vende a distribuidores, supermercados y tiendas de conveniencia. Al vender productos pertenecientes a la canasta básica familiar, los productos son altamente demandados. Teniendo como clientes distribuidores mayoristas y supermercados, es muy poco probable que se compre menos de 2 mil soles al mes, por lo que el ingreso es prácticamente inminente.

En cuanto a las obligaciones de desempeño se identifican dos, que son los productos de LACTO S.A. y el bc cooler, se separan debido a que el cliente puede usar cada obligación de desempeño por sí mismo y además cada uno de estos bienes no se transfiere consecutivamente en el tiempo.

Debido a que en el contrato no existen cláusulas por descuento, rebajas, créditos o incentivos, no es difícil identificar el precio de la transacción. Además, estos se encuentran implícitos en el contrato. El cooler es transferido sin ningún costo al cliente.

Luego se le asigna un precio a cada obligación de desempeño, para ello se evalúa el valor de venta individual. Se encontró un bc cooler con las características necesarias para un distribuidor en la página web de ventas llamada Juntoz, con un precio ascendente a S/ 2.200 soles, así que decidió tomar dicho precio para determinar el precio de venta individual del bc cooler.

Tabla 4.36

Determinación del precio individual

Descripción	Total	Porcentaje
bc cooler	4,400,000.00	1.50%
Productos LACTO	288,000,000.00	98.50%
Total	292,400,000.00	100.00%

Fuente: Elaboración propia

Luego de hallar el porcentaje que le correspondería a los bc coolers (1.5%) del total de las ventas se procede a hallar cuanto del total de ventas en los 6 años le correspondería al bc cooler.

Tabla 4.37

Asignación del precio a las obligaciones de desempeño

Descripción	Total	Porcentaje
bc cooler	-	6,500,684
Productos LACTO	432,000,000.00	425,499,316
Total	432,000,000.00	432,000,000

Elaboración propia.

Una vez que obtenemos los precios individuales determinamos mediante un prorrateo la asignación del precio de la transacción a cada una de las obligaciones de desempeño. Si bien el equipo de enfriamiento no tiene un precio, bajo el enfoque de la NIIF 15 la compañía debería reconocer 6.5 millones de soles cuando se satisfaga la obligación de desempeño asociado a los equipos de enfriamiento y 425 millones cuando se satisfaga la obligación de los productos.

Como último paso, procederemos a reconocer los ingresos ordinarios cuando la entidad satisfaga la obligación de desempeño. En primer lugar, debemos de tener en cuenta que la obligación de desempeño se satisface cuando el cliente adquiere el control del bien o servicio asociado a la obligación de desempeño. En segundo lugar, que el control se puede transferir en un punto del tiempo determinado o en el transcurso del tiempo. En el caso de los productos, hemos evaluado que el control se transfiere al cliente con la entrega misma del producto, por lo que la compañía tendría que reconocer mensualmente un ingreso de S/ 6 millones aproximadamente, que anualizado sería S/ 71 millones. En el caso del comodato, dado que históricamente los clientes han alcanzado

compras mayores a S/ 2 mil cada uno, se espera que la transferencia del control del bien se dé al finalizar el contrato, es decir, en el sexto año. Por tanto, en dicho momento se da control del equipo de enfriamiento y se satisface la obligación de desempeño; asimismo, la compañía tendría que reconocer en dicho momento un ingreso por S/ 6.5 millones.

Tabla 4.38

NIC 18 vs NIIF 15

NIIF 15	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Total
Equipo de enfriamiento						6,500,684	6,500,684
Productos	70,916,553	70,916,553	70,916,553	70,916,553	70,916,553	70,916,553	425,499,316
Total	70,916,553	70,916,553	70,916,553	70,916,553	70,916,553	77,417,237	432,000,000

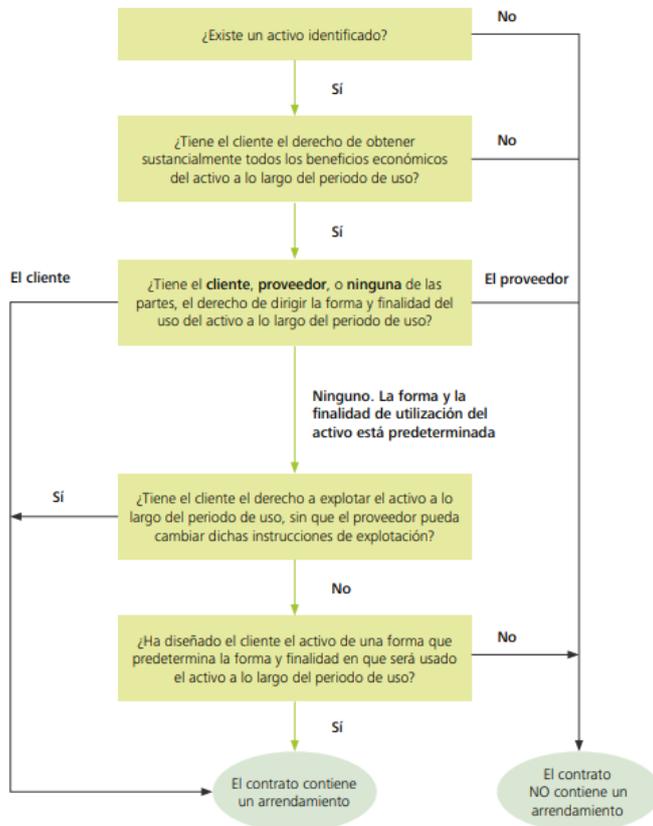
NIC 28	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Total
Equipo de enfriamiento	-	-	-	-	-	-	-
Productos	72,000,000	72,000,000	72,000,000	72,000,000	72,000,000	72,000,000	432,000,000
Total	72,000,000	72,000,000	72,000,000	72,000,000	72,000,000	72,000,000	432,000,000

Elaboración propia.

Podemos concluir que bajo la NIIF 15 el reconocimiento de ingresos de la compañía por el concepto del contrato explicado anteriormente es menor al enfoque aplicado por la NIC 18. Sin embargo, una vez finalizado el contrato, bajo la NIIF 15 la compañía reconocerá mayor ingreso por la satisfacción de la obligación de desempeño de la entrega del equipo de enfriamiento. Para evaluar ello descontamos los flujos usando como tasa el WACC de la compañía (8.3%). Como resultado se obtiene que bajo NIIF 15 el valor presente de los flujos asciende a S/ 329 millones, mientras que bajo NIC 18, el valor presente de los flujos asciende a S/ 328 millones. El impacto no sería material para la toma de decisiones, dado que la diferencia es de S/ 1 millón, que representa menos del 1% de las ventas netas de la compañía.

Figura 4.26

Diagrama para determinar si un contrato es o contiene un arrendamiento



Fuente: Deloitte (2016)

Se generó la interrogante acerca de si el comodato podía clasificarse como un arrendamiento, sin embargo, la figura 4.26 se explica cómo determinar si un contrato es o contiene un arrendamiento y vemos que una de las características para considerarlo arrendamiento es que el cliente tenga el derecho a dirigir la finalidad y forma del uso de activo a lo largo del periodo, y claramente en el caso indica que los bc coolers son para uso exclusivo de productos LACTO S.A., el cliente realmente no tiene control total del activo por eso no puede clasificarse como arrendamiento.

4.12 Evaluación de la NIC 41 “Agricultura” y NIIF 13 “Medición del Valor Razonable”

La NIIF 13 establece tres niveles de medición, para información observable, una combinación entre lo observable junto con técnicas que la transforman y otra no

observable con cambios en la medición como el flujo de caja descontado, ratios o indicadores. Usualmente para esta norma se emplea esta última para activos biológicos.

Se tiene planeado adquirir como subsidiaria a la empresa GANADERA S.A., plan de la gerencia que se explicó con detalle en el subtítulo 4.8, con la compra de esta empresa LACTO S.A. no sufriría impactos en sus estados financieros por la NIC 41 pero la empresa GANADERA S.A. si se rige bajo esta norma. Para analizar el posible impacto de esta norma en los estados financieros de LACTO S.A., estamos bajo el supuesto de que ya se compró la empresa y se hizo una valorización de su activo biológico para determinar si estaba medido a un valor razonable para LACTO S.A.

Se tiene por supuesto que se compró el 97% de las acciones de GANADERA S.A. y que como se explicó en el capítulo 4.8 se adquirirá para seguir el mismo plan de gloria de tenerlo como una muestra de a qué precio puede recibir leche cruda de sus proveedores.

Entonces se procede a hallar los flujos futuros de cada vaca que posee GANADERA S.A.

Figura 4.27

Valorización de una vaca

DETERMINACIÓN DE LA GANANCIA O PERDIDA DEL VALOR RAZONABLE								
Descripción	1	2	3	4	5	6	7	8
Venta de leche litro/vaca/anual			9,321	11,984	13,315	12,649	9,321	
Costo de venta litro/vaca/anual			6,214	7,989	8,877	8,433	6,214	
costo mantenimiento	-2,000	-2,000						
Venta para carne								800
Flujo anual	-2,000	-2,000	3,107	3,995	4,438	4,216	3,107	800
VP presente del flujo anual	-1,846	-1,704	2,444	2,901	2,976	2,610	1,775	422

Rendimiento de una vaca lechera							
1	2	3	4	5	6	7	8
-	-	70%	90%	100%	95%	70%	venta como carne

VP de los flujos	S/ 5,719.13		Produccion diaria de leche por vaca 2018	30.4
Valor en libros	S/ 6,256.20		Produccion anual de leche por vaca 2018	11096
			Precio litro de leche	1.2
Ajuste por ganancia/vaca	S/ -537.06		costo litro de leche	0.8

Elaboración propia.

Según lo conversado con el ingeniero las vacas usualmente dan su máximo de rendimiento al tercer año de producción o a su tercera preñada, por ello cada año varía la producción de leche de cada vaca puesto que con cada preñada aumenta o disminuye o se mantiene su producción, es muy variable e impredecible.

Notamos un cambio de valor en el activo biológico, el cual reduce la partida en el pasivo y notamos una pérdida de valor en el estado de situación financiera.

Por otro lado, en la empresa LACTO S.A. también vemos una variación al final del año 2019 por la medición del valor razonable, pues disminuye su inversión en subsidiarias y por otro lado en el estado de resultados vemos un gasto por pérdida de valor razonable.

Estos cambios en el valor razonable causan un impacto no material en la toma de decisiones de LACTO S.A. pues representa mucho menos del 1% de las ventas.

Se recomienda la adquisición de esta empresa del sector ganadero denominado GANADERA SA, la cual se usará como muestra para lograr los precios óptimos y calidad de la leche de vaca que compra a sus proveedores. No generará un mayor valor en el precio de la acción.



CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 Conclusiones y recomendaciones

- a. Se determinó el valor de la compañía considerando tres escenarios: pesimista, conservador y optimista; y sin incluir ninguna de las decisiones de inversión para años posteriores que tenía la compañía, como puede ser la implementación del centro de distribución, implementación de nuevas normas o adquisición de una empresa que produce leche. Como resultado obtuvimos que en el escenario pesimista el valor de la compañía (firm value) asciende a S/ 705.9 millones; en el escenario conservador a S/ 729.6 millones; y en el escenario optimista a S/ 769.4 millones. De los tres escenarios consideramos que el escenario conservador es el mas optimo, porque se basa en el crecimiento promedio histórico de las empresas comparables con LACTO S.A.
- b. El valor de la compañía ascendente a S/729.6 millones determinado en el escenario conservador, no tiene una desviación importante del valor determinado en el escenario optimista que asciende a S/769.4 millones. Teniendo en cuenta el escenario conservador como mejor opción, para obtener el precio que tendría que recibir cada accionista es necesario determinar el equity value (o valor de patrimonio), el cual asciende a S/ 613 millones. Entonces, como información para los accionistas de LACTO S.A. es que el precio por cada acción de esta compañía asciende a S/7.6726.
- c. Evaluamos la decisión de inversión de los accionistas en relación a si la gerencia adoptada la decisión de ampliar la capacidad de almacenamiento. La gerencia tenía tres opciones: implementar por sí mismo una planta, tercerizar el servicio o alquilar el local. Para ello proyectamos los estados financieros de

la compañía considerando cada una de las opciones y evaluamos cuál de ellas incrementa en mayor medida el precio de la acción de LACTO S.A. comparándolo con el escenario conservador. Se obtuvo como resultado que tercerizando el servicio el precio de la acción asciende a S/ 7.944, por lo que nuestra segunda recomendación para la gerencia es optar por tercerizar el servicio de ampliación de la capacidad de almacenamiento. Además, que hace que los covenants solo superen el porcentaje máximo indicado por bancos en el 2019, a diferencia de los demás escenarios.

- d. Evaluamos la decisión de la gerencia de adquirir una empresa que sea subsidiaria, que produce leche para que la empresa pueda ahorrar en el costo de producción. Al investigar sobre esta industria láctea, se concluyó que es mejor adquirir la empresa porque nos permite conocer los costos de producción del mercado, así como el precio óptimo a pagar por la leche a sus proveedores. La decisión de obtener una muestra de los valores de las vacas, nos permitió conocer lo que desarrolla la empresa GLORIA S.A. desde muchos años atrás, para controlar la calidad y el precio que paga por litro de leche. Se concluye que la compra de esta empresa no le generaría ningún aumento en el valor del precio por acción de LACTO S.A. pero si traería ahorros al escoger el precio y calidad óptima de la leche cruda que compra a sus proveedores. La recomendación en este caso sería de comprar la empresa y tenerla como una base de información, al igual que hace su competidor GLORIA S.A.
- e. Se evaluaron los beneficios que originaría la implementación de la NIIF 16 - Arrendamientos. Si bien la compañía no posee arrendamientos operativos, identificamos un arrendamiento en el contrato con el proveedor a quien le iba a alquilar el local para la ampliación de los centros de distribución. Por tanto, procedimos a realizar la evaluación de cómo podría impactar el nuevo enfoque que tiene la NIIF 16 en comparación a la anterior NIC 17 - Arrendamientos, y se obtuvo como resultado que el impacto en el estado de resultados no tendría repercusión importante en el valor de la compañía, porque la diferencia

del reconocimiento de gastos por la NIIF 16 y NIC 17 tiene una variación de +/- 10%. Por tanto, recomendamos a la compañía que se mantenga la decisión de la opción de tercerizar el servicio.

- f. Se evaluaron los impactos que origina la adopción de la nueva NIIF 15 – Ingresos ordinarios provenientes de contratos con los clientes. Para ello, identificamos un tipo de contrato que tiene la compañía con una cartera de clientes y que involucra dos obligaciones de desempeño que deben ser reconocidos en distintas oportunidades. Se llegó a la conclusión que bajo la NIIF 15 la compañía tendría que reconocer menores ingresos por este tipo de contratos en comparación con la anterior NIC 18 - Ingresos. Este menor ingreso asciende a S/ 5 millones aproximadamente durante los primeros 4 años de contrato; sin embargo, en el último el reconocimiento sería mayor, debido a que se satisface la segunda obligación de desempeño. Para evaluar el impacto de esta norma en el año 2018, descontamos los flujos considerando los ingresos por este contrato bajo NIIF 15 y NIC 18. Como resultado obtuvimos que efectivamente bajo NIIF 15 los flujos al valor presente usando como tasa de descuento el WACC son menores al de la NIC 18 en S/ 1 millón. No obstante, hemos concluido que esta diferencia no es material para la valorización de la compañía, debido a que representa el 1% de las ventas netas y ello no representaría que los terceros vayan a cambiar su decisión sobre invertir en LACTO S.A. Al igual que en la NIIF 9 – Instrumentos financieros, recomendamos que se implemente esta norma debido que su vigencia es desde el 01.01.2018 y LACTO S.A. prepara estados financieros bajo normas IFRS.
- g. Se evaluó el impacto de la NIC 41 - Agricultura y NIIF 13 – Determinación del valor razonable. Ello debido a que LACTO S.A. tiene como objetivo adquirir como subsidiaria (97% de la participación) a la compañía GANADERA S.A., que sí tiene activos biológicos y, por tanto, está dentro del alcance de la NIC 41. Se evaluaron los efectos que tendría en el caso de que la empresa ganadera adquirida como subsidiaria disminuyese de valor en el rubro de sus activos biológicos, como resultado de la valoración de los flujos

futuros de una vaca de esta empresa. Se evaluó como impactaría a en LACTO S.A. suponiendo que ya se hubiere comprado la empresa, determinándose que solo aumenta de valor solo en la partida del activo no corriente, Inversiones en Subsidiarias y, por otro lado, en los resultados, en la partida de ingresos Dividendos recibidos por inversiones en subsidiarias, que se presenta después de la utilidad operativa, en consecuencia, no forma parte de la determinación del EBIT y no implica un aumento o disminución del precio de la acción para LACTO S.A. Para LACTO S.A. representaría un aumento en sus activos no corrientes y en su patrimonio.



REFERENCIAS

- Federación Nacional de Productores de Leche. (2019). Recuperado de <http://www.fedeleche.cl/ww4/index.php/noticias/todas-las-noticias/4777-valoran-decision-de-suspender-importaciones-de-ganado-en-pie>
- Deloitte. (2016). *NIIF 16 Arrendamientos*. Recuperado de https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/auditoria/Deloitte_ES_Auditoria_NIIF-16-arrendamientos.pdf
- Fornero, R. A. (2018). *FORMULACION DE PROYECCIONES FINANCIERAS*. Recuperado de http://economicas.unsa.edu.ar/afinan/dfe/trabajos_practicos/afic/AFIC%20Cap10%20Proyecciones%20financieras.pdf
- Ministerio de Agricultura y Riego. (2018). *PBI del sector agrario crecerá 5% al 2021*. Recuperado de <https://www.minagri.gob.pe/portal/publicaciones-y-prensa/noticias-2018/21486-pbi-del-sector-agrario-crecera-5-al-2021>
- Perulactea. (2019). *Gala Ganadera: Premiaron a Los Mejores Establos de la Cuenca Lechera de Lima del año 2018*. Recuperado de <http://www.perulactea.com/2019/07/02/gala-ganadera-premiaron-a-los-mejores-establos-de-la-cuenca-lechera-de-lima-del-ano-2018>
- Universidad del Pacífico. (2017). *VALORIZACIÓN DE LAIVE S.A.* Recuperado de http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1899/AngelR_Tesis_maestria_2017.pdf?sequence=6&isAllowed=y

BIBLIOGRAFÍA

- Federación Nacional de Productores de Leche. (2019). Recuperado de <http://www.fedeleche.cl/ww4/index.php/noticias/todas-las-noticias/4777-valoran-decision-de-suspender-importaciones-de-ganado-en-pie>
- Class & Asociados. (2018). *FUNDAMENTO DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO*. Recuperado de <https://www.bvl.com.pe/hhii/006166/20181130191401/CLASS32GLORIA1809.PDF>
- Deloitte. (2016). *NIIF 16 Arrendamientos*. Recuperado de https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/auditoria/Deloitte_ES_Auditoria_NIIF-16-arrendamientos.pdf
- Fornero, R. A. (2018). *FORMULACION DE PROYECCIONES FINANCIERAS*. Recuperado de http://economicas.unsa.edu.ar/afinan/dfe/trabajos_practicos/afic/AFIC%20Cap10%20Proyecciones%20financieras.pdf
- Juntoz. (2018). *ILUMI BC COOLER*. Recuperado de <https://juntoz.com/producto/ilumi-bc-cooler-enfriador-de-botellas-bc-3500-2781394bc-3500?ref=5&variationThumb=684212>
- Ministerio de Agricultura y Riego. (2018). *PBI del sector agrario crecerá 5% al 2021*. Recuperado de <https://www.minagri.gob.pe/portal/publicaciones-y-prensa/noticias-2018/21486-pbi-del-sector-agrario-crecera-5-al-2021>
- Ministerio de Agricultura y Riego. (s.f.). *El sector agropecuario creció 7.5% en el 2018*. Recuperado de <https://www.gob.pe/institucion/minagri/noticias/25729-el-sector-agropecuario-crecio-7-5-en-el-2018>
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2019). *INFORME DE ACTUALIZACIÓN DE*. Recuperado de

https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/IAPM_2019_2022.pdf

Perulactea. (2019). *Gala Ganadera: Premiaron a Los Mejores Establos de la Cuenca Lechera de Lima del año 2018*. Recuperado de <http://www.perulactea.com/2019/07/02/gala-ganadera-premieron-a-los-mejores-establos-de-la-cuenca-lechera-de-lima-del-ano-2018>

Universidad de Medellín. (2012). *VALORACIÓN DE EMPRESAS POR EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA LIBRE*. Recuperado de <https://repository.udem.edu.co/bitstream/handle/11407/362/Valoraci%C3%B3n%20de%20empresas%20por%20el%20m%C3%A9todo%20de%20flujo%20de%20caja%20libre%20aplicado%20a%20NetBeam%20S.A.pdf?sequence=1>

Universidad del Pacífico. (2017). *VALORIZACIÓN DE LAIVE S.A*. Recuperado de http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1899/AngelR_Tesis_maestria_2017.pdf?sequence=6&isAllowed=y