

Clasificaciones Vigentes

Solvencia	AA
Segundo Programa de Bonos Corporativos y Papeles Comerciales	
Emisiones de Bonos Corporativos	AA
Emisiones de Papeles Comerciales	CLA – 1+
Perspectivas	Estables

FUNDAMENTACION

Gloria S.A. es una empresa que forma parte de uno de los más importantes conglomerados industriales de capitales peruanos, que ha logrado una importante expansión y crecimiento en los diferentes mercados en donde opera, tanto a nivel nacional, como internacional.

El Grupo Gloria está conformado por empresas que operan en cuatro importantes sectores: lácteos y alimentos; cementos y nitratos; papeles, cartones y envases; y agroindustrial y de alcohol; teniendo también presencia en otros sectores como: transporte, manejo logístico y comercial, lo que le ha permitido alcanzar un importante nivel de integración vertical, en los principales procesos productivos relacionados con sus productos, economías de escala y lograr un mejor aprovechamiento de su capacidad instalada.

Gloria S.A. ("Gloria") inicio sus operaciones en la ciudad de Arequipa en 1941, siendo actualmente la empresa líder en el país en la elaboración y en la comercialización de productos lácteos, tanto de leches industrializadas (leche evaporada y leche fresca UHT), como de sus derivados (mantequilla, yogurt y queso).

La empresa mantiene actualmente también importante participación en el mercado de refrescos, de jugos, de néctares, de conservas de pescado, de café instantáneo, de mermeladas, entre otros productos de consumo masivo.

Gloria cuenta con una participación de aproximadamente 82% en el mercado de leche evaporada. Este producto, en sus diversas marcas y presentaciones, es el que mayor participación tiene en la empresa, representando a setiembre del ejercicio en curso, más del 60% de los ingresos (incluyendo exportaciones, a 40 países en el Caribe, en América Latina, en el Medio Oriente y en el Oeste de África).

La concentración de las ventas en este producto está disminuyendo, en razón del mayor nivel de ventas y de participación de mercado, que están logrando otros

productos de la empresa, principalmente, derivados lácteos, jugos y refrescos.

La empresa es manejada en base a una estrategia clara, con una adecuada inversión en tecnología, lo que permite asegurar calidad, eficiencia en costos y desarrollo constante de productos, de líneas, de marcas y de presentaciones novedosas, a través de lo cual logra captar crecientes participaciones, en todos los diversos segmentos que existen en el mercado. Adicionalmente, la empresa cuenta con una eficiente gestión logística y una adecuada política de servicio orientada al cliente.

Las ventas netas al tercer trimestre del ejercicio en curso fueron superiores en S/. 56.8 millones, respecto a setiembre del año pasado, debido a una mayor venta de leche y de derivados lácteos en el mercado local, logrando incluso compensar los menores ingresos registrados por exportaciones.

Indicadores financieros

En miles de nuevos soles de setiembre del 2009

	Dic.2007	Dic.2008	Set.2009
Total Activos	1,873,698	1,620,232	1,908,430
Deudores	291,631	392,754	419,678
Existencias	307,233	346,369	281,957
Activo Fijo	543,631	515,946	738,085
Total Pasivos	827,219	730,846	824,397
Patrimonio	1,046,479	889,386	1,084,033
Ventas Netas	1,858,906	1,932,767	1,446,937
Resultado Bruto	452,027	447,357	305,591
Resultado Operacional	225,802	220,939	130,034
Utilidad neta	186,041	276,370	106,994
Res. Operacional / Ventas	12.2%	11.4%	9.0%
Utilidad / Ventas	10.0%	14.3%	7.4%
Rentabilidad / Patrimonio Prom.	18.0%	28.6%	14.5%
Rentabilidad / Activos	10.3%	15.8%	7.4%
Liquidez corriente	1.54	1.95	2.70
Liquidez ácida	0.66	0.88	1.32
Deuda / Patrimonio	0.79	0.82	0.76
Pas. Financ./ Patrimonio	0.51	0.50	0.46
% Deuda a corto plazo	56.9%	63.5%	43.1%
Índice de Cobertura Histórico	7.17	6.61	6.55
% Mcdto leches industrializadas	79.1%	77.0%	77.0%
% Mcdto leche evaporada	83.3%	82.1%	82.3%

*Para efectos de análisis, las cifras han sido ajustadas a soles constantes de setiembre del 2009.

El encarecimiento de los costos de materias primas, como la leche fresca, la leche entera en polvo, el suero de mantequilla y la utilización de productos importados, han originado un menor margen en la utilidad de los principales productos comercializados.

El resultado neto se ha visto también afectado por una disminución importante en el registro de ingresos por concepto de dividendos de empresas subsidiarias.

La utilidad neta de Gloria en el tercer trimestre del ejercicio 2009, ascendió a S/. 107.0 millones, la cual es 55.5% inferior a la registrada por la empresa en el mismo periodo del ejercicio anterior.

Si bien los resultados obtenidos al cierre del tercer trimestre del 2009, no han producido los niveles de rentabilidad históricos, Gloria S.A. presenta adecuados indicadores de eficiencia, liquidez, endeudamiento y de capacidad de cobertura de deuda.

Perspectivas

Las categorías de riesgo asignadas a los instrumentos emitidos por Gloria, han sido ratificadas sobre la base de su actual situación financiera y operativa, y de la participación de mercado con que cuenta la empresa, que responde a su liderazgo en la producción de leches industrializadas y de derivados lácteos a nivel nacional. A ello debe agregarse el aumento que muestra el consumo de productos lácteos a nivel nacional; la integración de sus procesos productivos y las sinergias que obtiene con sus empresas vinculadas; la trayectoria y la solvencia del Grupo Gloria, que será potenciada con la nueva estructura organizacional en base a líneas de negocio; su estructura corporativa, que está permitiendo integrar sus principales operaciones; entre otros factores que en conjunto permiten vislumbrar perspectivas estables para la operación futura de la empresa.

1. Descripción de la Empresa.

Leche Gloria S.A. inició sus operaciones en 1941, teniendo como accionista mayoritario a General Milk Company Inc. Esta empresa fue adquirida posteriormente por Carnation Company, iniciándose en ese momento la etapa de diversificación y de comercialización de productos no lácteos, lo que motivó el cambio de la razón social a Gloria S.A. en 1978.

En 1986, la empresa peruana José Rodríguez Banda S.A. ("JORBSA"), constituida en enero de 1967, adquirió un paquete mayoritario de acciones de Gloria, generándose formalmente el inicio de lo que hoy se conoce como Grupo Gloria. Este grupo económico es, desde 1988, propietario de la marca "Gloria" dentro del territorio peruano.

En julio de 1999, Gloria compró 99.98% del capital social de Carnilac S.A. ("Carnilac"), empresa propietaria de tres plantas productoras de derivados lácteos, ubicadas en Huacho, Trujillo y Cajamarca, la cual fue posteriormente absorbida por Gloria.

Continuando con su expansión local, en setiembre de 1999, Gloria adquirió los activos de Friesland Perú S.A., suscribiendo un contrato con la empresa matriz Friesland Brands B.V. (Holanda), para la cesión de uso de la licencia y pago de regalías de las marcas Bella Holandesa y Yomost por diez años.

A partir del ejercicio 2003, a través de su matriz JORBSA, Gloria ha expandido sus negocios en el mercado internacional, a través de la adquisición de diversas empresas y/o de la conformación de asociaciones, cuyas actividades principales se desarrollan en el sector lácteo, logrando diversificar las fuentes de su principal insumo (leche), abasteciéndose de las plantas del Grupo ubicadas en el exterior, reduciendo el riesgo de desabastecimiento, así como la vulnerabilidad ante la posibilidad de eventos adversos con los productores que abastecen a la empresa. Gloria tiene presencia en otros países de la región como: Bolivia (1996), Puerto Rico (2003), Colombia (2004), Argentina (2005) y Ecuador (2005).

En los últimos ejercicios, el Grupo Gloria ha atravesado por diversos procesos de reorganización, buscando una estructura funcional y organizada de tipo horizontal, de manera de permitir un manejo ordenado, ágil y eficiente de las diversas empresas del Grupo a través de líneas de negocios especializadas.

Esto implicó la separación de los bloques patrimoniales de las empresas dedicadas al negocio azucarero, al negocio de papeles y envases, y en el negocio cementero, en donde Gloria era el principal accionista.

En abril del 2008 entró en vigencia la escisión de un bloque patrimonial de Gloria dedicado al negocio cementero, lo que representaba en ese momento, 56% del capital social de Gloria, con el que se constituyó Consorcio Cementero del Sur S.A., propietario de Yura S.A. En agosto del 2008, Gloria vendió su inversión en Trupal S.A. a Fondo de Inversiones Diversificadas S.A., con lo que se desvinculó directamente del negocio de papeles y envases.

a. Propiedad

Gloria es el principal activo del denominado Grupo Gloria, de propiedad mayoritaria de los hermanos Vito y Jorge Rodríguez Rodríguez, grupo que está constituido por empresas con presencia principalmente en cuatro sectores importantes: lácteos y alimentos, cementos y nitratos, papeles, cartones y envases y en el sector agroindustrial y

de alcohol, teniendo también presencia en otros sectores como transporte, manejo logístico y comercial.

La empresa *holding* del negocio alimentario del Grupo es Jorge Rodríguez Banda S.A. – JORBSA, principal accionista de Gloria. A setiembre del 2009, el capital social de Gloria está compuesto de la siguiente manera:

Acciones Comunes	%
José Rodríguez Banda S.A.	75.54
Silverstone Holdings Inc.	11.22
Racionalización Empresarial S.A.	8.84
Otros	4.40
Total	100.00

En abril del 2008, entró en vigencia el proceso de reorganización societaria de Gloria que implicó la segregación del bloque patrimonial dedicado al negocio cementero, minero y de explosivos, que fue absorbido por Consorcio Cementero del Sur S.A., empresa vinculada. Luego de ello, el capital social de Gloria quedó representado por 197'156,871 acciones comunes y 20'162,520 acciones de inversión.

Posteriormente, en Junta General de Accionistas del 20 de agosto del 2008, se aprobó la capitalización del exceso de la reserva legal y de otras reservas, por 58'686,196 acciones comunes y por 6'001,625 acciones de inversión, con lo que el capital social de Gloria quedó representado por 255'843,068 acciones comunes y 26'164,145 acciones de inversión, que representan 90.72% y 9.28% del total de acciones en circulación, respectivamente.

b. Grupo Económico

El Grupo Gloria ha recompuesto su estructura organizacional a través de la definición de líneas de negocio específicas que permiten manejar sus operaciones por unidad de negocio, de modo que cada una de ellas concentran los activos y los pasivos, asociados a su actividad principal. Se ha definido las siguientes unidades de negocio:

(i) El *holding* alimentario, en donde JORBSA actúa como empresa *holding* de las empresas dedicada al negocio lácteo y alimentario y compuesto por:

- **Gloria S.A.**, empresa líder en la producción y comercialización de leches industrializadas y de derivados lácteos en el mercado peruano. Las empresas subsidiarias de Gloria son: Empresa Oriental de Emprendimientos S.A. – EMOEM (holding que opera los negocios del grupo en Bolivia, propietaria de Pil Andina S.A., empresa dedicada a la producción y comercialización de leches industrializadas y derivados lácteos en Bolivia); Logística del Pacífico S.A.C. (dedicada al proceso de

importación y de almacenamiento de carga que ingresa por la Aduana Marítima y Aérea del Callao); Agroindustrial del Perú S.A.C.; y, Lácteos San Martín S.A., dedicadas a la distribución mayorista de productos alimentarios.

- **Distribuidora Exclusiva de Productos de Calidad S.A.C. (DEPRODECA)**, empresa que gestiona planes de negocio y mercadeo de los productos elaborados por Gloria.
- **Grupo Gloria Holding Corporation**, empresa domiciliada en Puerto Rico que está integrada por: Suiza Dairy Co. (dedicada a la producción de leche industrializada), Suiza Fruit Co. (productora de jugos y bebidas a base de fruta), Neva Plastics Manufacturing Co. (que fabrica envases de plástico), y Garrido y Compañía Inc. (empresa comercializadora de café).
- **Algarrá S.A.** de Colombia, empresa adquirida en diciembre del 2004, dedicada al procesamiento y comercialización de leche y sus derivados y a la producción de los jugos Tampico, en la región de Cundinamarca.
- **Inversiones Gloria Argentina S.A.**, propietaria de la Compañía Regional de Lácteos de Argentina S.A., creada en marzo del 2005 en asociación con la empresa argentina La Ramada S.A., de propiedad del Grupo Gonella, a través de la cual se ha construido una planta de elaboración de leche en polvo en la provincia argentina de Santa Fe.
- **Lechera Andina S.A. - LEANSA**, empresa dedicada a la producción y comercialización de derivados lácteos, ubicada en la Provincia de Pichincha, Ecuador.

(ii) El *holding* cementero, creado a partir de la escisión del bloque patrimonial de Gloria, dedicado a los negocios cementero, minero y de explosivos. La empresa *holding* de este negocio es Consorcio Cementero del Sur S.A. (“Consorcio Cementero”), y está conformado por:

- **Yura S.A.**, (“Yura”) empresa ubicada en el departamento de Arequipa, dedicada a la producción de cemento y de concreto, con productos distribuidos en la región sur del país;
- **Cementos Sur S.A.**, subsidiaria de Yura S.A., empresa ubicada en el departamento de Puno, dedicada a la producción y venta en la región suroriental del país;
- **Industrias Cachimayo S.A.C.**, subsidiaria de Yura, empresa ubicada en el departamento de Cuzco, dedicada a la fabricación de nitrato de amonio-Anfo y de fertilizantes nitrogenados.

- (iii) El holding azucarero, conformado por empresas adquiridas a través de la empresa *holding* Corporación Azucarera del Perú S.A., que ha permitido que el Grupo Gloria se consolide como el primer grupo agroindustrial del Perú, con una capacidad de producción equivalente de 47 mil hectáreas para el cultivo de caña de azúcar en el departamento de La Libertad. Esta línea de negocios está conformada por las siguientes empresas:
- **Casagrande S.A.A.**, ingenio azucarero con la mayor capacidad productiva del país, que pasó a formar parte del Grupo Gloria en octubre del 2005, primero mediante una compra directa, y luego con una OPA para adquirir un paquete de acciones en poder del Estado, concretada en enero del 2006, que le han permitido tener el control mayoritario de la empresa al contar con 57.1% del accionariado;
 - **Cartavio S.A.A.**; que pasó a formar parte del Grupo en el 2007, a través de compras directas, una OPA y compra de acciones en rueda de bolsa de la BVL, que determinaron que Corporación Azucarera del Perú tenga el control mayoritario de la empresa, al poseer 80.64% de su capital social.
 - **Empresa Agraria Chiquitoy S.A.**; empresa subsidiaria de Cartavio, con terrenos colindantes a Casagrande y Cartavio, dedicados al cultivo de caña de azúcar;
 - **Empresa Agrícola Sintuco S.A.**, dedicada a la producción de caña de azúcar, en la que el Grupo Gloria posee 45.29% de su capital social;
 - **Agroindustrias San Juan S.A.C.**, en la que el Grupo Gloria posee 68.59% del capital social, y cuyos cultivos de caña serán destinados principalmente al proyecto de producción de etanol, que complementarán la producción proyectada para ello en Cartavio y en Casa Grande.
 - **Agroindustrias San Jacinto S.A.A.**, empresa adquirida en octubre del ejercicio 2009. La venta del 72.57% de las acciones en cuestión incluyó además de un pago en efectivo, la cesión del íntegro de las acciones de Farmacéutica del Pacífico S.A. (empresa dedicada a la fabricación, distribución y venta de productos farmacéuticos y de tocador), en la cual Gloria S.A. era titular del 99%.
- El Grupo Gloria, a través de Coazucar logra mantener una posición importante en la industria azucarera, teniendo cerca del 42% de participación en el sector, incluyendo el aporte de 7% que añade Agroindustrias San Jacinto.
- (iv) A través del Fondo de Inversiones Diversificadas S.A. – FODINSA se tiene participación sobre las siguientes

empresas productivas:

- 100% de las acciones de **Trupal S.A.**, empresa dedicada a la fabricación y comercialización de papeles y cartones, así como de todo tipo de cajas y empaques flexibles. En agosto del 2008, Gloria vendió a FODINSA, su participación social en Trupal, la cual representaba 89.36% de su capital social.
- 100% de las acciones de **Tableros Peruanos S.A.-TAPESA**, empresa productora de tableros de aglomerados de madera de pino y de bagazo de caña de azúcar con resina, que suelen estar enchapados en melamina, los cuales son comercializados bajo la marca “Maderba”.

(v) Otras inversiones directas de los Sres. Jorge y Vito Rodríguez Rodríguez, que no están agrupadas en alguna línea de negocios específica antes mencionada son: Lakebar Holding S.A. (domiciliada en Panamá), Distribuidora Feria Pucallpa S.A.C., Feria Oriente S.A.C., Agropecuaria Chachani S.A.C., y Transformaciones Técnicas S.A. (todas ellas domiciliadas en el Perú).

Además se tiene a Racionalización Empresarial S.A. (RACIEMSA), dedicada a brindar servicios de transporte de carga, tanto a empresas del grupo, como a terceros, y servicios de asesoría de gestión empresarial a empresas del grupo. A su vez, es propietaria de Inmobiliaria Hersel S.A.

c. Estructura administrativa

Las empresas que forman parte del Grupo Gloria son administradas por una Dirección Corporativa y por una Plana Gerencial Corporativa, que cuenta con ejecutivos que desempeñan el mismo cargo en las principales empresas del Grupo. Esta estructura permite que todos los asuntos administrativos sean dirigidos desde la oficina principal ubicada en la ciudad de Lima, generando ahorros de gastos operativos, así como importantes sinergias administrativas. El Directorio de Gloria está conformado por cuatro miembros, todos ellos vinculados directamente.

Directorio

Presidente Ejecutivo:	Jorge Rodríguez Rodríguez
Vicepresidente Ejecutivo:	Vito Rodríguez Rodríguez
Directores:	José O. Rodríguez Rodríguez Claudio Rodríguez Huaco

Dirección Corporativa

Gerente General Corporativo:	Jorge Rodríguez Rodríguez
Director Corp. de Finanzas y Sist.:	Francis Pilkington Ríos
Director Corp. de RR.HH.:	José María Amado Galván
Contralor General Corporativo:	Juan Luis Kruger Carrión

Gerencia Gloria S.A.

Gerente General:	Luis Benavides Gonzáles del Riego
Gerente Corp. de RRHH.-Perú:	José Antonio Pedreros Mora
Gerente Corp. de Sistemas:	Juan Alberto García Orams
Gerente Corp. de Finanzas:	Félix Novoa Herrera
Gerente Corp. de Contabilidad:	Luis Chinchilla Salazar
Gerencia Contabilidad Gloria S.A.:	Alejandro Núñez Fernández
Gerente de Negocios Internac.:	Luis Tejada Díaz
Gerente de Exportaciones:	Javier Martínez Briceño
Gerente de Operaciones:	Eliot Chahuan Abbedrabo
Gerencia Área Legal:	David Sobenes Torres
Gerencia de Presup. y Análisis:	Néstor Leno Prieto
Gerente de Comercialización:	José Luis Terzi
Gerente de Logística:	Roberto Bustamante Zegarra
Gerente de Seguros:	Arturo Zereceda Ortiz de Zevallos

Gloria registra una plana gerencial bastante estable, mostrando esporádicos cambios, en su mayoría determinados por la reasignación de cargos entre las principales posiciones gerenciales del Grupo Gloria. Los últimos cambios observados en la plana gerencial han sido: (i) el reingreso del Sr. Félix Novoa como Gerente Corporativo de Finanzas en agosto del 2008, en reemplazo del Sr. Francisco Podestá, a la vez que se reestructuró el Área de Tesorería; (ii) el ingreso del Sr. Estuardo Lu Chang-Say como Gerente de Marketing, en agosto del 2008, encontrándose el Sr. Lu a cargo de dicha gerencia hasta marzo del ejercicio 2009; (iii) la renuncia del Sr. Guillermo Spelucin al cargo de Gerente Corporativo de Seguridad, el cual desempeño entre mayo y setiembre del ejercicio 2008; (iv) la renuncia del Sr. Héctor Guerra al cargo de Gerente de Comercialización, en marzo del 2009, nombrándose en junio del ejercicio 2009 al Sr. José Luis Terzi en su reemplazo.

2. Negocios

Gloria S.A. pasó de producir dos tipos de leche evaporada en el año 1986, a producir y comercializar en la actualidad una amplia variedad de leches industrializadas y de derivados lácteos, aunque su principal producto continúa siendo la leche evaporada. Adicionalmente, la compañía comercializa otros productos como: conservas de pescado, café, jugos, refrescos, néctares, mermeladas, snacks, panetón, azúcar, entre otros. Gloria mantiene un sólido crecimiento y liderazgo en el mercado lácteo, donde su participación ha ido incrementando paulatinamente, gracias a la calidad de los productos y a la continua innovación en el desarrollo de nuevos productos, marcas, variedades y presentaciones, que le permiten ingresar a diferentes mercados. A ello se agrega su capacidad de distribución, que permite llegar a todos los mercados que abastece y desempeñarse con éxito en un entorno altamente competitivo, logrado gracias a la integración vertical y al aprovechamiento de sinergias, con todas las empresas vinculadas al Grupo Gloria.

La leche evaporada es el producto más tradicional y representativo de Gloria, lo que determina que los ingresos generados por esta línea, sean los de mayor participación en las ventas totales de la empresa. En sus diversas presentaciones y bajo distintas marcas, la venta de leche evaporada ha generado más del 60% de los ingresos totales de la empresa durante al tercer trimestre del 2009.

La concentración de ingresos provenientes de la leche evaporada viene disminuyendo paulatinamente, debido al incremento en la producción y ventas de otros productos, tales como yogurt, leche fresca, quesos, y otros.

Es de destacar el crecimiento de la participación de las ventas de yogurt, leche fresca y quesos, que al tercer trimestre del 2009.

El posicionamiento y el reconocimiento de la leche evaporada Gloria, ha permitido a la empresa posicionar rápidamente otros productos en el mercado, siendo actualmente reconocida como la empresa líder, no sólo en la venta de leche evaporada (participando con 82.3% de las ventas totales del mercado), sino también en la venta de yogurt, de leche fresca y de mantequilla, productos que han logrado participaciones importantes, a setiembre del 2009.

a. Operaciones

Gloria S.A. mantiene una posición de liderazgo en el sector lácteo peruano desde hace más de 60 años. Actualmente, la empresa se dedica a la industria de preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar, toda clase de productos y derivados lácteos, productos alimenticios compuestos por frutas, legumbres, hortalizas, aceites y grasas a partir de sustancias animales y vegetales, productos cárnicos, elaboración y conservación de pescado y de productos de pescado, y toda clase de productos alimenticios y bebidas en general.

Para la realización de sus actividades Gloria cuenta con cinco plantas industriales en el país: (i) Huachipa (Lima), que es un complejo industrial de recepción y procesamiento de leche, en donde se produce leche evaporada, derivados lácteos (yogurt, quesos, mantequillas, entre otros), jugos de fruta, y en donde además se produce envases y embalajes; (ii) Arequipa, donde funciona una unidad de evaporización de leche y de producción de leche evaporada para la región sur del país; (iii) Majes (Arequipa), donde se concentra, evapora y pre-trata, la leche fresca proveniente de los ganaderos de la zona, la cual es transportada a las plantas industriales de Huachipa o de Arequipa; (iv) Cajamarca, donde se concentra la leche fresca y se elaboran derivados lácteos, como queso, mantequilla y manjar blanco; y, (v) Trujillo, donde se acopia, procesa y evapora la leche fresca proveniente de las regiones de Cajamarca, La Libertad,

Lambayeque y Ancash, para ser trasladada al Complejo Industrial de Huachipa.

El acopio de leche constituye una de las actividades más relevantes dentro de una meticulosa cadena de producción. A nivel nacional la principal región productora es Arequipa seguida de Cajamarca y Lima. Entre éstas tres regiones, se concentra alrededor del 57% de la producción nacional. La leche fresca es transportada a 24 plantas receptoras, ubicadas en las principales cuencas lecheras a nivel nacional, las que se extienden desde Tacna, al extremo sur del país, hasta Piura y Cajamarca en el norte, donde la leche es enfiada y posteriormente transportada a las plantas de procesamiento, ubicadas en Arequipa y Lima. Gloria ha desarrollado un programa de incentivos por volumen para estimular una mayor producción y consecuentemente reducir el costo de recepción. Se está promoviendo la conformación de nuevos centros de acopio, en base a apoyo financiero, de capacitación en técnicas de producción e incremento de la productividad, de importación de ganado, de instalación de tanques refrigerados en los establos de los principales proveedores, entre otros servicios, con la finalidad de incrementar la oferta de leche fresca.

Gloria a fin de cubrir parte de sus requerimientos de materia prima para abastecer al mercado nacional, importa insumos lácteos como: leche entera en polvo, leche descremada en polvo y grasa anhidra de leche.

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

b. Marcas y presentaciones

Gloria S.A. cuenta con diversas marcas siendo las más conocidas: Gloria, Pura Vida y Bella Holandesa, con las cuales comercializa productos como leche evaporada, leche fresca, yogurt y jugos.

La introducción de las marcas Soalé, Multilac y SoyVida, ha permitido atender el mercado de productos lácteos elaborados con proteínas de soya, fuente de bienestar que contribuyen a una vida saludable. Cada marca está enfocada en un segmento distinto, y tiene una amplia gama de presentaciones de leche evaporada, leche fresca, yogurt y jugos.

Producto	Marca
Leche evaporada	Gloria, Pura Vida, Bella Holandesa, Multilac, Soalé, SoyVida, Bonle
Leche UHT	Gloria, Pura Vida, Bella Holandesa, Chicolac, Multilac, Soalé, SoyVida
Leche en polvo	Pura Vida, Multilac, Soalé
Yogurt	Gloria, Gloria-Salud, Pura Vida, Multilac, Soalé, Yomost, SoyVida
Quesos	Bonlé, La Pradera
Néctar y Refrescos	Gloria, Pura Vida, Soalé, Aruba, Tampico
Manjar blanco	Bonlé, La Mesa
Mantequilla	Gloria
Leche en Polvo	Pura Vida, Multilac, Soalé
Crema de leche	Gloria, La Mesa
Conserva de pescado	Gloria, Anchomar
Leche Condensada	Gloria
Mermelada	Gloria
Café	Mónaco
Panetón	Gloria
Base de Helados	Gloria
Barquimiel	Gloria
Snacks	Mr. Chips

Otras marcas comercializadas por la empresa son Bonlé, Chicolac, Aruba, La Mesa y café Mónaco. Las marcas Bonlé, Aurora, Pil y El Establo son utilizadas para la exportación de leche evaporada y de derivados lácteos a otros países.

Además de las marcas propias, Gloria posee los derechos de uso de las marcas Tampico, para la producción de refrescos, así como Yomost, para la producción de yogurt. Gloria se mantiene en un proceso constante de diversificación de productos, ya sea a través de sus marcas clásicas o a través del desarrollo de nuevas marcas, y de nuevos productos. Adicionalmente, se rediseñan empaques, se innovan presentaciones y se cambian formatos de los diferentes productos, siendo uno de sus objetivos principales el de incrementar el consumo per capita de leche a nivel nacional, así como, de aprovechar el crecimiento del consumo de jugos y de refrescos.

3. Inversiones

El crecimiento de las ventas de Gloria S.A. está apoyado en un coherente plan de inversiones en activos fijos y de desarrollo de nuevos productos.

Gloria tiene una importante cartera de proyectos de inversión destinados a incrementar la capacidad productiva de las plantas, que abarca todos los procesos, desde la recepción de la leche fresca (desde sus centros de acopio), hasta la distribución del producto final.

Todo esto se enmarca en una estrategia para asegurar la mejor calidad de sus productos, la mayor eficiencia en los

costos, el cumplimiento de los más rigurosos estándares de calidad y de protección del medio ambiente, así como, la diversificación de la oferta de productos, para abastecer la creciente demanda de leche y de derivados lácteos, y lograr captar nuevos mercados (estratificados por edades, por condición socioeconómica, por hábitos de consumo, entre otros factores), tanto a nivel nacional, como internacional.

4. Mercado y Posición Competitiva

El mercado de productos lácteos en el Perú se caracteriza por su elevada concentración, pues las tres principales empresas (Gloria, Nestlé y Laive) concentran casi el 98% del mercado, el restante 2% está conformado por productores artesanales.

Nestlé Perú es una subsidiaria del grupo suizo Nestlé, empresa que inició operaciones en el país en 1919, mediante la importación de sus productos. En 1942 abrió su primera planta de producción, la cual se ubicó en Chiclayo. En 1997 Nestlé adquirió la fábrica peruana de helados, golosinas y panetones D'Onofrio.

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

Laive se fundó en 1910, con el nombre de Sociedad Ganadera del Centro, cambiando su razón social en 1994.

En la actualidad la empresa cuenta con cuatro plantas a nivel nacional, ubicadas dos de ellas en Arequipa y dos en Lima, siendo su principal centro de acopio en Majes – Arequipa.

Estas tres empresas mantienen una fuerte competencia entre ellas y ofrecen una importante variedad de productos, con una gama cada vez más amplia y con novedosas presentaciones en cada caso. Una de las principales fortalezas de la industria láctea en el Perú es su integración vertical, pues las tres principales empresas se encargan del acopio de leche fresca (su principal insumo), de su procesamiento, del envasado y de su distribución, lo cual permite no sólo obtener importantes economías de escala, sino también crear barreras de entrada frente a posibles nuevos competidores.

En los últimos años, el mercado de leches y de derivados lácteos, ha presentado un importante dinamismo, principalmente en el producto leche evaporada, el cual es el más demandado en el mercado peruano.

La distribución según el tipo de leche más consumida en el mercado peruano es: leche evaporada (alrededor de 88%), leche fresca (alrededor de 11%) y leche en polvo (alrededor de 1%).

Las diversas bodegas son las que reportan las mayores ventas de leche. En Lima, representan 63% de las ventas en

litros, mientras que los supermercados representan 21%, y el restante 16%, lo conforman las panaderías y los puestos de mercado.

El mercado total de leches industrializadas registró un crecimiento del orden del 3.9% a setiembre del ejercicio 2009, respecto al mismo periodo del 2008.

Gloria mantiene el liderazgo en la venta de leche evaporada, principalmente a través de su marca tradicional "Gloria", que con diversas variedades y su presentación en lata, está solidamente posicionada en el mercado peruano.

Además del liderazgo de la empresa en el mercado de leches industrializadas y de leche evaporada, se ha alcanzado también el liderazgo en el mercado de yogurt, impulsado por la diversidad de presentaciones, de variedades y de sabores, comercializados bajo diversas marcas, cada una de ellas enfocada en un tipo de consumidor específico.

El mercado del yogurt ha sido en los últimos años el submercado más dinámico. Este mercado se amplió, producto de una fuerte competencia iniciada a fines de la década de los noventa, que conllevó a la reducción significativa de los precios, lo que permitió hacer más accesible el producto a los niveles socioeconómicos con menores ingresos. Todo esto permitió el lanzamiento de nuevos sabores y diferentes presentaciones.

En el segmento de yogurt, durante los últimos ejercicios, Gloria ha lanzado Gloria Berry, la línea de yogurt Prodefensis, así como los productos de la marca "SoyVida"; y más recientemente Gloria Actibio, Gloria Frutos del Perú (con sabores de frutas peruanas), así como yogurt batido Capriccio con sabor a arroz con leche, con los beneficios propios del yogurt.

De otro lado, se ha registrado un importante crecimiento en el mercado de néctares, al potenciarse como una alternativa más saludable, respecto a las bebidas carbonatadas.

Actualmente, Gloria S.A. cuenta con una participación de mercado que bordea el 16% en jugos néctares comercializados con la marca Gloria. En el mercado de jugos néctares, Gloria compite con marcas de reconocida presencia como Pulp, Frugos y Cifrut, todas las cuales efectúan agresivas campañas de marketing.

5. Situación Financiera

A partir de enero del 2005, el Consejo Normativo de Contabilidad suspendió el ajuste contable de los estados financieros para reflejar los efectos de la inflación. Sin embargo, para efectos de análisis comparativo, las cifras contables de la institución han sido ajustadas a valores constantes de setiembre del 2009.

El 2 de abril del 2008 entró en vigencia la escisión de un bloque patrimonial de Gloria conformado por las operaciones vinculadas al negocio cementero, el cual fue absorbido por Consorcio Cementero. El bloque patrimonial escindido estuvo conformado por inversiones ascendentes a S/. 405.6 millones, pasivos por S/. 126.1 millones – principalmente financieros–, y un patrimonio de S/. 279.5 millones. Producto de la escisión, el capital social de Gloria disminuyó en 56.3% y la cartera de inversiones en 72.3%.

a. Resultados, rentabilidad y eficiencia

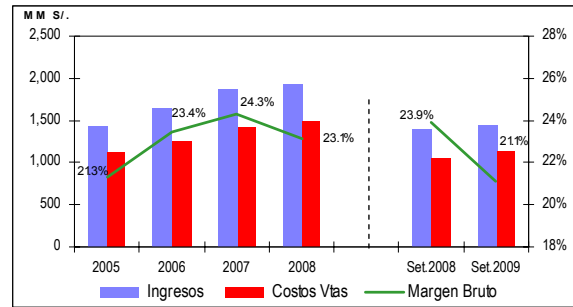
La posición de mercado de los productos elaborados por Gloria se refleja en un continuo crecimiento de los ingresos, obtenidos en casi todas sus líneas en el mercado local, aunque en los últimos años ha destacado el crecimiento de las ventas de productos distintos a la leche evaporada, principal producto de la empresa y que mayor aporte a los ingresos totales ha proporcionado históricamente. La venta de leche evaporada es el principal generador de ingresos de la compañía, con una participación mayor al 55% de los ingresos totales (sin considerar exportaciones), al tercer trimestre del 2009. Dicha participación viene disminuyendo en razón a la diversificación en la producción y las ventas de la empresa, logradas gracias a la positiva penetración en el mercado de productos tales, como yogurt, leche fresca UHT, quesos y néctares.

Al cierre del tercer trimestre de ejercicio 2009, Gloria obtuvo ingresos ascendentes a S/. 1,446.9 millones, que representan un aumento de 4.1% respecto a los ingresos registrados en el mismo periodo del año anterior, S/. 1,390.1 millones, ajustado a valores constantes de setiembre del 2009 (considerando valores corrientes, si se registra una disminución en las ventas del orden de -2.4%).

El crecimiento en la venta de los diversos tipos y presentaciones de leche, así como de los derivados lácteos, ha compensado los menores ingresos registrados por las menores exportaciones, así como por los menores otros ingresos.

El incremento en los ingresos por ventas totales no se ha reflejado en el margen bruto, debido a los mayores costos de ventas en relación a los ingresos. Los ingresos aumentaron en 4.1%, mientras que los costos de venta lo hicieron en 7.9%, repercutiendo negativamente en el margen bruto, el cual al cierre del tercer trimestre del 2009, ascendió a 21.1% vs. 23.9% registrado durante mismo período del 2008.

El aumento en los costos de venta, antes descritos se asocian principalmente al aumento en los costos de las principales materias primas como la leche fresca, la leche entera en polvo, el suero de mantequilla, entre otros.



En cuanto a los gastos administrativos y de ventas, en el periodo bajo análisis han representado el 12.1% de las ventas, registrado un aumento neto del orden del 1.6%, al pasar de S/. 172.8 millones a S/. 175.5 millones, a setiembre del 2008 y 2009, respectivamente, aunque en términos corrientes significó una disminución de 4.7% respecto a lo registrado en el mismo periodo del ejercicio anterior (S/. 175.5 millones vs. S/. 184.2 millones). Este aumento responde a los mayores gastos de ventas, ocasionados principalmente por el aumento en los gastos de publicidad, principal componente de los gastos de venta (50.1% de los mismos, S/. 63.0 millones), neto de una disminución en fletes, producto de las menores exportaciones, así como menores gastos correspondientes a servicios prestados por terceros.

Respecto a los gastos administrativos, éstos registran una disminución, al pasar de S/. 57.7 millones a S/. 50.0 millones, es decir un -13.5%. Esta disminución responde a menores gastos en servicios prestados por terceros y en honorarios de directores, que tienen relación directa con la menor utilidad comercial.

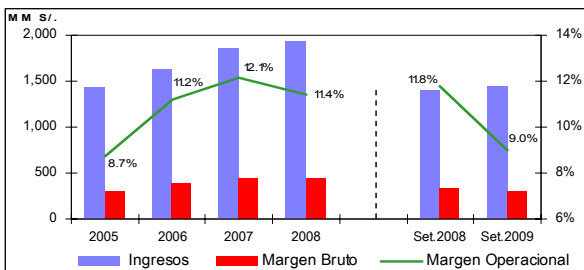
Es preciso indicar que Gloria presenta una importante eficiencia en el esquema de distribución (que incluye la participación de la empresa vinculada Deprodeca y un esquema de comisiones variables), así como, por el manejo administrativo corporativo.

Gloria cuenta con un contrato con la empresa Deprodeca S.A.C. mediante el cual se le ha asignado la distribución de los productos de la empresa en el departamento de Lima y la comercialización de los productos de Gloria en los demás departamentos del país. La retribución a Deprodeca S.A.C. equivale a 5% del valor de venta de los productos distribuidos.

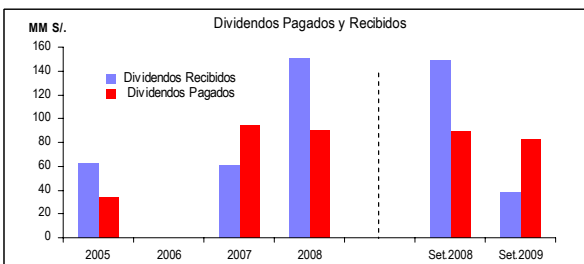
Debido a los mayores costos en relación a los ingresos, y a los mayores gastos administrativos y de ventas netos, así como a menores ingresos operacionales, el margen operacional a setiembre del 2009, se ha visto afectado, siendo el 9.0% de las ventas, porcentaje menor al registrado durante el mismo periodo del 2008, que fue 11.8% de las ventas.

Resumen de estados financieros individuales y principales indicadores
(En miles de Nuevos Soles al 30 de setiembre del 2009)

	2005	2006	2007	2008	Set.2009	Set.2008
Ventas netas	1,433,270	1,633,180	1,858,906	1,932,767	1,446,937	1,390,140
Margen bruto	305,818	382,972	452,027	447,357	305,591	332,245
Resultado operacional	125,108	183,425	225,802	220,939	130,034	163,564
Depreciación del ejercicio	33,330	48,698	48,430	46,012	41,467	34,110
Flujo depurado	164,252	233,457	272,044	260,229	171,351	193,180
Gastos financieros	30,612	29,152	25,468	15,203	14,202	13,507
Resultado no operacional	20,558	(17,923)	39,443	139,094	28,518	138,793
Utilidad neta	109,739	101,996	186,041	276,370	106,994	240,434
Total Activos	1,627,137	1,734,333	1,873,698	1,620,232	1,908,430	1,579,872
Disponible	3,982	17,772	18,653	16,573	40,409	38,239
Deudores	190,712	245,323	291,631	392,754	419,678	226,362
Activo Fijo	548,505	548,173	543,631	515,946	738,085	506,575
Total Pasivos	695,219	712,689	827,218	730,846	824,397	730,268
Deuda Financiera	492,191	445,105	532,583	445,213	496,852	464,850
Patrimonio	931,919	1,021,644	1,046,479	889,386	1,084,033	849,603
Result. Operacional / Ventas	8.73%	11.23%	12.15%	11.43%	8.99%	11.77%
Utilidad Neta / Ventas	7.66%	6.25%	10.01%	14.30%	7.39%	17.30%
Flujo depurado / Activos Prom.	10.60%	14.19%	15.39%	15.23%	13.23%	15.51%
Rentabilidad patrimonial	12.03%	10.44%	17.99%	28.55%	14.54%	33.81%
Liquidez corriente	1.20	1.21	1.54	1.95	2.70	1.90
Liquidez ácida	0.51	0.55	0.66	0.88	1.32	0.57
Pasivos / Patrimonio	0.75	0.70	0.79	0.82	0.76	0.86
Deuda Financiera / Patrimonio	0.53	0.44	0.51	0.50	0.46	0.55
% de Deuda de corto plazo	55.2%	66.8%	56.9%	63.5%	43.1%	63.2%
D. Financiera / Flujo depurado	3.00	1.91	1.96	1.71	2.17	1.80
Indice de Cobertura Hittórica	6.92	5.89	7.17	6.61	6.55	9.13
Ebitda						
Ebitda	158,438	232,123	274,232	266,951	171,501	197,674
Deuda Financiera / Ebitda	3.11	1.92	1.94	1.67	2.17	1.76
Ebitda / Gastos financieros	5.18	7.96	10.77	17.56	12.08	14.63



Al tercer semestre del 2009, el resultado no operacional de Gloria, ascendió a S/. 28.5 millones, menor en S/. 110.3 millones, en comparación al mismo periodo del ejercicio 2008 (S/. 138.8 millones). Esta disminución es ocasionada principalmente por los menores ingresos registrados por concepto de dividendos de empresas subsidiarias, que para el período bajo análisis ascendieron a S/. 39.0 millones vs. los S/. 149.3 millones recibidos durante al tercer trimestre del 2008.



Los gastos financieros netos asumidos por Gloria, al tercer trimestre del 2009 se incrementaron en 5.1%, al pasar de S/. 13.5 millones a S/. 14.2 millones. Esto se dio en respuesta a las mayores obligaciones financieras, las cuales aumentaron 6.9% en los últimos doce meses.

En forma adicional se presenta un ingreso por ganancia en diferencia en cambio, por S/. 3.7 millones, mayor al registrado en el mismo periodo del ejercicio 2008 (S/. 3.0 millones), originado por la posición neta pasiva en moneda extranjera de la empresa y el efecto favorable sobre ésta, debido a la apreciación del Nuevo Sol.

Gloria ha obtenido una utilidad neta ascendente a S/. 107.0 millones, que resulta 55.5% inferior a la obtenida al tercer trimestre del 2008, cuando se registró una utilidad neta ascendente a S/. 240.4 millones, neta del ajuste a valores constantes de setiembre del 2009.

Al cierre del tercer trimestre del ejercicio en curso, los ingresos correspondientes a dividendos representaron 36.5% de la utilidad neta, (S/. 39.0 millones). Por su parte, al cierre del mismo periodo del ejercicio anterior, los dividendos representaron 62.1% de la utilidad neta, es decir S/. 149.3 millones.

La utilidad neta en el periodo bajo análisis representó 7.4% de los ingresos totales de la empresa, mientras que en el mismo periodo del ejercicio 2008 representó 17.3%.

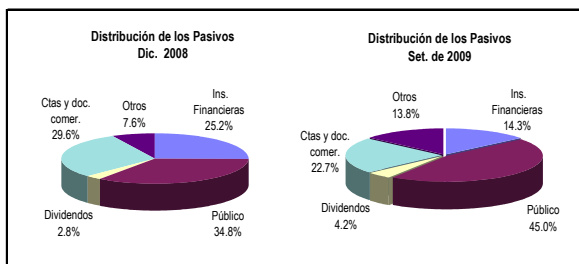
Si no se considera los ingresos por dividendos, ya que vienen a ser ingresos no vinculados a la actividad propia de la empresa, la utilidad neta en relación a las ventas presenta tendencia decreciente, pero con menor diferencia, (4.7% al tercer trimestre del 2009 vs. 6.6% al tercer trimestre del 2008).

b. Endeudamiento patrimonial y estructura de deuda

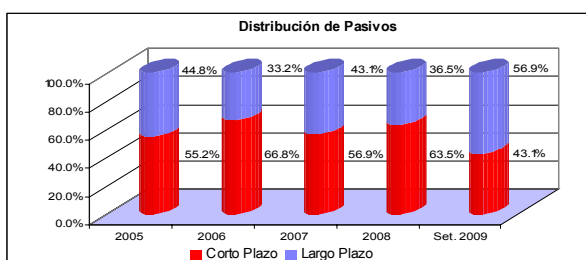
En setiembre del 2009, el total de pasivos de Gloria ascendió a S/. 824.4 millones, aumentando en 12.8% respecto a lo registrado al cierre del 2008 (S/. 730.8 millones).

Esto se debió principalmente a la mayor deuda contraída con el público, la cual corresponde a emisiones de bonos corporativos y papeles comerciales, los mismos que aumentaron S/. 116.7 millones, adeudándose al cierre del tercer trimestre del 2009, S/. 371.3 millones. El aumento de estas obligaciones ha permitido reemplazar deuda que se tenía con entidades financieras, habiendo éstas últimas disminuido en S/. 66.0 millones, al pasar de S/. 183.8 millones al cierre del ejercicio 2008 a S/. 117.8 millones, al cierre del tercer trimestre del 2009, (-35.9%).

La estructura de pasivos, continúa manteniendo la tendencia mostrada en ejercicios anteriores, donde las necesidades de financiamiento, son cubiertas principalmente a través de emisiones de bonos. Al cierre del tercer trimestre del 2009, las emisiones de bonos corporativos y de papeles comerciales, representan 45.0% del total del pasivo (34.8% al cierre del ejercicio 2008), las deudas bancarias representan 14.3% (25.1% al cierre del ejercicio 2008).



Los cambios registrados en la distribución de las cuentas de los pasivos, han ido acompañados con cambios en la distribución de los plazos, registrando un aumento en la duración media de la deuda.



La participación de la deuda a corto plazo ha disminuido, pues de representar 63.5% al cierre del 2008, pasó a ser 43.1%, al cierre del tercer trimestre del 2009.

Es preciso recordar que en el ejercicio 2008, Gloria no adquirió nueva deuda correspondiente a emisiones de bonos, debido a que el Grupo enfocó sus esfuerzos en recomponer su estructura organizacional a través de la definición de líneas de negocio específicas.

Las emisiones de bonos corporativos, le permite a Gloria adquirir pasivos en condiciones de plazos, de moneda y de costo financiero, adecuados a sus requerimientos y a su estructura financiera y operativa.

A la fecha, Gloria mantiene vigente su Segundo Programa de Bonos y Papeles Comerciales, el cual se renovó en octubre del presente ejercicio por otros dos años adicionales. Este Programa involucra un monto de emisión de hasta US\$ 200 millones, bajo el cual se han realizado diez emisiones de bonos corporativos y dos emisiones de papeles comerciales, encontrándose al cierre del tercer trimestre del ejercicio en curso un monto total de S/. 371.3 millones en circulación.

En lo que va del ejercicio 2009, la empresa ha realizando dos emisiones correspondientes a papeles comerciales: la Primera Emisión – Serie A por S/. 10 millones y la Primera Emisión – Serie B por S/. 15 millones, con plazos de vencimiento de 180 días y 360 días respectivamente. La primera de estas emisiones venció en la quincena de agosto del 2009, cancelándose en su totalidad.

Adicionalmente, en el mes de abril y setiembre del ejercicio en curso, la empresa adquirió nueva deuda por emisión de bonos, dentro de su Segundo Programa de Bonos Corporativos; la Novena Emisión – Serie A y Décima Emisión – Serie A, por un monto ascendente a S/. 50 millones y S/. 78.0 millones, respectivamente.

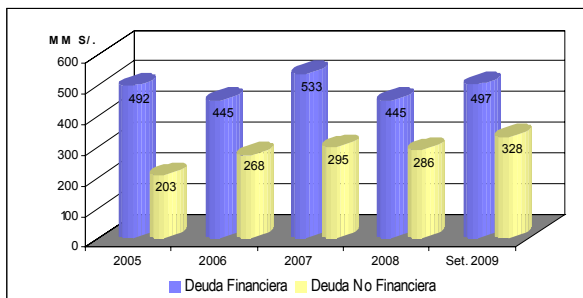
Estas nuevas emisiones, han permitido disminuir parte de la deuda con instituciones financieras.

Al cierre del tercer trimestre del ejercicio 2009, la deuda financiera representó 60.3% del total de pasivos de la empresa, registrando un aumento a nivel monetario del orden del 11.6% (S/. 496.9 en setiembre del 2009 vs. S/. 445.2 millones en diciembre del 2008).

Este aumento no se vio reflejado en el ratio de endeudamiento financiero, el cual fue de 0.46 veces el patrimonio de la empresa, inferior al registrado a diciembre del 2008, de 0.50 veces, siendo esto posible gracias al aumento en mayor proporción registrado en la cuenta del patrimonio.

Por su parte, la deuda no financiera ascendió a S/. 327.5 millones mostrando un aumento de S/. 41.9 millones, (+14.7%), respecto a la registrada al cierre del ejercicio 2008

(S/. 285.6 millones), explicado por los mayores impuestos diferidos, así como a mayores dividendos pendientes de pago.



La cuenta de impuesto a la renta diferido, pasó de S/. 8.9 millones a S/. 82.8 millones, (S/. +73.9 millones). Este incremento es principalmente producto de una reevaluación en el activo fijo efectuada en mayo del ejercicio en curso. A pesar de las mayores obligaciones totales contraídas a setiembre del 2009, +12.8%, no se vio afectado el ratio de endeudamiento total, siendo éste 0.76 veces en setiembre del 2009. Por el contrario, este ratio fue incluso inferior al registrado al cierre del 2008 (0.82 veces), al verse influenciado favorablemente como consecuencia del incremento registrado en el patrimonio.

El patrimonio neto de Gloria aumentó de S/. 889.4 millones al cierre del ejercicio 2008, a S/. 1,084.0 millones en setiembre del 2009, mostrando un incremento de 21.9%, (S/. +194.6 millones).

Este significativo aumento se debió principalmente a la revaluación de terrenos, efectuado en mayo del 2009, por un valor de S/. 200.2 millones, neto de la determinación del impuesto diferido por S/. 74.1 millones, así como por la utilidad obtenida al cierre del tercer trimestre del ejercicio en curso, S/. 107.0 millones, S/. +15.6 millones neto de la disminución de dividendos.

En Junta Obligatoria Anual de Accionistas del 24 de marzo del 2009, se aprobó la distribución de dividendos por S/. 91.4 millones correspondiente al ejercicio 2008.

La política de dividendos vigente consiste en el reparto por concepto de dividendos de hasta 60% de las utilidades obtenidas en el periodo, siempre que dicha distribución no afecte el crecimiento de la empresa o su solvencia patrimonial.

c. Situación de liquidez

Al cierre del tercer trimestre del ejercicio en curso, Gloria contó con activos totales ascendentes a S/. 1,908.4 millones, registrando un aumento de S/. 288.2 millones (+17.8%), en relación a diciembre del 2008 (S/. 1,620.2 millones), debido principalmente al incremento del activo fijo,

ocasionado por la revaluación de terrenos (cuenta que pasó de S/. 50.9 millones en diciembre del 2008 a S/. 264.0 millones en setiembre del 2009), así como por el incremento de las cuentas por cobrar comerciales, en línea con el mayor nivel de ventas de la empresa y de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

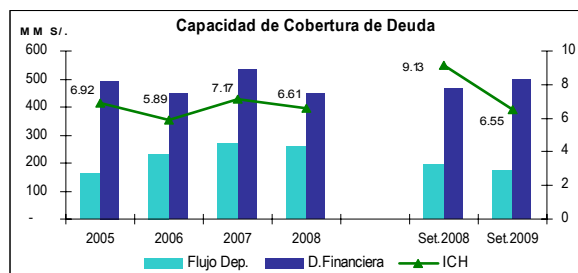
En cuanto al activo corriente de la empresa, se tiene que a setiembre del ejercicio en curso su monto ascendió a S/. 960.2 millones, registrando un aumento de S/. 57.9 millones, +6.4%, respecto al registrado al cierre del ejercicio 2008 (S/. 902.2 millones). El activo corriente concentró una participación de 50.3% del total de activos.

De otro lado, el pasivo corriente, ha registrado una significativa disminución, (S/. -108.6 millones), respecto al cierre del ejercicio 2008, al pasar de S/. 463.8 millones en diciembre del 2008 a S/. 355.1 millones en setiembre del 2009, (-23.4%). Esta variación tiene como consecuencia principalmente los menores saldos en obligaciones financieras con entidades bancarias, lo cual ha sido posible gracias a las nuevas emisiones realizadas durante el ejercicio.

El aumento de los activos corrientes, junto con la significativa disminución en los pasivos corrientes, se ha reflejado en niveles de liquidez más holgados, contando la empresa para el periodo bajo análisis con un ratio de liquidez corriente de 2.70 veces a setiembre del 2009, frente a 1.95 veces al cierre del 2008.

d. Índice de Cobertura Histórica

La holgada capacidad que muestra Gloria S.A. para cubrir con su responsabilidad financiera se refleja en el índice de cobertura histórico, que se ubicó en 6.55 veces al cierre del tercer trimestre del ejercicio en curso. Si bien este resultado es ligeramente inferior que el registrado al cierre del ejercicio 2008, de 6.61 veces, como consecuencia de la mayor carga financiera relativa que enfrenta la empresa a la fecha, la calidad operativa alcanzada por Gloria, permite que los ratios de eficiencia, a pesar de registrar en el ejercicio bajo análisis una ligera disminución, se mantengan en niveles adecuados, lo cual se extiende a su estructura financiera, contando con adecuadas capacidades para la captación de recursos.



Esta situación se refleja en su nivel de cobertura de deuda y en una capacidad de cobertura de intereses, medida en términos de las salvaguardas aprobados para la emisión de valores dentro del Segundo Programa de Bonos Corporativos e Instrumentos de Corto Plazo de Gloria S.A., donde el emisor se comprometió a cumplir las siguientes restricciones financieras, en tanto estén vigentes las emisiones de instrumentos dentro del Programa: (i) mantener un nivel de endeudamiento sobre el patrimonio no

mayor a 1.1 veces; (ii) mantener una cobertura de intereses no menor a 3.5 veces; (iii) mantener un índice de cobertura de deuda no mayor a 4.5 veces; (iv) mantener un índice de liquidez corriente ajustada no menor a 1.0 veces. Los niveles de cobertura propuestos como resguardos del Segundo Programa, se han cumplido rigurosamente hasta la fecha.

**DETALLE DE LAS EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS
SEGUNDO PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS Y PAPELES COMERCIALES DE GLORIA S.A.**

El Segundo Programa de Bonos Corporativos y Papeles Comerciales corresponde a la emisión de instrumentos financieros por un monto en circulación de hasta US\$ 200 millones o su equivalente en Nuevos Soles. En octubre del 2009 se renovó el plazo de vencimiento del programa por dos años adicionales.

Emisión	Plazo	Monto Autorizado	Monto Colocado	Monto en Circulación	Fecha de Emisión	Interés
Primera – Serie A	5 años	S/. 60'000,000	S/. 52'125,000	Cancelada	26.06.03	VAC + 6.00%
Segunda – Serie Única	3 años	S/. 35'000,000	S/. 35'000,000	Cancelada	21.04.04	5.9375%
Tercera – Serie A	5 años	S/. 50'000,000	S/. 50'000,000	S/. 5'000,000	14.02.05	6.625%
Cuarta – Serie A	5 años	S/. 72'000,000	S/. 72'000,000	S/. 7'200,000	22.04.05	6.6875%
Quinta – Serie A	7 años	S/. 40'000,000	S/. 40'000,000	S/. 22'857,000	04.09.06	6.500%
Sexta – Serie A	7 años	S/. 70'000,000	S/. 70'000,000	S/. 45'000,000	26.03.07	5.750%
Sétima – Serie A	10 años	S/. 70'000,000	S/. 70'000,000	S/. 52'500,000	18.04.07	5.875%
Octava – Serie A	10 años	S/. 100'000,000	S/. 100'000,000	S/. 80'000,000	26.10.07	6.78125%
Novena – Serie A	5 años	S/. 90'000,000	S/. 50'000,000	S/. 50'000,000	30.04.09	6.46875%
Décima – Serie A	7 años	S/. 80'000,000	S/. 78'000,000	S/. 78'000,000	29.09.09	6.5625%

**DETALLE DE LAS EMISIONES DE PAPELES COMERCIALES DEL
SEGUNDO PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS Y PAPELES COMERCIALES DE GLORIA S.A.**

Emisión	Plazo	Monto Autorizado	Monto Colocado	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Interés
Primera – Serie A	180 días	S/. 35'000,000	S/. 10'000,000	16/02/2009	Cancelada	7.84375%
Primera – Serie B	360 días	S/. 35'000,000	S/. 15'000,000	16/02/2009	11/02/2010	8.00000%