

Sesión de Comité N° 13/2009: 15 de abril del 2009
Información financiera auditada al 31 de diciembre del 2008

Analista: Gisella Del Aguila P.
gdelaguila@classrating.com

Clasificaciones Vigentes

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

FUNDAMENTACION

Gloria S.A. es una empresa que forma parte de un importante conglomerado industrial de capitales peruanos, que ha logrado una sólida expansión y crecimiento en los diferentes mercados donde opera, tanto a nivel nacional, como internacional.

El Grupo Gloria está conformado por empresas que operan en diversos sectores (cemento, transporte, papel y envases, productos farmacéuticos, manejo logístico, comercio y agroindustria), lo que le ha permitido alcanzar un importante nivel de integración vertical en los principales procesos productivos relacionados con sus productos, permitiendo alcanzar economías de escala y lograr un mejor aprovechamiento de su capacidad instalada.

Para una mejor y más eficiente administración operativa de las distintas empresas que conforman el Grupo Gloria, en los últimos años se ha adoptado diversas acciones tendientes a recomponer su estructura organizacional a través de la definición de líneas de negocio específicas que permitan manejar sus operaciones por unidad de negocio.

Esto implicó la escisión del bloque patrimonial conformado por la participación accionaria de Gloria en Yura S.A., la cual fue absorbida por Consorcio Cementero del Sur S.A. (empresa perteneciente también al Grupo). En la misma línea, Gloria ha transferido su posición patrimonial en Trupal S.A. a su vinculada Fondo de Inversiones Diversificadas S.A. – FODINSA.

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 derivados lácteos (mantequilla, yogurt y queso).

La empresa mantiene también importante participación en el mercado de refrescos, de jugos, de néctares, de conservas

Indicadores financieros

En miles de nuevos soles de diciembre del 2008

	Dic.2006	Dic.2007	Dic.2008
Total Activos	1,837,502	1,985,156	1,716,613
Deudores	259,917	308,979	416,117
Existencias	240,725	325,509	366,973
Activo Fijo	580,781	575,970	546,638
Total Pasivos	755,084	876,426	774,321
Patrimonio	1,082,418	1,108,730	942,292
Ventas Netas	1,730,331	1,969,485	2,047,739
Resultado Bruto	405,754	478,916	473,968
Resultado Operacional	194,336	239,234	234,082
Utilidad neta	108,064	197,108	292,810
Res. Operacional / Ventas	11.2%	12.1%	11.4%
Utilidad / Ventas	6.2%	10.0%	14.3%
Rentabilidad / Patrimonio Prom.	10.4%	18.0%	28.6%
Rentabilidad / Activos	6.1%	10.3%	15.8%
Liquidez corriente	1.21	1.54	1.95
Liquidez ácida	0.55	0.66	0.88
Deuda / Patrimonio	0.70	0.79	0.82
Pas. Financ./ Patrimonio	0.44	0.51	0.50
% Deuda a corto plazo	66.8%	56.9%	63.5%
Índice de Cobertura Histórico	5.89	7.17	6.61
% Mcdto leches industrializadas	79.1%	79.1%	77.0%
% Mcdto leche evaporada	83.3%	83.4%	82.1%

*Para efectos de análisis, las cifras han sido ajustadas a soles constantes de diciembre del 2008.

de pescado, de café instantáneo, de mermeladas, entre otros productos de consumo masivo.

Gloria cuenta con una participación de 77.0% en el mercado de leche industrializada y de 82.1% en el mercado de leche evaporada. La leche evaporada, en sus diversas marcas y presentaciones, es el principal producto de la empresa, el cual durante el ejercicio 2008 representó 65.8% de los ingresos de la empresa.

La concentración de las ventas en este producto está disminuyendo en razón al mayor nivel de ventas y participación de mercado que están logrando otros productos de la empresa, principalmente derivados lácteos y 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.

Gloria exporta con éxito a 40 países en el Caribe, América Latina, el Medio Oriente y el Oeste de África.

Estos factores influyen positivamente en el nivel de ventas, que muestra una tendencia creciente año a año.

El margen bruto se ha visto afectado como consecuencia del aumento en el precio de las principales materias primas, aunque estos han sido en parte compensados por los mejores niveles de eficiencia productiva, que permiten una mayor utilización de la capacidad instalada de sus plantas, una mayor dilución de los costos fijos y una distribución eficiente de los gastos de administración y de ventas.

El resultado neto se ha visto favorecido por una disminución de los gastos financieros netos y por el registro de importantes ingresos por concepto de dividendos de empresas subsidiarias.

La utilidad neta de Gloria en el ejercicio 2008 ascendió a S/. 292.8 millones, la cual es 48.6% superior a la registrada por la empresa en ejercicios anteriores. Esto se traduce en adecuados niveles de rentabilidad, favorecidos además por la nueva estructura de activos y de patrimonio registrada luego del reciente proceso de escisión.

A ello se suma la tendencia estable en sus resultados operativos y financieros, lo que se traduce en 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 a la participación de mercado con que cuenta la empresa, que responde a su liderazgo en la producción de leches industrializadas y derivados lácteos a nivel nacional. A ello se agrega el crecimiento y avances en los diferentes mercados internacionales donde está presente el grupo; al aumento que muestra el consumo de productos lácteos a nivel nacional; a la integración de sus procesos productivos y a las sinergias que obtiene con sus empresas vinculadas; a la trayectoria y solvencia del Grupo Gloria, que será potenciada con la nueva estructura organizacional en base a líneas de negocio; a su estructura corporativa, que está permitiendo integrar sus principales operaciones; entre otros factores que en conjunto permiten vislumbrar perspectivas positivas 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 comercialización de productos no lácteos, lo que motivó el cambio de la razón social a Gloria S.A. ("Gloria") 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, y que posteriormente fue 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 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 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 que buscan una estructura funcional y organizada horizontal, de manera de permitir un manejo más ordenado, ágil y eficiente de las diversas empresas del Grupo a través de líneas de negocios especializadas. Esto implicó recientemente la separación 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 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 en sectores productivos, comerciales y de transporte de carga.

La empresa *holding* del negocio alimentario del Grupo es Jorge Rodríguez Banda S.A. – JORBSA, principal accionista de Gloria. A diciembre del 2008, 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

Acciones de Inversión	%
José Rodríguez Banda S.A.	55.17
Vito Rodríguez Rodríguez	17.68
Jorge Rodríguez Rodríguez	5.90
Otros	21.25
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 (antes 450'790,690) y 20'162,520 acciones de inversión (antes 46'076,611). 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 le permitan manejar sus operaciones por unidad de

negocio, de modo que cada una de ellas concentren los activos y pasivos asociados a su actividad principal.

Se han 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:
 - **Gloria S.A.**, empresa líder en la producción y comercialización de leches industrializadas y derivados lácteos en el mercado peruano. Las empresas subsidiarias de Gloria son: Farmacéutica del Pacífico S.A.C. (dedicada a la fabricación, distribución y venta de productos farmacéuticos y de tocador); 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)**, 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, 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.
 - **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.

(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.*, empresa ubicada en el departamento de Arequipa, dedicada a la producción de cemento y de concreto, los cuales son 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 de 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 fertilizantes nitrogenados.

(iii) El holding azucarero, conformado por empresas adquiridas a través de la empresa *holding* Corporación Azucarera del Perú S.A., que han permitido que el Grupo Gloria se consolide como el primer grupo agroindustrial del Perú, con una capacidad de producción de más de 35 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:

- *Casa Grande 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% de su accionariado;
- *Cartavio S.A.A.*, que pasó a formar parte del Grupo en el 2007, a través de compras directas, 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 de 80.64% de su capital social.
- *Empresa Agraria Chiquitoy S.A.*, empresa subsidiaria de Cartavio, con terrenos colindantes a Casa Grande 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 en Cartavio y en Casa Grande.

(iv) A través del Fondo de Inversiones Diversificadas S.A. – FODINSA se tiene participación sobre las siguientes empresas productivas:

- el 100% de las acciones de *Trupal S.A.*, empresa dedicada a la fabricación y comercialización de papeles y cartones, así como todo tipo de cajas y empaques flexibles. En abril del 2008, Trupal se fusionó mediante un proceso de absorción con la empresa Centro Papelero S.A.C., la cual previamente había adquirido el 100% de la empresa Manufacturera de Papeles y Cartones S.A. 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".

(iv) Otras inversiones directas de los Sres. Jorge y Vito Rodríguez Rodríguez, que no están agrupadas en ninguna línea de negocios específica 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).

c. Estructura administrativa

Las empresas que forman parte del Grupo Gloria son administradas por una Dirección Corporativa y 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 importantes ahorros de gastos operativos, así como 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.:	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
Gerente de Marketing:	Estuardo Lu Chang-Say
Gerencia Área Legal:	David Sobenes Torres
Gerencia de Presup. y Análisis:	Néstor Leno Prieto
Gerente de Logística:	Roberto Bustamante Zegarra
Gerente de Seguros:	Arturo Zereceda Ortiz de Zevallos
Gerente de Comercialización:	Héctor Guerra García

Gloria registra una plana gerencial bastante estable, mostrando esporádicamente ciertos cambios, y que en su mayoría son determinados por la reasignación de cargos entre los principales cargos gerenciales del Grupo Gloria. Los últimos cambios observados en la plana gerencial han sido: (i) el ingreso 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, cargo que estuvo vacante desde el ejercicio 2007; (iii) la renuncia del Sr. Guillermo Spelucin al cargo de Gerente Corporativo de Seguridad, el cual desempeño entre mayo y setiembre del ejercicio 2008.

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 derivados lácteos, pero su principal producto continua siendo la leche evaporada.

Adicionalmente, la compañía comercializa otros productos tales como: conservas de pescado, café, jugos, refrescos, néctares, mermeladas, snacks, panetón, azúcar, entre otros. Gloria mantiene un sólido crecimiento, fortalecimiento y liderazgo en el mercado lácteo, donde su participación se 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 eficiente capacidad de distribución, transporte y administración 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 empresa vinculadas al Grupo Gloria.

La leche evaporada es el producto tradicional y más 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 65.8% de los ingresos totales de la empresa durante el ejercicio 2008. Destaca el crecimiento de la participación de las ventas de yogurt y de leche fresca, rubros en que la empresa también lidera el mercado nacional.

a. Operaciones

Gloria S.A. 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: (i) Huachipa (Lima), 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 producen 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 la región (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 la meticulosa cadena de producción de Gloria. La empresa Gloria acopia cerca de 1,800 TM de leche diariamente, proveniente de más de 15,500 ganaderos en todo el Perú, contando con diversos centros de recepción y de enfriamiento de leche ubicados en las principales cuencas lecheras a nivel nacional.

Se está promoviendo la conformación de nuevos centros de acopio, en base a apoyo financiero, capacitación en técnicas de producción e incremento de la productividad, y de importación de ganado, entre otros servicios, con la finalidad de incrementar la oferta de leche fresca (actualmente se cuenta con alrededor de 15,500 productores que abastecen a la empresa, de los cuales aproximadamente 14,000 son pequeños productores), alcanzando prácticamente autosuficiencia para atender el mercado local.

Gloria, en compromiso con la actividad ganadera, ha implementado un programa cuya finalidad ha sido aumentar la productividad de los ganaderos del país, repoblando los establos, mejorando la genética del ganado y produciendo más leche de mejor calidad de ganado.

La empresa ha importado más de 5,000 vacas de alta genética en los últimos tres años, de las razas Holstein y Jersey, provenientes de Uruguay y Nueva Zelanda, las cuales han sido entregadas a ganaderos de La Libertad, Ancash y Arequipa, principalmente.

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), Casa Grande y Cartavio (proveedores de azúcar), Raciemsa (servicios de transporte), Deprodeca (logística de distribución), entre otros.

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, le ha permitido atender el mercado de productos lácteos elaborados con proteínas de soya, fuente de bienestar y salud 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
Leche UHT	Gloria, Pura Vida, Bella Holandesa, Chicolac, Multilac, Soalé, SoyVida
Yogurt	Gloria, Pura Vida, Multilac, Soalé, Yomost, SoyVida
Queso	Gloria, Bonlé, La Pradera
Jugos y Refrescos	Gloria, Pura Vida, Soalé, Aruba, Tampico, SoyVida
Manjar blanco	Bonlé, La Mesa, Monky
Mantequilla	Gloria
Leche en Polvo	Pura Vida, Multilac, Soalé
Crema de leche	Gloria, La Mesa
Conserva de pescado	Gloria, La Mesa
Leche Condensada	Gloria
Crema de Leche	Gloria
Mermelada	Gloria
Café	Mónaco
Panetón	Gloria
Azúcar	Cartavio, Casa Grande
Base de Helados	Gloria
Barquimiel	Gloria
Snacks	Mr. Chips

Otras marcas comercializadas por la empresa son Bonlé, Chicolac, Aruba, La Mesa, La Pradera, Monky y café Mónaco. Las marcas Bonlé, Aurora, Pil y El Establo son utilizadas para la exportación de leche evaporada y 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 refrescos.

3. Inversiones

El crecimiento de las ventas de Gloria S.A. está apoyado con 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 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. En los dos últimos años, Gloria ha invertido US\$ 59.2 millones en ampliar sus instalaciones, mejorar su infraestructura física, logística y de transportes, buscando mayor eficiencia productiva, todo lo cual permita solventar el crecimiento observado en sus ventas.

Para el ejercicio 2009, el Grupo Gloria ha anunciado un plan de inversiones que asciende a US\$ 400 millones destinados a sus divisiones de cemento, agroindustria, cartones y alimentos. En el caso de Gloria, la inversión proyectada es del orden de US\$ 20 millones y estaría destinada a la reconversión de la Planta de Huachipa a gas natural, la importación de ganado, la instalación de plantas enfriadoras en provincias, de tanques de enfriamiento para ganaderos, entre otras inversiones programadas.

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 más de 90% del mercado. Estas empresas mantiene una fuerte competencia entre ellas y ofrecen 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), su procesamiento, el envasado y su distribución, lo cual permite obtener importantes economías a escala.

Los tipos de leche más consumida en el mercado peruano son: leche evaporada (alrededor del 80%), leche fresca (alrededor del 17%) y leche en polvo (alrededor del 3%). El mercado total de leches industrializadas creció 0.9% durante el ejercicio 2008 con respecto al ejercicio 2007, y Gloria continua liderándolo con una participación de 77.0% en la producción total del ejercicio.

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.

La participación de Gloria, en sus diversas marcas y presentaciones, en la venta total de leche evaporada en el mercado nacional disminuyó ligeramente en el ejercicio 2008, al pasar a 82.1% desde 83.4% en el 2007, debido al lanzamiento de nuevas presentaciones y variedades de las otras marcas de leche evaporada que determinan una mayor competencia en el mercado.

Además del liderazgo de la empresa en el mercado de leches industrializadas y leche evaporada, ha alcanzado también el liderazgo en el mercado de yogurt, impulsado por la diversidad de presentaciones, variedades y sabores de yogures, comercializados bajo diversas marcas, cada una de ellas enfocada en un tipo de consumidor específico. Se ha registrado un importante crecimiento en el mercado de jugos y refrescos, al estarse potenciando como una alternativa más saludable respecto a las bebidas carbonatadas.

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 diciembre del 2008. Se han considerado los estados financieros auditados que no presentan diferencias con los estados financieros preliminares presentados por la empresa.

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%.

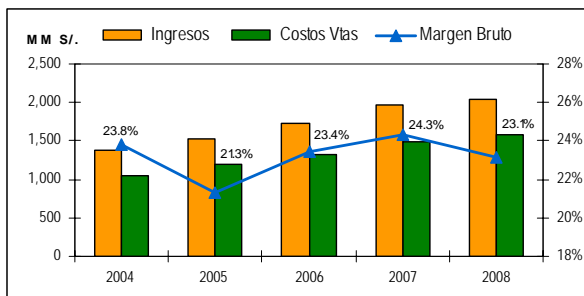
a. Resultados, rentabilidad y eficiencia

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 de mercado, aunque en los últimos años ha resaltado el crecimiento de las ventas de productos distintos a la leche evaporada, producto de bandera de la empresa y que mayor aporte a los ingresos totales ha significado históricamente.

Durante el ejercicio 2008, Gloria obtuvo ingresos ascendentes a S/. 2,047.7 millones, que representan un

crecimiento de 4.0% respecto a los ingresos registrados en el ejercicio 2007, ascendentes a S/. 1,969.5 millones, ajustado a valores constantes de diciembre del 2008 (considerando valores corrientes, el crecimiento de las ventas fue del orden de 13.1%).

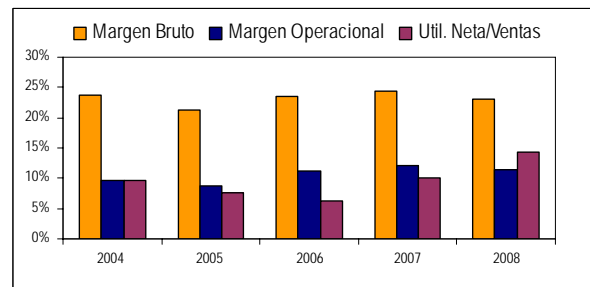
Gracias a las economías de escala logradas por un mejor aprovechamiento de la capacidad instalada de las plantas procesadoras, a la mayor dilución de los costos fijos y al mayor nivel de producción, el margen bruto de Gloria venía mostrando una tendencia decreciente. Sin embargo, en el ejercicio 2008, esta tendencia se ha revertido, con un crecimiento en los costos de ventas de 5.6% y una disminución del margen bruto a 23.1% de las ventas frente a 24.3% que representó en el ejercicio 2007, lo que está determinado principalmente por el cambio en el mix de producción y de ventas, al haber cobrado mayor relevancia aquellos productos que permiten menor margen. Ello está influenciado principalmente por el aumento en los costos de las materias primas como la leche fresca, de la leche entera en polvo, del suero de mantequilla y de la utilización de productos importados.



El crecimiento de la producción y de las ventas, tanto locales, como al mercado extranjero, ha ocasionado mayores gastos administrativos y de ventas, pero que gracias a la eficiencia en el esquema de distribución, al manejo administrativo corporativo y a los ajustes en gastos operativos efectuados para compensar la reducción del margen bruto, ha permitido controlar el incremento en los gastos operativos. A valores constantes, los gastos de administración, de ventas y otros operativos se han incrementado en solo 0.1%, aunque en términos corrientes significó un crecimiento de 8.9% respecto a lo registrado en el ejercicio 2007.

En contraposición con lo observado en ejercicios pasados, el efecto inflacionario del ejercicio 2008 y la estructura operativa de costos y gastos de Gloria, ha implicado una disminución en el resultado operacional del orden de 2.2% respecto a lo registrado en el ejercicio 2007 (S/. 234.1 millones vs. S/. 239.2 millones), año en que el resultado operacional se incrementó en 23.1%, luego de un crecimiento de 46.6% en el ejercicio 2006.

En términos relativos, el margen operacional se mantiene entre 11% y 12% de los ingresos por ventas en los últimos tres ejercicios.



En el ejercicio 2008 el resultado no operacional de Gloria ascendió a S/. 147.4 millones, que resulta 3.5 veces lo registrado en el ejercicio 2007, ascendente a S/. 41.8 millones. Este importante crecimiento se explica por los ingresos recibidos por concepto de dividendos de empresas subsidiarias, ascendentes a S/. 159.2 millones, mientras que en el ejercicio 2007 estos ascendieron a S/. 64.4 millones. Además del importante ingreso por concepto de dividendos, los gastos financieros netos asumidos por Gloria en el ejercicio 2008 disminuyeron a S/. 16.1 millones en el 2008 frente a S/. 27.0 millones asumidos en el 2007. Esto se ha debido a: la cancelación de diversos préstamos con instituciones financieras locales e internacionales; por las adecuadas condiciones a las que obtiene recursos en el mercado de capitales peruanos; la amortización de deuda con empresas vinculadas que involucraban costo financiero; y, el incremento de los ingresos financieros vinculados principalmente a préstamos otorgados a sus vinculadas. A esto se suma que el bloque patrimonial escindido a Consorcio Cementero incluía deuda financiera adquirida para financiar operaciones de Yura, que han dejado de ser responsabilidad de Gloria.

Adicionalmente, hay un ingreso por ganancia en diferencia en cambio que registra un monto ascendente a S/. 4.3 millones (S/. 4.3 millones a diciembre del 2007), originada por la posición neta pasiva en moneda extranjera de la empresa y el efecto favorable sobre ésta de la apreciación del Nuevo Sol.

Gracias a los importantes dividendos recibidos de sus subsidiarias, Gloria ha obtenido una utilidad neta ascendente a S/. 292.8 millones, que resulta 48.6% superior a la obtenida en el ejercicio 2007, cuando se obtuvo una utilidad neta de S/. 197.1 millones, neta del ajuste a valores constantes de diciembre del 2008. A valores corrientes, el crecimiento de la utilidad neta es del orden de 61.6%.

La utilidad neta del ejercicio 2008, representa 14.3% de los ingresos totales de la empresa, mientras que en ejercicios

Resumen de estados financieros individuales y principales indicadores
 (En miles de Nuevos Soles al 31 de diciembre del 2008)

	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas netas	1,387,215	1,518,529	1,730,331	1,969,485	2,047,739
Margen bruto	330,374	324,010	405,754	478,916	473,968
Resultado operacional	133,305	132,550	194,336	239,234	234,082
Depreciación del ejercicio	34,160	35,313	51,595	51,311	48,749
Flujo depurado	190,444	174,023	247,344	288,227	275,709
Gastos financieros	30,017	32,433	30,886	26,983	16,107
Resultado no operacional	60,299	21,781	(18,989)	41,789	147,368
Utilidad neta	135,045	116,267	108,064	197,108	292,810
Total Activos	1,636,645	1,723,929	1,837,502	1,985,156	1,716,613
Disponible	5,461	4,219	18,829	19,762	17,559
Deudores	208,410	202,057	259,917	308,979	416,117
Activo Fijo	483,294	581,134	580,781	575,970	546,638
Total Pasivos	691,488	736,574	755,084	876,426	774,321
Deuda Financiera	421,050	521,469	471,583	564,264	471,697
Patrimonio	945,157	987,355	1,082,418	1,108,730	942,292
Result. Operacional / Ventas	9.61%	8.73%	11.23%	12.15%	11.43%
Utilidad Neta / Ventas	9.73%	7.66%	6.25%	10.01%	14.30%
Flujo depurado / Activos Prom.	12.22%	10.60%	14.19%	15.39%	15.23%
Rentabilidad patrimonial	14.73%	12.03%	10.44%	17.99%	28.55%
Liquidez corriente	1.14	1.20	1.21	1.54	1.95
Liquidez ácida	0.51	0.51	0.55	0.66	0.88
Pasivos / Patrimonio	0.73	0.75	0.70	0.79	0.82
Deuda Financiera / Patrimonio	0.45	0.53	0.44	0.51	0.50
% de Deuda de corto plazo	60.4%	55.2%	66.8%	56.9%	63.5%
D. Financiera / Flujo depurado	2.21	3.00	1.91	1.96	1.71
Indice de Cobertura Hittórica	8.53	6.92	5.89	7.17	6.61
Ebitda					
Ebitda	167,465	167,863	245,931	290,545	282,831
Deuda Financiera / Ebitda	2.51	3.11	1.92	1.94	1.67
Ebitda / Gastos financieros	5.58	5.18	7.96	10.77	17.56

pasados representó 10.0% en el 2007, 6.3% en el 2006 y 7.7% en el 2005.

Separando el efecto de los ingresos obtenidos por concepto de dividendos, la utilidad neta de la empresa se mantiene alrededor de 6.5% de los ingresos: 6.5% en el 2008, 6.7% en el 2007 y 6.3% en el 2006.

El aumento de la utilidad neta permite también incrementar la rentabilidad sobre el patrimonio promedio a 28.6% y sobre los activos totales de 15.8% (18.0% y 10.3% en el ejercicio 2007, respectivamente), aunque debe considerarse que estos están influenciados por efecto de la disminución patrimonial y de activos producto de la escisión del bloque patrimonial correspondiente a Yura y de la venta de la inversión en Trupal.

b. Endeudamiento patrimonial y estructura de deuda

Al cierre del ejercicio 2008, el total de pasivos de Gloria ascendió a S/. 774.3 millones, que significan una disminución de 11.7% respecto a lo registrado al cierre del ejercicio 2007 (S/. 876.4 millones).

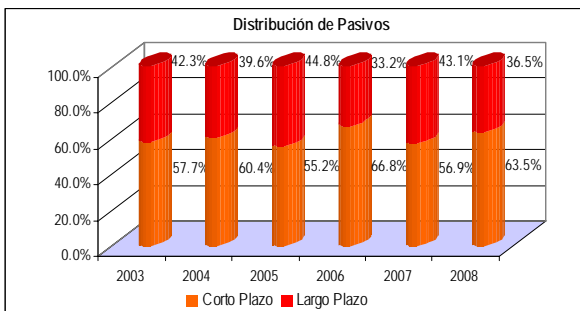
Esto se debió principalmente a las menores obligaciones financieras y a las menores cuentas por pagar con

empresas vinculadas, teniendo como efecto común la escisión de Yura S.A. que incluyó pasivos escindidos: obligaciones financieras (corriente y a largo plazo) y cuentas por pagar a vinculadas (corriente y a largo plazo). Además, se ha registrado una disminución en las obligaciones bancarias y por emisión de bonos corporativos en el mercado de capitales, por las amortizaciones parciales realizadas.

Al cierre del 2008, el principal pasivo corresponde a deuda por emisiones de bonos corporativos, que representan 34.8% de los pasivos totales, mientras que las deudas bancarias representan 25.1% del total.

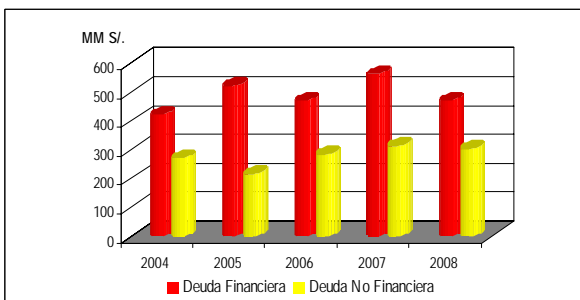
Respecto a la distribución de plazos, la participación de la deuda a corto plazo ha aumentado, pues de representar 56.9% al cierre del 2007, pasó a ser 63.5% al cierre del ejercicio 2008, debido principalmente a la disminución de los pasivos a largo plazo producto de la fusión, así como por la cancelación de diversas obligaciones con el público, teniendo en consideración que durante el ejercicio 2008 no se han realizado nuevas emisiones de valores. En febrero del 2009, la empresa ha realizado dos emisiones de papeles comerciales: la Novena Emisión – Serie A por S/. 10

millones y la Novena Emisión – Serie B por S/. 15 millones, con plazos de vencimiento de 180 días y 360 días respectivamente.



Con la amortización puntual de la deuda bancaria (incluyendo la deuda contraída con el IFC por un monto inicial de US\$ 19 millones, y la deuda con PNC Bank, por US\$ 2.3 millones), y la escisión de la deuda vinculada a las operaciones de cemento, la deuda financiera de Gloria se redujo a S/. 471.7 millones al cierre del 2008, frente a S/. 564.3 millones registrado al cierre del 2007.

La deuda financiera representó 60.9% del total de pasivos de la empresa, reflejando un ratio de endeudamiento financiero de 0.50 veces el patrimonio de la empresa (similar a la registrada en diciembre del 2007, de 0.51 veces).



La deuda no financiera ascendió a S/. 302.6 millones mostrando una reducción de 3.1% respecto a la registrada al cierre del ejercicio 2007 (S/. 312.2 millones), debido principalmente a las menores cuentas por pagar comerciales y con empresas vinculadas.

A diciembre del 2008, el ratio de endeudamiento total fue de 0.82 veces, ligeramente mayor a lo registrado al cierre del 2007 (0.79 veces), pues a pesar de la reducción de los pasivos, se ha registrado la reducción patrimonial por efecto de la escisión realizada.

Al 31 de diciembre del 2008, el nivel patrimonial de Gloria ascendió a S/. 942.3 millones, mostrando una disminución de S/. 166.4 millones (15.0%) respecto a lo registrado al cierre del 2007 (S/. 1,108.7 millones).

La segregación del bloque patrimonial transferido a Consorcio Cementero fue parcialmente compensada con la capitalización del exceso de reservas legales y reservas

especiales, de las cuales S/. 58.7 millones correspondieron a acciones comunes y S/. 6.0 millones a acciones de inversión.

Sobre los resultados acumulados, en Junta General del 28 de marzo del 2008 se aprobó una distribución de dividendos correspondiente al ejercicio 2007 ascendente a S/. 115.9 millones, y en Junta General del 24 de marzo del 2009 se ha aprobado la distribución de dividendos por S/. 91.4 millones correspondiente al ejercicio 2008.

La política de dividendos 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 ejercicio 2008, Gloria contó con activos totales ascendentes a S/. 1,716.6 millones, registrando una disminución de S/. 268.5 millones (-13.5%) con relación a diciembre del 2007 (S/. 1,985.2 millones), debido a la disminución de la cartera de inversiones de la empresa, ya sea por la escisión del bloque patrimonial correspondiente al 92.5% del capital social de Yura, como por la venta del 89.3% de las acciones de Trupal a Fodinsa.

La disminución de la cartera de inversiones ha sido parcialmente compensada con el aumento de las cuentas por cobrar comerciales y de las existencias, en línea con el mayor nivel de ventas de la empresa, así como por el incremento de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas, tanto de corto plazo, como de largo plazo, y que en este último caso corresponde a el financiamiento otorgado a Fodinsa para la adquisición de las acciones de Trupal, a ser pagado en un plazo de 10 años involucrando una tasa de interés efectiva anual de 9.1%, la misma que será revisada anualmente de acuerdo a las condiciones vigentes en el mercado.

El activo corriente de la empresa registrado al cierre del 2008, ascendió a S/. 955.9 millones, registrando un aumento de 24.8% respecto al registrado al cierre del ejercicio 2007 (S/. 766.3 millones), lo que sumado a la disminución de la cartera de inversiones, se refleja en una mayor participación de las acreencias corrientes respecto al total de activos: 55.7% del total de activos frente a 38.6% al cierre del 2007 y 33.3% al cierre del 2006.

El pasivo corriente, por su parte, viene disminuyendo respecto a ejercicios anteriores (-1.5% respecto al cierre del 2008), pues a pesar de la mayor deuda bancaria de vencimiento corriente, han disminuido las cuentas por pagar a proveedores y las obligaciones tributarias. También han disminuido las cuentas por pagar a empresas vinculadas, y dentro de ellas, principalmente, las relacionadas con la

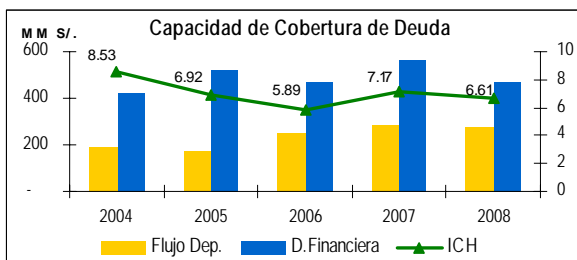
escisión del bloque patrimonial de las operaciones cementeras.

Los cambios en activos y pasivos corrientes se han reflejado en niveles de liquidez más holgados, con un ratio de liquidez corriente de 1.95 veces al cierre del 2008, frente a 1.54 veces al cierre del 2007 y de 1.21 veces al cierre del 2006.

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 6.61 veces al cierre del 2008. Este resultado ligeramente menor que el registrado al cierre del ejercicio 2007, de 7.17 veces, pues a pesar de la menor carga financiera, la empresa tiene menor posibilidad de generación de flujos futuros dado el menor nivel de activos con que cuenta actualmente producto de la reciente escisión.

A esto se suma el aumento en el monto disponible de emisión dentro del Segundo Programa de Bonos Corporativos y Papeles Comerciales, por las amortizaciones de emisiones anteriores, que al cierre del 2008 asciende a S/. 396.6 millones (en diciembre del 2007 se incremento el monto total del Programa hasta por un saldo en circulación de US\$ 200 millones o su equivalente en moneda nacional).



Al 31 de diciembre del 2008, el saldo en circulación correspondiente a los bonos corporativos fue de S/. 269.7 millones, correspondientes a seis emisiones de bonos corporativos. En febrero del 2009 se han realizado dos emisiones de papeles comerciales por S/. 25 millones. Del total de deuda financiera, 77.1% está denominada en moneda nacional y 22.9% en moneda extranjera. La participación de la deuda en moneda extranjera determina que exista una exposición al riesgo cambiario, pero que en el contexto actual de apreciación de la moneda nacional, genera resultados positivos por diferencia de cambio. La calidad operativa alcanzada por Gloria, permite que los ratios de eficiencia se mantengan en niveles estables, sobre todo cuando el nivel de productividad se ha incrementado, lo cual se extiende a su estructura financiera, con cada vez mayores y más adecuadas condiciones de mercado en la captación de recursos.

Esta situación se refleja en el nivel de cobertura de deuda y en su 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. Gloria 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 LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS CLASIFICADOS
Segundo Programas 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 2007 se renovó el plazo de vencimiento del programa por dos años adicionales.

DETALLE DE LAS EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS

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/. 10'000,000	14.02.05	6.625%
Cuarta – Serie A	5 años	S/. 72'000,000	S/. 72'000,000	S/. 21'600,000	22.04.05	6.6875%
Quinta – Serie A	7 años	S/. 40'000,000	S/. 40'000,000	S/. 25'714,286	04.09.06	6.500%
Sexta – Serie A	7 años	S/. 70'000,000	S/. 70'000,000	S/. 50'000,000	26.03.07	5.750%
Sétima – Serie A	10 años	S/. 70'000,000	S/. 70'000,000	S/. 59'500,000	18.04.07	5.875%
Octava – Serie A	10 años	S/. 100'000,000	S/. 100'000,000	S/. 90'000,000	26.10.07	6.78125%
Novena	5 años	S/. 90'000,000	Por emitir	Por emitir	Por emitir	Por emitir

DETALLE DE LAS EMISIONES DE PAPELES COMERCIALES DEL

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	15/08/2009	7.84375%
Primera – Serie B	360 días	S/. 35'000,000	S/. 15'000,000	16/02/2009	11/02/2010	8.00000%