

FUNDAMENTO DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO

**GLORIA S.A.**

Sesión de Comité N°42/2011: 23 de diciembre del 2011  
Información financiera al 30 de setiembre del 2011

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

Gloria S.A. ("Gloria"), es una empresa que inicio sus operaciones en la ciudad de Arequipa en 1941, siendo actualmente la empresa líder en el país en la elaboración y 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 también importante participación en el mercado de refrescos, de jugos, de néctares, de conservas de pescado, de café instantáneo y de mermeladas, entre otros productos de consumo masivo.

Gloria cuenta actualmente con una participación de 82.6% en el mercado de leche evaporada. Este producto, en sus diversas marcas y presentaciones es el que mayor participación tiene en los negocios de la empresa, representando el 61.1% de sus ingresos (incluyendo exportaciones), en el periodo bajo análisis.

Gloria forma parte de uno de los más importantes conglomerados industriales de propiedad de inversionistas peruanos, siendo el principal activo del Grupo Gloria, el cual está conformado por empresas que operan en diversos sectores: lácteos y alimentos; cemento y nitratos; papeles, cartones y envases; en el sector agroindustrial (azúcar), y de alcohol; teniendo también presencia en otros sectores de servicio como: transporte, manejo logístico y comercial, así como inversiones en otros países como USA (Puerto Rico), Bolivia, Argentina, Ecuador y Colombia.

**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**

Las categorías de clasificación de riesgo asignadas a Gloria S.A., se sustentan en:

- El respaldo del grupo al que pertenece, pues el ser parte del Grupo Gloria no sólo significa un importante respaldo patrimonial, sino que implica un importante nivel de integración en procesos productivos relacionados, que permite lograr economías de escala y alcanzar un mejor aprovechamiento de su capacidad instalada.
- La importante expansión y crecimiento de los diferentes mercados en donde opera la empresa, tanto a nivel nacional, como internacional.
- El manejo de la empresa, se realiza en base a una estrategia definida, con 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, por lo que está lográndose captar crecientes participaciones, en todos los diversos segmentos del mercado, así como diversificar sus ventas. Adicionalmente, la empresa cuenta con una eficiente gestión logística.
- Gloria S.A. presenta adecuados indicadores de eficiencia, de liquidez, de endeudamiento y de capacidad de cobertura de deuda.

Las categorías de riesgo asignadas, también toman en cuenta factores adversos, tales como:

- La competencia existente en el mercado local en términos de productos, de precios, de variedades de productos, y de presentaciones, lo que se aplica a todos los diferentes mercados en donde compite Gloria.
- La concentración de las ventas en un producto.
- Los resultados de la empresa, han estado, influenciados por dividendos de sus empresas subsidiarias.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía local.

**Indicadores financieros**

En miles de nuevos soles de setiembre del 2011

	Dic.2009	Dic.2010	Set.2011
Total Activos	2,191,595	2,246,702	2,137,064
Deudores	436,150	463,945	424,387
Existencias	301,728	430,604	434,727
Activo Fijo	855,793	904,730	963,544
Total Pasivos	899,151	922,464	918,889
Patrimonio	1,292,444	1,324,238	1,218,175
Ventas Netas	2,214,347	2,414,691	1,841,684
Resultado Bruto	496,629	603,455	405,248
Resultado Operacional	260,917	326,721	203,488
Utilidad neta	200,479	224,058	131,396
Res. Operacional / Ventas	11.8%	13.5%	11.0%
Utilidad / Ventas	9.1%	9.3%	7.1%
Rentabilidad / Patrimonio Prom.	17.6%	17.1%	13.8%
Rentabilidad / Activos	10.0%	10.1%	8.2%
Liquidez corriente	2.87	2.31	2.01
Liquidez ácida	1.42	1.13	0.95
Deuda / Patrimonio	0.70	0.70	0.75
Pas. Financ./ Patrimonio	0.41	0.33	0.40
% Deuda a corto plazo	42.8%	52.6%	52.8%
Índice de Cobertura Histórico	7.15	10.59	10.86
% Mcdto leches industrializadas	77.5%	75.6%	78.7%
% Mcdto leche evaporada	82.1%	81.5%	82.6%

\*Para efectos de análisis, las cifras han sido ajustadas a soles constantes de setiembre del 2011.

Gloria ha consolidado su posición de liderazgo en el mercado nacional, en base a los diversos productos que ofrece, lo cual incluso le ha permitido diversificar parcialmente su producción. Adicionalmente, Gloria realiza operaciones en mercados del exterior, con crecientes niveles de ventas de exportación, cada vez mayores.

Los ingresos de Gloria muestran un continuo crecimiento, en línea con su nivel de ventas. A ello se agregan los procesos de integración, tanto organizativa, como funcional, que se ha desarrollado en las empresas del Grupo, lo que permite generar oportunidades de mayor eficiencia y de mejor control de gastos, reflejándose ello positivamente en los resultados operativos obtenidos por la empresa, que generan una adecuada capacidad de cobertura de deuda y de gastos financieros, y un buen resultado neto.

Esto se traduce en adecuados niveles de rentabilidad, tanto respecto al patrimonio promedio, como respecto a sus activos.

Gloria confirma su posición de liderazgo en el mercado con una estructura patrimonial sólida y estable, con niveles de liquidez, de endeudamiento, de eficiencia y de capacidad de cobertura histórica, muy adecuados.

### **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, así como de las diferentes participaciones de mercado con que cuenta la empresa, que responden 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 per capita de productos lácteos a nivel nacional; la integración de sus procesos productivos y las sinergias que se obtienen por las operaciones con sus empresas vinculadas; su capacidad de producción a gran escala (Gloria es la productora de leche evaporada más grande del mundo); los beneficios generados por la trayectoria y la solvencia del Grupo Gloria, su estructura corporativa, que permite integrar sus principales operaciones; entre otros múltiples factores que en conjunto, vislumbran 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 de comercialización de productos no lácteos, lo que motivó el cambio de 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 el 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 plantas del Grupo ubicadas en el exterior.

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, 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 en bloques patrimoniales de las empresas dedicadas 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. Posteriormente, 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 conformado por empresas que operan en diversos sectores: 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 la fecha, 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
<b>Total</b>	<b>100.00</b>

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 (antes 46'076,611) acciones de inversión. Posteriormente, en Junta General de Accionistas del 20 de agosto del 2008, se aprobó la capitalización del exceso de 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 en base a la definición de líneas de negocio específicas que permiten manejar sus operaciones por unidad de negocio, de modo que cada una de ellas concentra 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 se encuentra 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, derivados lácteos, así como postres refrescos y agua mineral 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.C., dedicadas a la distribución mayorista de productos alimentarios. Con fecha 9 de diciembre del 2010, el Grupo Gloria adquirió el 100% de Empaq S.A., empresa productora de embases y empaques de hojalata, posteriormente, el 1 de octubre del 2011 entró en vigencia la fusión por absorción de la sociedad Empaq S.A., asumiendo Gloria S.A. a título universal el bloque patrimonial de dicha Sociedad.
  - **Distribuidora Exclusiva de Productos de Calidad S.A.C. (DEPRODECA)**, empresa comercializadora de los productos Gloria S.A. y Mr. Chips.
  - **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).
  - **Inversiones Gloria de Colombia S.A.**, propietaria de Algarra S.A., 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 (Colombia).
  - **Inversiones Gloria Argentina S.A.**, propietaria del 50% de la Compañía Regional de Lácteos de Argentina S.A. (Corlasa), empresa creada en marzo del 2005 en asociación con la empresa argentina La Ramada S.A. En agosto del ejercicio 2010 JORBSA compró el 50% restante de las acciones de la empresa que eran de propiedad del Grupo Gonella. Corlasa cuenta con una planta que produce 5 mil kilogramos de leche en polvo y 800 mil litros de leche diario.

- **Lechera Andina S.A. - LEANSA**, empresa dedicada a la producción y comercialización de derivados lácteos, ubicada en la Provincia de Pichincha, Ecuador.

Además está vinculada a Racionalización Empresarial S.A. (RACIEMSA), empresa 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” o CONCESUR), 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, 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;
  - **Concretos Supermix S.A.**, subsidiaria de Yura dedicada a la elaboración de concreto, premezclado y fabricación de prefabricados con operaciones en Lima;
  - **Sociedad Boliviana de Cemento S.A. (SOBOCE)**, en agosto del 2011, CONCESUR adquirió de las mexicanas GCC Latinoamericana S.A. de C.V. Y Grupo Cementos de Chihuahua S.A.B. de C.V. el 47.02% de las acciones. SOBOCE fue fundada en 1925 e inició operaciones en 1928, siendo actualmente la empresa líder del mercado cementero boliviano, con una participación que bordea el 50%.
- (iii) El holding azucarero, conformado por empresas adquiridas a través de la empresa *holding* Corporación Azucarera del Perú S.A. (“Coazúcar”), que ha permitido que el Grupo Gloria se consolide como el principal grupo agroindustrial del Perú, con una capacidad de producción de más de 47 mil hectáreas para el cultivo de caña de azúcar en la región de La Libertad. Coazucar logra mantener una posición importante en la industria azucarera, teniendo más de 42% de participación en el

sector. Recientemente, ha adquirido participación en dos nuevos ingenios azucareros ubicados en Ecuador y Argentina y no se descarta la adquisición de otros nuevos ingenios, como parte del crecimiento del Grupo y su proceso de internacionalización dentro de la región. 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 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 un proceso de 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. En enero del 2010 Coazucar adquirió un paquete de acciones, con lo cual su participación en Cartavio se incrementó a 87.17%.
- **Empresa Agraria Chiquitoy S.A.**, empresa subsidiaria de Cartavio y de FODINSA (posee cada una el 50% de participación en el capital), 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 59.87% de su capital social, a través de Cartavio S.A.A. y de Coazucar del Perú S.A.
- **Agroindustrias San Juan S.A.C.**, en la que el Grupo Gloria, posee 68.59% del capital social, con cultivos de caña que serán destinados principalmente a la producción de etanol.
- **San Jacinto S.A.A.**, empresa adquirida en octubre del 2009, contando actualmente con 82.63% de las acciones. La compra incluyó además de un pago en efectivo, la cesión del integro de las acciones de Farmacéutica del Pacífico S.A., empresa en la cual Gloria S.A. era titular en 99%.
- **Ingenio San Isidro**, adquirido el 2 de agosto del 2011 a través de Coazúcar, contando con el 60% de las acciones del conglomerado empresarial argentino. El Ingenio San Isidro fue fundado en el año 1760, y en la actualidad está conformado por las siguientes empresas; Vertha S.A., Emaisa S.A., Prosal S.A. y

Bio San Isidro S.A. Dicho Ingenio es el productor más importante de azúcar orgánica de Argentina. Además es productor de azúcar convencional (cruda y refinada), de alcohol etílico, orgánico, convencional y deshidratado.

- **Holdig Grupo Azucarera EQ2 S.A.**, conocido como el Ingenio La Toncal, es uno de los ingenios azucareros más grandes de Ecuador y está conformado por 10 compañías: Ecudos S.A., Podec S.A., Esdestiva S.A., Persol S.A., Pracmax S.A., Agriflorsa S.A., Defaxcorza S.A., Sacorpren S.A., Broxcel S.A. y Chimsa S.A. En octubre del ejercicio 2011, se concluyó la transacción de compra del 70% de las acciones representativas de capital social de la Compañía, a favor del Fideicomiso Mercantil Consorcio Azucarero Ecuatoriano. Dicho Fideicomiso se constituyó en Ecuador por y en beneficios de la Corporación Azucarera del Perú S.A. (Coazúcar) con el 52% de participación, un ciudadano ecuatoriano (47% de participación) y una compañía ecuatoriana (1% de participación).
- (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.
- (v) Otras inversiones directas de los Sres. Jorge y Vito Rodríguez Rodríguez, que no están agrupadas en alguna línea de negocios específica a las antes mencionadas, son: Lakebar Holding S.A. (domiciliada en Panamá), Distribuidora Feria Pucallpa S.A.C., Feria Oriente S.A.C., Manufacturera y Distribuidora Regional S.A., 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 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. En marzo del ejercicio 2010, en Junta de Accionistas Obligatoria Anual, se acordó reelegir a los miembros del Directorio para el periodo 2010-2012. El Directorio de Gloria está conformado por cuatro miembros, todos ellos vinculados directamente a los accionistas.

#### **Directorio**

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

#### **Dirección Corporativa**

Director Corp. de Finanzas y Sist.:	Francis Pilkington Ríos
Director Corp. de RR.HH.:	José María Amado Galván
Director Corp. de Estrat. y Desarr.:	Asunta Vizcarra Albarracín
Contralor General Corporativo:	Juan Luis Kruger Carrión

#### **Gerencia Gloria S.A.**

Gerente General Div. Alimentos (i):	Eliot Chahuan Abedrabbo
Gerente Corp. de RRHH.:	Juan Antonio Pedreras Mora
Gerente Corp. de Finanzas	Félix Novoa Herrera
Gerente Corp. de Contabilidad:	Luis Chinchilla Salazar
Gerente Corp. de Sistemas:	Rafael Alegría Galarreta
Gerencia Contabilidad Gloria S.A.:	Alejandro Núñez Fernández
Gerente de Negocios Internac.:	Luis Tejada Díaz
Gerencia Área Legal:	David Sobenes Torres
Gerencia de Presupuestos:	José Leno Prieto
Gerente de Logística:	Juan Bustamante Zegarra
Gerente de Seguros:	José Zereceda Ortiz de Zevallos

Gloria registra en los últimos años una plana gerencial bastante estable, mostrando cambios muy esporádicos, en su mayoría determinados por la reasignación de cargos entre las principales posiciones gerenciales del Grupo Gloria. En agosto del 2011 se desligó de la empresa el Sr. Luis Felipe Benavides Gonzales del Riego, quien se venía desempeñando como Gerente General de la División de Alimentos de Gloria desde febrero del 2007, siendo nombrado interinamente en dicho cargo al Sr. Eliot Chahuan, quien se desempeña como Superintendente General de Productos.

## **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, así como productos alimenticios compuestos por frutas, legumbres y 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, aunque su principal

producto continúa siendo la leche evaporada.

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 de mayor representatividad 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 al cierre del tercer trimestre del 2011. 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, néctares, envases metálicos y otros.

El reconocimiento de la leche evaporada Gloria, ha permitido a la empresa posicionar rápidamente otros productos en el mercado, siendo actualmente reconocida como empresa líder, no sólo en la venta de leche evaporada, sino también en la venta de yogurt, de leche fresca y de mantequilla.

### **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. La leche fresca es transportada a diversas 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 enfriada y posteriormente transportada a las plantas de procesamiento.

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, a capacitación en técnicas de producción e incremento de la productividad, a importación de ganado, a 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 sus 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), y 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 marcas como Soalé y SoyVida, le ha permitido atender el mercado de productos lácteos

elaborados con proteínas de soya, fuente de bienestar que contribuye 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.

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. En abril del 2010, Gloria suscribió un contrato por el cual adquirió los signos distintivos (marcas y lemas comerciales), de la denominación "Milkito", de la empresa Agraria El Escorial, que se encontraba en liquidación. La marca de productos Milkito fue líder en el rubro de yogurt en los años 80-90. Gloria ya lanzó Milkito con un yogurt de unlitro "bio" con alta dosificación de frutas, este relanzamiento confirma el compromiso de ampliar el consumo de lácteos en el país. La marca Milkito formará parte del portafolio multimarca de Gloria y apunta a que Milkito alcance 10% de participación de mercado en su primer año.

Producto	Marca
Leche evaporada	Gloria, Pura Vida, Bella Holandesa, SoyVida, Bonlé
Leche UHT	Gloria, Pura Vida, Bella Holandesa, Chicolac, Soalé, SoyVida
Leche en polvo	Gloria, Pura Vida, SoyVida
Yogurt	Gloria, Gloria-Salud, Pura Vida, Soalé, Yomost, SoyVida, Milkito
Quesos	Gloria, Bonlé
Néctar y Refrescos	Gloria, Pura Vida, Aruba, Tampico
Manjar blanco	Bonlé, La Mesa
Mantequilla	Gloria
Crema de leche	Gloria, La Mesa
Cons. de pescado	Gloria, Anchomar
Leche Condensada	Gloria
Mermelada	Gloria
Café	Mónaco
Panetón	Gloria
Base de Helados	Gloria
Cons. de Frutas	Gloria
Azúcar	Casa Grande, Cartavio
Snacks	Mr. Chips

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 lácteos 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 productos, la mayor eficiencia en 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. Las inversiones realizadas en la planta de Huachipa han permitido convertir a esta en la planta productora de leche evaporada más grande del mundo, con producción a gran escala que permite llegar con precios competitivos a cualquier parte del mundo.

### 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 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 intensa 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 leche y derivados lácteos, ha presentado un importante dinamismo. En menos de siete años el consumo anual per cápita, considerando todo el sector lácteo, ha pasado de 48 litros a cerca de 65 litros, y se espera que este dinamismo continúe, pues aún este nivel de consumo es bajo, Argentina pasa los 150 litros y Uruguay de los 200 litros al año.

El producto lácteo más demandado en el mercado peruano es la leche evaporada. 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%).

El mercado total de leches industrializadas mantiene un constante crecimiento, siendo Gloria la empresa que continúa liderándolo con una participación que sobrepasa el 70% en la producción total al cierre del tercer trimestre del 2011.

Gloria mantiene el liderazgo en la venta de leche evaporada, principalmente a través de su marca tradicional "Gloria", que con diversas presentaciones, 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.

Otro mercado que ha registrado un importante crecimiento es el de refrescos y néctares, al potenciarse como una alternativa más saludable, respecto a las bebidas carbonatadas. En éstos mercados Gloria compite con marcas de reconocida presencia como Laive, 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 2011.

### a. Resultados, rentabilidad y eficiencia

La posición de mercado de los productos elaborados por Gloria se refleja en un continuo crecimiento de los ingresos, observado en casi todas sus líneas, destacando 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 que supera el 60% de los ingresos totales (incluyendo exportaciones), al tercer trimestre del ejercicio 2011. Existe una importante diversificación en la producción y en las ventas de la empresa, logradas gracias a la positiva penetración en el mercado de productos tales como yogurt, leche fresca UHT, quesos y mantequilla.

Gloria apuesta por la innovación para crecer en la venta de todos sus productos lácteos. Para ganar posición en el mercado, la empresa ha lanzado todo tipo de productos y de envases, además se han promovido marcas adicionales para llegar a toda la pirámide de la población y lograr que las personas que tienen menos recursos puedan incrementar su consumo de lácteos y de sus derivados.

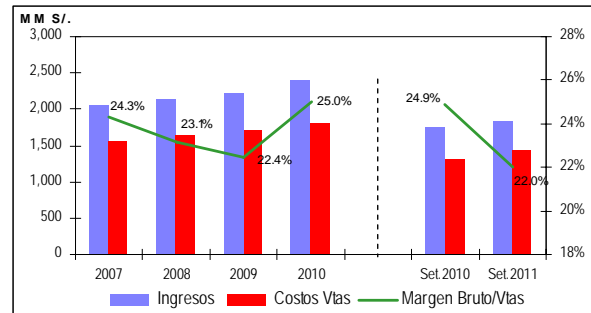
Al cierre del tercer trimestre del 2011, Gloria obtuvo ingresos ascendentes a S/. 1,841.7 millones, que representan un aumento de 4.5%, respecto a los ingresos registrados en el mismo periodo del ejercicio anterior, S/. 1,762.5 millones, ajustado a valores constantes de setiembre del 2011 (considerando valores corrientes, el aumento de las ventas es de 12.1%). Este aumento responde al crecimiento en la venta de los diversos tipos y presentaciones de leche, así como de los derivados lácteos y envases, sumado a los mayores ingresos registrados por exportaciones.

Las exportaciones han registrado un aumento del orden del 10.7%. Es preciso indicar que la producción a gran escala, permite a Gloria llegar con precios competitivos a cualquier parte del mundo.

El creciente nivel de producción ha permitido un mejor aprovechamiento de la capacidad instalada de las plantas

procesadoras y una mayor dilución de los costos fijos. Sin embargo, el incremento de los costos de las materias primas ha originado menores márgenes en la utilidad bruta.

Los ingresos de Gloria aumentaron en 4.5%, mientras que los costos de venta lo hicieron en 8.5%, repercutiendo ello en el margen bruto. Este último pasó de ser 24.9% con relación a las ventas al tercer trimestre del 2010, a ser 22.0% en el mismo periodo del 2011.



A pesar del crecimiento de la producción y de las ventas el requerimiento relativo de gastos administrativos y de ventas ha disminuido en S/. -14.8 millones, (S/. 206.6 millones a setiembre del 2011 vs. S/. 221.5 millones a setiembre del 2010). Dicha disminución se debe principalmente a menores gastos en publicidad (S/. 55.9 millones a setiembre del 2011 vs. S/. 78.9 millones a setiembre del 2010).

Los gastos de administración y ventas muestran un comportamiento más eficiente, representando 11.2% de las ventas, porcentaje menor al registrado en el 2010 (12.6% a setiembre del 2010).

A diferencia del ejercicio anterior, en el periodo bajo análisis, en la cuenta de otros ingresos operacionales netos, se registró un monto favorable ascendente a S/. 4.9 millones (S/. -527 mil a setiembre del 2010), los mismos que se originaron principalmente por ingresos provenientes de alquileres.

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, un manejo administrativo corporativo. Gloria cuenta con un contrato con la empresa Deprodeca S.A.C., mediante el cual se ha asignado la distribución de los productos de la empresa en el departamento de Lima y la comercialización de los productos en los demás departamentos del país.

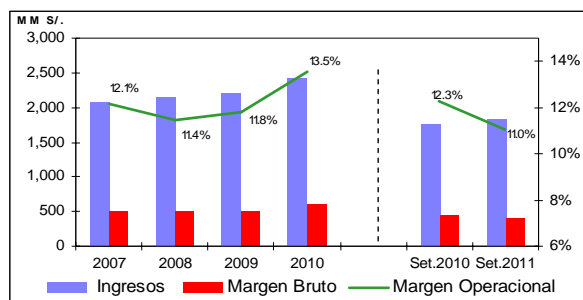
El crecimiento de las ventas y la eficiencia obtenida en los gastos, no logró trasladarse al resultado operacional de la empresa, debido al incremento en el precio de las materias primas.

**Resumen de estados financieros individuales y principales indicadores**

(En miles de Nuevos Soles al 30 de setiembre del 2011)

	2008	2009	2010	Set.2011	Set.2010
Ventas netas	2,146,015	2,214,347	2,414,691	1,841,684	1,762,496
Margen bruto	496,715	496,629	603,455	405,248	438,148
Resultado operacional	245,316	260,917	326,721	203,488	216,142
Depreciación del ejercicio	51,089	61,834	63,448	46,527	47,937
Flujo depurado	288,941	321,896	390,327	250,015	263,963
Gastos financieros netos	16,880	23,291	19,550	13,994	15,513
Resultado no operacional	154,441	24,197	17,261	(11,813)	22,078
<b>Utilidad neta</b>	<b>306,863</b>	<b>200,479</b>	<b>224,058</b>	<b>131,396</b>	<b>172,472</b>
<b>Total Activos</b>	<b>1,798,997</b>	<b>2,191,595</b>	<b>2,246,702</b>	<b>2,137,064</b>	<b>2,179,004</b>
Disponibles	18,402	111,927	82,952	36,547	68,003
Deudores	436,087	436,150	463,945	424,387	515,925
Activo Fijo	572,872	855,793	904,730	963,544	864,573
<b>Total Pasivos</b>	<b>811,482</b>	<b>899,151</b>	<b>922,464</b>	<b>918,889</b>	<b>906,864</b>
Deuda Financiera	494,335	531,296	430,449	484,833	421,151
<b>Patrimonio</b>	<b>987,515</b>	<b>1,292,444</b>	<b>1,324,238</b>	<b>1,218,175</b>	<b>1,272,139</b>
Result. Operacional / Ventas	11.43%	11.78%	13.53%	11.05%	12.26%
Utilidad Neta / Ventas	14.30%	9.05%	9.28%	7.13%	9.79%
Flujo depurado / Activos Prom.	15.23%	16.33%	18.02%	16.78%	16.41%
Rentabilidad patrimonial	28.55%	17.59%	17.13%	13.78%	17.93%
Liquidez corriente	1.95	2.87	2.31	2.01	2.40
Liquidez ácida	0.88	1.42	1.13	0.95	1.29
Pasivos / Patrimonio	0.82	0.70	0.70	0.75	0.71
Deuda Financiera / Patrimonio	0.50	0.41	0.33	0.40	0.33
% de Deuda de corto plazo	63.5%	42.8%	52.6%	52.8%	50.0%
D. Financiera / Flujo depurado	1.71	1.65	1.10	1.45	1.20
Índice de Cobertura Hittórica	6.61	7.15	10.59	10.86	9.88
<b>Ebitda</b>					
Ebitda	296,405	322,751	390,169	250,015	264,079
Deuda Financiera / Ebitda	1.67	1.65	1.10	1.45	1.20
Ebitda / Gastos financieros	17.56	13.86	19.96	17.87	17.02

El resultado operacional presentó menores cifras, habiendo pasado de S/. 216.1 millones al tercer trimestre del 2010 (12.3% de los ingresos), a S/. 203.5 millones al tercer trimestre del 2011 (11.0% de los ingresos).



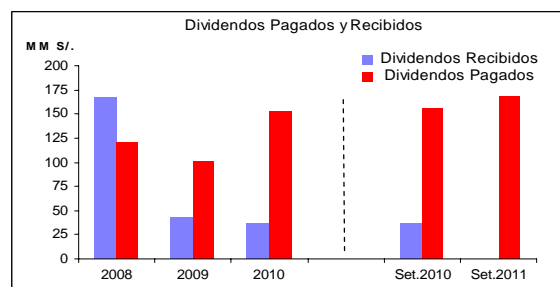
Respecto al resultado no operacional, al tercer trimestre del 2011 Gloria obtuvo un resultado negativo ascendente a S/. 11.8 millones en este concepto, mientras que en el mismo periodo del ejercicio anterior Gloria registró un resultado positivo ascendente a S/. 22.1 millones. La diferencia registrada en el resultado operacional en el periodo antes señalado se da por el registro de dividendos recibidos en el 2010.

En el periodo bajo análisis, Gloria registró menores gastos financieros netos (S/. 14.0 millones vs. S/. 15.5 millones), ocasionados principalmente por la disminución de intereses por bonos corporativos. Asimismo, registro un monto

positivo de S/. 2.2 millones correspondiente a diferencia en cambio.

En cuanto a dividendos, se tiene que al tercer trimestre del 2011, Gloria registró sólo S/. 2 mil en su cuenta de dividendos recibidos por sus subsidiarias, mientras que a setiembre del 2010 se registraron S/. 37.1 millones por este mismo concepto, lo cual incluso cubrió ampliamente los gastos financieros netos incurridos en dicho periodo y representó 21.5% de la utilidad neta.

De otro lado, Gloria distribuyó, de enero a setiembre del ejercicio en curso, un monto ascendente a S/. 167.8 millones por concepto de dividendos a sus accionistas.

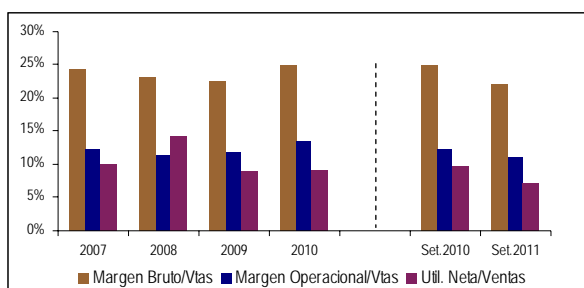


Al cierre del tercer trimestre del 2011, la empresa registró una utilidad neta ascendente a S/. 131.4 millones, monto que resulta 23.8% inferior a la obtenida en el mismo periodo del 2010, en que se registró una utilidad neta ascendente a

S/. 172.5 millones, neta del ajuste a valores constantes de setiembre del 2011.

Este menor resultado neto responde a la disminución del margen bruto, sumado con los menores dividendos recibidos. La utilidad neta para el periodo en análisis representó 7.1% de los ingresos por ventas (9.8% de los ingresos en el mismo periodo del ejercicio 2010).

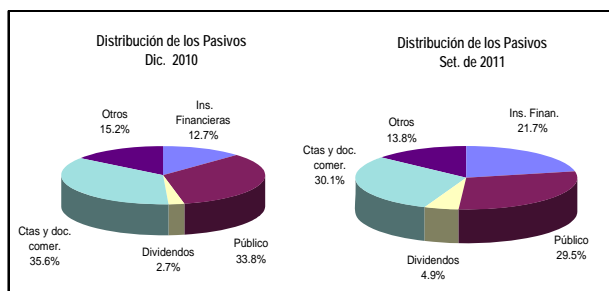
Si no se consideran los ingresos por dividendos (S/. 2.0 mil al tercer trimestre del 2011 y S/. 37.1 millones en el mismo periodo del 2010), por ser ingresos no vinculados a la actividad propia de la empresa, la utilidad neta en relación a las ventas es de 7.1% a setiembre del 2011 vs. 7.7% a setiembre del 2010.



#### b. Endeudamiento patrimonial y estructura de deuda

En setiembre del 2011, el total de pasivos de Gloria ascendió a S/. 918.9 millones, cifra similar a la registrada al cierre del 2010 (S/. 922.5 millones, considerando valores constantes a setiembre del 2011). Si se considera valores corrientes, se registra un aumento del 5.1% en los pasivos totales, (S/. 918.9 millones vs. S/. 873.9 millones).

Las necesidades de financiamiento de Gloria son cubiertas principalmente a través de emisiones de bonos y por obligaciones con entidades bancarias, teniendo estas últimas mayor protagonismo en relación al ejercicio anterior. En setiembre del 2011, las emisiones de bonos corporativos y de papeles comerciales, representaron 29.5% del total del pasivo (33.8% al cierre del ejercicio 2010), mientras por su parte, las deudas bancarias representaron 21.7% (12.7% al cierre del ejercicio 2010).



Las emisiones de bonos corporativos permiten a Gloria adquirir pasivos en condiciones de plazos, de moneda y de

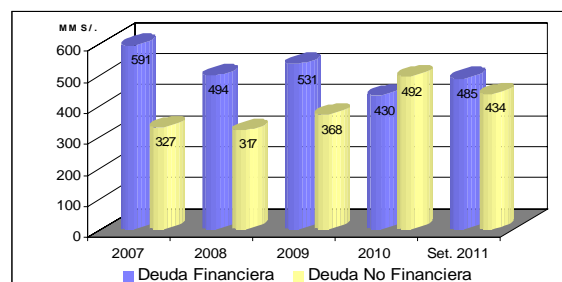
costo financiero, adecuados a sus requerimientos y a su estructura financiera y operativa.

A la fecha, Gloria ya no mantiene vigente su Segundo Programa de Bonos y Papeles Comerciales, pues en octubre del 2009 este se renovó por dos años adicionales, los mismos que recientemente vencieron. Este Programa involucraba un monto de emisión de hasta US\$ 200 millones, bajo el cual se realizaron diez emisiones de bonos corporativos y dos emisiones de papeles comerciales, encontrándose a setiembre del 2011, un monto total de S/. 271.4 millones en circulación.

Gloria se encuentra evaluando reemplazar el Programa vencido por otro similar.

Al cierre del tercer trimestre del 2011, la deuda financiera representó 52.8% del total de pasivos de la empresa, registrando un aumento a nivel monetario del orden del 12.6% (S/. 484.8 en setiembre del 2011 vs. S/. 430.4 millones en diciembre del 2010).

Este aumento se vio reflejado en el ratio de endeudamiento financiero, el cual pasó de 0.33 veces el patrimonio de la empresa a diciembre del 2010, a 0.40 veces en setiembre del 2011.



La deuda no financiera ascendió a S/. 434.1 millones mostrando una disminución de S/. 58.0 millones, (-11.8%), respecto a la registrada al cierre del ejercicio 2010 (S/. 492.0 millones), debido principalmente a menores saldos en las cuentas por pagar comerciales, así como en virtud a los menores impuestos y contribuciones pendientes de pago. En cuanto al ratio de endeudamiento total, éste fue de 0.75 veces (0.70 veces al cierre del ejercicio 2010).

El patrimonio neto de Gloria disminuyó de S/. 1,324.2 millones al cierre del ejercicio 2010, a S/. 1,218.2 millones al cierre del tercer trimestre del 2011 (-8.0%, S/. -106.1 millones). A valores corrientes, se registra una disminución de 2.9% en la cuenta del patrimonio. Este decremento se debe al efecto de distribución de dividendos.

En Junta Obligatoria Anual de Accionistas efectuada en marzo del 2011, se aprobó la distribución de dividendos por S/. 167.8 millones correspondientes a las utilidades del 2010. En esta misma JOAA se aprobó la política de dividendos para el ejercicio 2011, la cual contempla que las

utilidades de libre disposición se abonarán en la cuenta de resultados acumulados, pudiendo disponerse para distribución como dividendos hasta el 60% de estas, previa aprobación de la Junta General de Accionistas.

**c. Situación de liquidez**

A setiembre del ejercicio 2011, Gloria contó con activos totales ascendentes a S/. 2,137.1 millones, registrando una disminución de S/. 109.6 millones (-4.9%), en relación a diciembre del 2010 (S/. 2,246.7 millones, considerando valores constantes). Si se considera a valores corrientes si se registra un ligero aumento, +0.4%.

El activo corriente, responsable de 45.7% de los activos totales, disminuyó en 12.9% (S/. 976.6 millones en setiembre del 2011 vs. S/. 1,121.5 millones en diciembre del 2010), debido al registro de menores montos disponibles, así como a menores cuentas por cobrar a relacionadas.

En cuanto al pasivo corriente, éste se ha mantenido en niveles similares en relación al cierre del año 2010, S/. 485.3 millones en setiembre del 2011 vs. S/. 484.8 millones en diciembre del 2010.

La disminución en los activos corrientes se ha reflejado en niveles de liquidez menos holgados, pero aún bastante adecuados, contando la empresa para el periodo bajo análisis con un ratio de liquidez corriente de 2.01 veces en setiembre del 2011, frente a 2.31 veces al cierre del 2010.

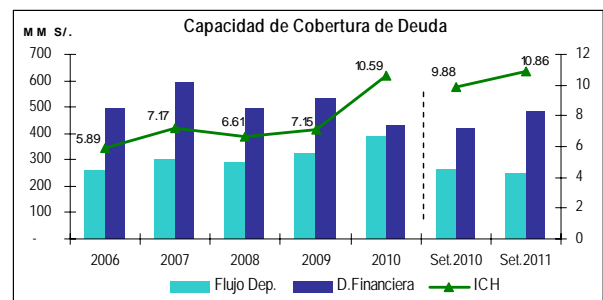
**d. Índice de Cobertura Histórico**

A setiembre del 2011, el Índice de Cobertura Histórico (ICH) fue de 10.86 veces, mostrando incluso un aumento respecto a diciembre del 2010 (10.59 veces), y se da a pesar del incremento de las obligaciones financieras, pues no sólo influye en él la amplia capacidad de generación de flujos de la empresa, sino también el menor costo promedio de sus

pasivos reales y proyectados, y el buen nivel de rentabilidad que ofrecen sus activos.

La calidad operativa alcanzada por Gloria, permite obtener adecuados ratios de eficiencia, sobre todo en cuanto a su nivel de productividad, lo cual se extiende a su estructura financiera, con adecuadas condiciones de mercado en cuanto a captación de recursos.

Todo ello está respaldado plenamente por la capacidad y la experiencia de su administración, así como por el compromiso comprobado en el cumplimiento histórico en el pago de sus obligaciones financieras.



Esta situación se refleja en su nivel de cobertura de deuda, 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; y (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, plazo que ya venció sin ser nuevamente renovado.

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	Cancelada	14.02.05	6.625%
Cuarta – Serie A	5 años	S/. 72'000,000	S/. 72'000,000	Cancelada	22.04.05	6.6875%
Quinta – Serie A	7 años	S/. 40'000,000	S/. 40'000,000	S/. 11'428,571	04.09.06	6.500%
Sexta – Serie A	7 años	S/. 70'000,000	S/. 70'000,000	S/. 25'000,000	26.03.07	5.750%
Sétima – Serie A	10 años	S/. 70'000,000	S/. 70'000,000	S/. 38'500,000	18.04.07	5.875%
Octava – Serie A	10 años	S/. 100'000,000	S/. 100'000,000	S/. 60'000,000	26.10.07	6.78125%
Novena – Serie A	5 años	S/. 90'000,000	S/. 50'000,000	S/. 41'666,700	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	Cancelada	8.00000%