

AAN4097

TESIS
E999
1345

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMÍA

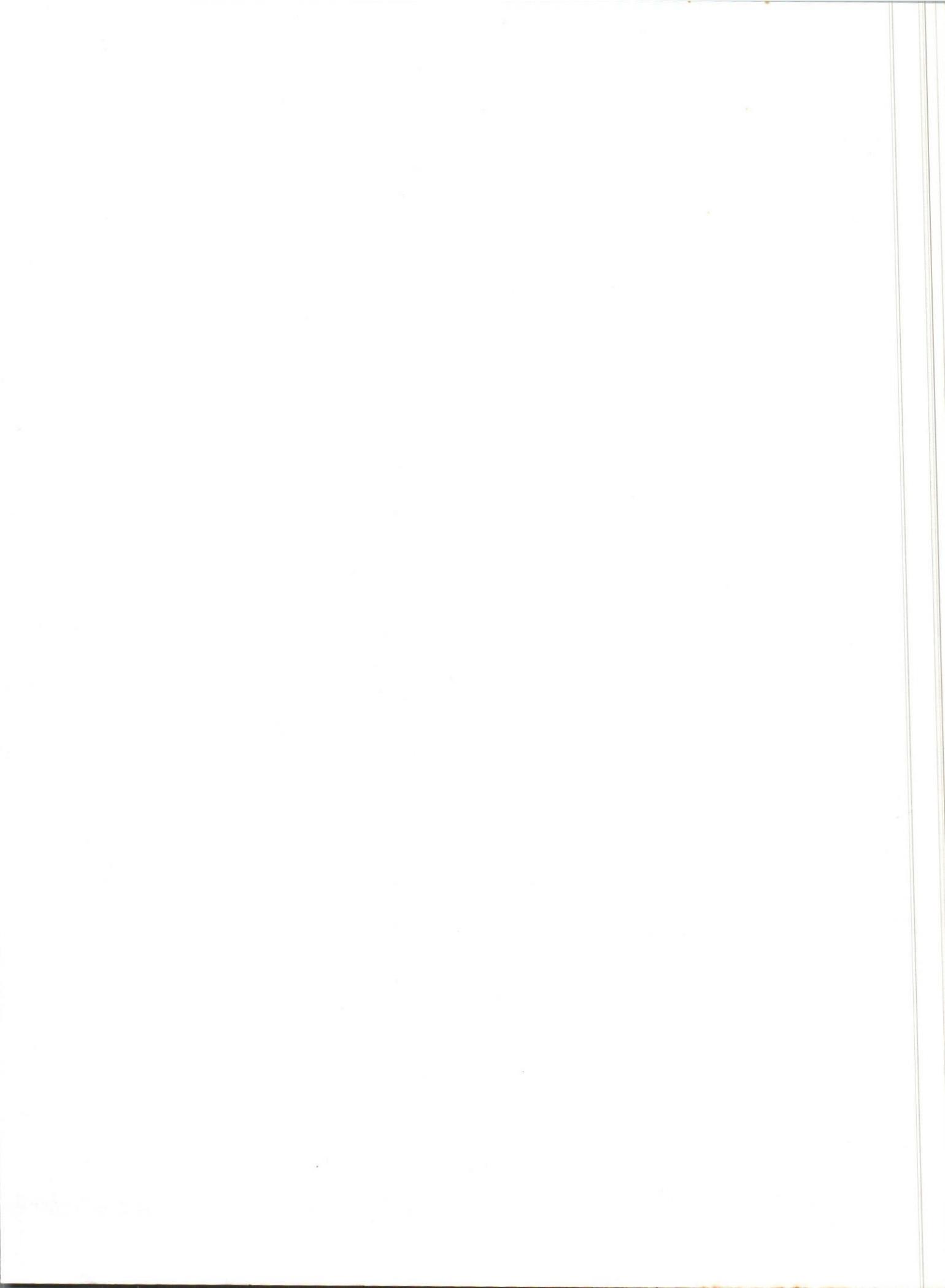
**METODOLOGÍA DEL EVA Y ANÁLISIS FINANCIERO
DE EMPRESAS INDUSTRIALES EN VENEZUELA
CASO DE ESTUDIO 1994-1998
(SECTOR PAPELERO)**



Tutor:
FERNÁNDEZ, María Inés

Autores:
BENÍTEZ, Joel
CANÓNICO, Daniel

CARACAS, OCTUBRE DE 1999



DEDICATORIA

A nuestros padres por el gran apoyo, ayuda y confianza que nos dieron a lo largo de la realización de la Memoria de Grado.

AGRADECIMIENTOS

Quisiéramos expresar nuestro mayor agradecimiento a la economista María Inés Fernández, quien se desempeñó como asesora guía de la presente memoria de grado.

También queremos extender nuestro agradecimiento a las siguientes personas que contribuyeron en gran medida en la realización de este trabajo:

Franco Chiaramelli

Analista Merrill Lynch

Mayela Méndez

Jefe Departamento Servicio de
Crédito Banco Caracas

Tomás Mezones

Jefe División de Adquisiciones
Departamento de Compras Banco
Central de Venezuela

Jesús Arvelo

División Internacional Banco
Central de Venezuela

Juan Lovera

Vicepresidente Finanzas de
MANPA

Guillermo Niño

Gerente Planificación de VENEPA

Carlos Martínez

Analista de Vencred

Henrique Tejera

Asociado de La Primera Casa de
Bolsa

Mario Vernal

Reuters

Jose Fernández

ÍNDICE DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO I : MARCO TEÓRICO	
1.1. Valor para el Accionista (Shareholder Value)	9
1.2. La Creación de Valor	11
1.2.1. Claves de la Creación de Valor	11
1.2.2. El Papel de la Alta Gerencia	12
1.2.3. El Proceso de Creación de Valor	13
1.2.4. La Percepción de Valor	15
1.3. Valor Económico Agregado (Economic Value Added, EVA)	17
1.3.1. Creadores de Valor (Value Drivers)	28
1.3.2. Ventajas del EVA vs. Medidas Tradicionales	30
1.4. Valor de Mercado Agregado (Market Value Added, MVA)	34
1.5. Ratio Valor de Mercado Agregado (RMVA)	36
1.6. Relación entre EVA y MVA	37
1.6.1. Descuento de los EVAs Futuros	37
1.7. El EVA como Medida de Gerencia	39
1.8. Otras Aplicaciones del EVA	40
1.9. Críticas del EVA	42
CAPITULO II : ÍNDICES FINANCIEROS	
2.1. Índices de Liquidez	47
2.2. Índices de Apalancamiento	49
2.3. Índices de Actividad	52
2.4. Índices de Rentabilidad	53

CAPITULO III : LA INDUSTRIA DEL PAPEL EN VENEZUELA

3.1. Origen	56
3.2. Empresas que la Conforman	58
3.3. MANPA	65
3.3.1. Historia	66
3.3.2. Accionistas y Administración	72
3.3.2.1. Junta Directiva	73
3.3.3. Mercado	73
3.3.3.1. Productos	76
3.3.3.2. Competencia	76
3.3.3.3. Exportaciones	77
3.3.3.4. Crecimiento	77
3.4. VENEPAL	78
3.4.1. Historia	78
3.4.2. Accionistas y Administración	79
3.4.3. Mercado	83
3.4.3.1. Productos	84
3.4.3.2. Competencia	85
3.4.3.3. Exportaciones	86
3.4.3.4. Crecimiento	86

CAPITULO IV: ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS

4.1. Situación de la Industria Papelera Nacional e Internacional	87
4.1.1. Industria Papelera Nacional	87
4.1.2. Industria Papelera Internacional	89
4.2. Análisis Financiero de MANPA	90
4.3. Análisis Financiero de VENEPAL	98
4.4. Análisis Financiero de ambas Empresas	105
4.5. Análisis del EVA de MANPA	107
4.6. Análisis del EVA de VENEPAL	110

4.7. Comparación del EVA de ambas Empresas	112
4.8. Análisis del MVA y del RMVA	115
CONCLUSIONES y RECONMENDACIONES	117
BIBLIOGRAFÍA	123
ANEXOS	128

INTRODUCCIÓN

INTRODUCCIÓN

Hoy en día, el objetivo de toda empresa es destacar en un entorno cada día más competitivo y adverso. Ante la apertura de los mercados mundiales, la mayoría de los directivos se ha visto en la necesidad de sofisticar más sus técnicas de administración de negocios y, en la medida en que se saturan los mercados, se ven obligados a realizar esfuerzos adicionales, ya sea para introducir innovaciones o incorporar nuevas líneas de productos, con el único propósito de sostener o ampliar, sus mercados cautivos. Dado que el capital que se requiere para lograr un nivel adecuado de competitividad es cada día más escaso, el poder optimizar la administración del negocio se convierte en un factor esencial.

El entorno empresarial actual está hoy, más que nunca, enfocado a la obtención de lo que se denomina genéricamente "valor añadido". Los inversores demandan a los gestores de sus empresas que sean capaces de aportarles valor a través de la revalorización de su inversión creando riqueza.

Muchas empresas, al evaluar sus resultados económicos, basándose solamente en las cifras contables, no se dan cuenta de que aunque mostraron utilidades realmente no generaron riqueza. Es el viejo tema del valor, introducido por el economista Alfred Marshall (1842-1924) y que en síntesis dice que las ganancias contables no son suficientes para una empresa, si esas utilidades no son mayores que los costos de oportunidad del capital empleado, y que solo las ganancias de valor son la verdadera guía para valorar la actividad empresarial.

En 1983 Martin Romm, analista de First Boston, fue el primero en utilizar el término "crear valor para el accionista". Con posterioridad, en 1986, el Financial Times vuelve a hacer referencia al término, y en 1994, resurge con fuerza entre la comunidad inversora. Hoy en día es tema de actualidad de artículos, conferencias, informes y hay grandes compañías presumiendo de sus modelos de gestión en las "pasarelas financieras" mundiales¹.

Los defensores de estos nuevos modelos de valoración argumentan que con los modelos contables tradicionales se pueden manipular las cifras fácilmente y las ganancias no indican la realidad de la empresa: que es o hacia

¹ Bolsa de Valores de Madrid: www.bolsamadrid.es

dónde va. Sin embargo, sus detractores manifiestan que no se puede olvidar que estos nuevos procedimientos son un gran negocio para los consultores que están intentando que empresas e inversores utilicen sus modelos. Entre estos modelos se destacan el Valor económico Agregado (EVA) y el Cash Flow generado por la Inversión (CFROI).

En 1920 la General Motors Corporation adoptó el método del Valor Económico Agregado para evaluar su desempeño, pero luego lo abandonó. A finales de los años 80 la firma neoyorkina de consultores Stern Stewart & Company lo reintrodujeron y empezaron a difundir la utilidad de este concepto en la determinación de la estrategia empresarial y han conseguido incluso registrar las siglas EVA como acrónimo propio².

Stern Stewart & Company es líder en mercado de consultores financieros, aunque en los últimos años hay una fuerte competencia por parte de Boston Consulting Group, Braxton Associates, y Makinsey.

Compañías tales como Coca-Cola, IBM, AT&T, Quaker, Eli Lilly, entre otras, utilizan el EVA para evaluar aspectos tan diversos como planes

² Asociación Española de Tesoreros de Empresa: www.assest.es/asset/revist184.htm

estratégicos, adquisición de otras empresas, mejoras operativas, recompensas a sus gerentes, discontinuación de líneas de productos, evaluación del capital de trabajo y costo del capital³.

Tradicionalmente, medidas como el ROE (utilidad neta entre patrimonio), o la Utilidad por Acción han sido los ratios de gestión más utilizados por los analistas y servían, por extensión, como medidores del valor de los accionistas de la empresa.

La creación de valor hay que definirla como la maximización del rendimiento de la inversión de los accionistas en el largo plazo. La aportación de valor debe impregnar y extenderse al mayor número de actividades posibles dentro de la organización.

Para el caso venezolano el análisis se complica debido a la inflación y a las alteraciones en la economía. La inflación genera distorsiones en la contabilidad afectando a las empresas en su área financiera, lo que origina que en algunos casos no se permita detectar problemas en el desempeño, es decir, el valor contable de la compañía puede llevar poca relación con su valor

³ Ayala & Arias: www.members.xoom.com/Ayala_Arias/Merc/Gmerc035.htm

verdadero, por lo que se hace necesario realizar ajustes en la contabilidad, en la toma de decisiones y en la planificación de las empresas.

En Venezuela existen varios casos de empresas que han atravesado problemas financieros graves (como CORIMON) que los índices financieros tradicionales no han detectado a tiempo. Por esta razón se busca determinar si el uso de EVA podría haber permitido detectar el inicio de problemas financieros en empresas venezolanas con más efectividad que los índices financieras tradicionales.

La escogencia de MANPA y VENEPAL se debió a que se trata de empresas parecidas, que enfrentan un mercado semejante, donde VENEPAL está atravesando graves problemas financieros mientras que MANPA ha podido mantener un buen desempeño.

Los objetivos que guiaron este trabajo fueron:

Objetivo General

Utilizar la metodología del EVA en una muestra de empresas venezolanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas.

Objetivos Específicos

- Aplicar los índices financieros tradicionales y el EVA a las empresas papeleras MANPA y VENEPAL.
- Clasificar estas empresas de acuerdo a los resultados del EVA.
- Elaborar un análisis financiero completo de MANPA y VENEPAL haciendo uso de los índices financieros tradicionales.
- Elaborar un análisis financiero completo de MANPA y VENEPAL haciendo uso de EVA.
- Comparar los resultados anuales de los índices financieros y del EVA con los resultados de los años siguientes.

La hipótesis de esta investigación fue:

La metodología del EVA permite detectar problemas financieros, en las empresas industriales, con más exactitud que los índices financieros tradicionales.

La metodología empleada fue la siguiente:

Los estados financieros utilizados, se encuentran ajustados por inflación, y reexpresados a moneda constante. La reexpresión de estos estados financieros se realizó a través del método del Nivel General de Precios (NGP), el cual fue obtenido a través del Banco Central de Venezuela.

Los Estados de MANPA están reexpresados a moneda del 31/12/98.

Los Estados de VENEPAL están reexpresados a moneda del 31/10/98.

La recolección de datos se realizó a través de series corte transversal de forma anual con una duración de cinco años (1994-1998).

El cálculo del EVA se hizo a través de la metodología diseñada por Stern Stewart & Company, mientras que los Índices Financieros Tradicionales se obtuvieron de la forma empleada por la Contabilidad General.

Para cumplir con los objetivos, se estructuró de la siguiente forma:

Capítulo I: Marco Teórico

Capítulo II: Índices Financieros se describen los principales índices acorde con nuestro estudio.

Capítulo III: se muestra el origen del sector papelero y las características de las empresas en estudio.

Capítulo IV: se analizan el comportamiento de las empresas desde el punto de vista de los índices financieros y desde la metodología del EVA.

Por último se presentan las conclusiones de la investigación, bibliografía y anexos.

*Los cínicos son los que conocen el precio
de todo, pero no conocen el valor de nada.*

OSCAR WILDE

CAPITULO I
MARCO TEÓRICO

MARCO TEORICO

Uno de nuestros principales intereses es el poder conocer si las dos principales empresas del sector papelerero han podido generar valor a sus accionistas durante los últimos cinco años, por ello se cree prudente comenzar nuestro análisis con los puntos básicos sobre el tema de la creación del valor.

1.1. Valor para el Accionista (Shareholder Value)

Durante muchos años, la literatura financiera ha afirmado que el objetivo financiero primero y fundamental de la empresa era el incremento del beneficio por acción hasta el máximo posible. A mayor beneficio por acción, mayor valor de la empresa. Sin embargo, las limitaciones que presentaban este objetivo como parámetro medidor del valor que generaba una compañía, llevaron a su sustitución por un nuevo objetivo, más complejo pero más completo: el incremento, hasta el máximo posible, del valor para el accionista o "shareholder value"⁴.

⁴ Bolsa de Valores de Madrid: www.bolsamadrid.es

La política de maximización del "shareholder value" ha cobrado fuerza al crecer, en el ámbito internacional, la competitividad en los mercados financieros. Con la globalización de los mercados de capitales, el elevado volumen de privatizaciones que se han llevado a cabo en los últimos años y la progresiva desregulación de la industria, las compañías de todo el mundo están compitiendo por los recursos financieros bajo unas condiciones externas muy similares.

Las compañías deben hablar el lenguaje del inversor institucional (el lenguaje del "shareholder value") para lograr:

1. Ventaja competitiva en la captación del capital.
2. Un adecuado comportamiento del precio de sus acciones en el mercado.

En el término valor para el accionista o "shareholder value", coexisten dos acepciones distintas: la creación de valor y la percepción de valor. Esta dualidad del concepto de valor obliga a cualquier compañía a plantearse un doble objetivo: (1) crear valor para el accionista, de una forma real y sostenida;

(2) lograr que la gestión de la compañía sea correctamente evaluada por los mercados de capitales⁵.

1.2. La Creación de Valor

Los inversores institucionales y los analistas financieros determinan si la empresa está creando o no-valor, calculando el valor objetivo de la compañía mediante diversos métodos, entre los que se encuentran el de "los flujos de caja descontados". Establecen un costo medio ponderado del capital del negocio (deuda y recursos propios), que utilizan como tipo de descuento para expresar, en moneda actual, el valor de los flujos de caja futuros esperados.

1.2.1. Claves de la creación de valor

El método de los flujos de caja descontados mide, en última instancia, cuál es la contribución, positiva o negativa, que las estrategias de inversión y de financiación tienen sobre el valor de la empresa.

⁵ Evanomics: www.evanomics.com

VARIABLES CLAVES EN LA CREACIÓN DE VALOR:

- Crecimiento de los ingresos
- Margen bruto de explotación
- Nivel de impuestos
- Inversión en capital circulante
- Inversión en capital fijo
- Costo del capital

Dependiendo del sector económico en el que actúe la empresa, puede ser necesario emplear otros parámetros en la creación de valor. Incluso criterios como el grado de satisfacción del cliente o el nivel de motivación de los trabajadores.

1.2.2. El Papel de la Alta Gerencia

Para el accionista individual, la creación de valor se aprecia, de una forma concreta, en el aumento del beneficio por acción, de la rentabilidad por dividendo, y de la ganancia de capital.

Estas variables se conocen como rentabilidad para el accionista o "Total Shareholder Returns" (TSR). Una vez que la creación de valor se ha convertido en un verdadero reto en la política empresarial de una compañía, la Alta Gerencia necesita buscar fórmulas adicionales para contentar, de una forma directa, a unos accionistas cada vez más exigentes.

La Alta Gerencia debe pretender rescatar el pequeño accionista del papel secundario que habitualmente ha venido desempeñando, relegando siempre a un segundo plano en favor de los intereses de los grandes inversores. Las empresas hoy en día se están dando cuenta de que una amplia base accionarial es una garantía de cierta estabilidad, tanto en la cotización de las acciones de la compañía como en los propios equipos directivos.

1.2.3. El Proceso de Creación de Valor

Toda política de creación de valor, debe complementar, con el mayor rigor, un proceso de elaboración que consta de tres elementos fundamentales:

1. *El primer elemento es el análisis exhaustivo.* Este análisis desvela la verdadera situación de la compañía, determinando dónde se crea y se destruye valor y estableciendo los objetivos y fines generales de la empresa.
2. *El segundo elemento es la acción.* Una vez estudiada la situación de la empresa, la Alta Gerencia debe tomar las decisiones que estime necesarias para la creación de valor.
3. *El tercer elemento, a menudo descuidado pero igualmente importante, es la comunicación.* Si la compañía no trasmite adecuadamente su política de creación de valor, existe una gran probabilidad de que la comunidad inversora no la perciba en su justa dimensión.

Además, el proceso de creación de valor debe ser sistematizado por la compañía, definiendo una serie de pautas básicas que el inversor pueda apreciar. Dichas pautas básicas incluyen:

- Establecimiento de objetivos concretos y desarrollo de estrategias.
- Asignación de recursos y presupuesto.
- Técnicas de medición de resultados.

- Fijación de compensaciones económicas.
- Realización de comunicaciones dentro y fuera de la empresa.

De esta forma, el inversor puede comprobar que la empresa se encuentra realmente comprometida con el "Shareholder Value" cuando las estrategias se han definido en términos de creación de valor y los recursos se han asignado a aquellas áreas con capacidad para crear valor.

1.2.4. La Percepción de Valor

En cuanto a la percepción de valor, la clave se encuentra en aportar al inversor toda la información y todos los elementos de juicio que este necesita para formular una correcta y completa valoración de la empresa.

Programa de comunicación con el inversor⁶:

- Favorecer el diálogo entre la compañía y la Comunidad inversora.
- Permitir el acceso a la Alta Gerencia de determinados inversores.
- Facilitar el acceso del analista financiero a la información relevante.

⁶ EVA Bibliography: fbox.vt.edu:10021/J/jaldunci/biblio-alpha.html

- Exponer periódicamente a los inversores las estrategias y resultados futuros esperados.
- Presentar al inversor el proceso de desarrollo de las estrategias.

En todo caso, la efectiva comunicación con el inversor ayudará a la empresa para:

- Consolidar una imagen de credibilidad que se mantenga en los buenos y malos momentos.
- Evitar la huida del inversor hacia otras empresas.
- Eliminar la brecha de valor.

Desde el punto de vista del inversor, el conocimiento del "shareholder value" (entendido como creación y percepción de valor) debe ser de utilidad a la hora de poder identificar:

- 1) Las compañías que han creado valor, y van continuar haciéndolo, mediante el desarrollo de estrategias de inversión que aseguren una mejora de la rentabilidad del capital invertido por encima de su Costo de capital.

- 2) Las compañías que han creado valor pero que se enfrentan al riesgo de no poder seguir creándolo, bien sea por cambios de estrategia (diversificación, introducción de nuevos productos, etc.) y/o bien, por transformación del entorno (liberalización, innovaciones tecnológicas, etc.).
- 3) Las compañías que sólo han conseguido destruir valor y van a continuar destruyéndolo, ya sea por desconocimiento o rechazo de la Alta Gerencia hacia el objetivo de maximización del "shareholder value", o debido a su incapacidad de incrementar el rendimiento del capital invertido.
- 4) Las compañías que han destruido valor pero que están reconduciendo su estrategia hacia la creación del mismo, a través del refuerzo de sus actividades principales, la desinversión en áreas no rentables, la reducción de costos, la expansión internacional, etc.

1.3. Valor Económico Agregado (Economic Value Added, EVA)

El EVA no es más que una variación de lo que tradicionalmente se ha dado en llamar valor o beneficio residual y que se define como el resultado que se obtiene al restar al beneficio operativo los costos del capital. El valor

económico agregado mide si el beneficio neto es suficiente para cubrir al costo del capital empleado en la generación de este beneficio⁶.

Realmente el EVA es diferente de las utilidades de una compañía. Para construirlo se parte de las ventas, medida del efectivo que ingresa a la empresa por concepto de la venta de productos y servicios, y a éstas se le restan los gastos incurridos en la operación, incluidos los impuestos que se deben pagar sobre las utilidades operacionales. Este ejercicio nos da una medida que llamamos NOPAT (siglas en inglés de utilidad operacional neta después de impuestos). Esta cifra, aunque es una medida de las utilidades de la operación, ignora un costo importante que es el costo de financiar el capital que utiliza la empresa. Entonces se toma un promedio ponderado del costo de la deuda y del capital y lo multiplicamos por el capital total (deuda y patrimonio) que hay en el balance. El EVA es el resultado de restarle este cargo de capital al NOPAT. Así pues, **el EVA es una medida de la utilidad operacional después de impuestos y del costo del capital.**

El concepto que subyace de la definición del EVA es el conocido principio financiero de que los accionistas de la compañía deben recibir una rentabilidad

⁷ Asociación Española de Tesoreros de Empresa: www.asset.es/asset/revis184.htm

suficiente por su inversión que compense el riesgo asumido. Si esto no es posible, la compañía opera en pérdidas desde el punto de vista del inversor, aunque económicamente obtenga beneficios o flujos de caja positivos⁸.

El cálculo del EVA compara las ganancias obtenidas con el Costo de los recursos utilizados (recursos propios y recursos ajenos o deuda). Como medición de las ganancias obtenidas se utiliza el NOPAT. Para medir el Costo de los recursos utilizados se utiliza el WACC (siglas en inglés del Costo promedio ponderado de los recursos). Así, el cálculo del EVA es:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - [(\text{Capital} + \text{Deuda}) \text{WACC}]^9 \quad [1]$$

$$\text{WACC} = \left(\frac{D}{D+C}\right) R_d + \left(\frac{C}{D+C}\right) R_c^{10} \quad [2]$$

Donde:

R_d = es la tasa de interés, también llamada el costo de la deuda

R_c = es la rentabilidad esperada del capital, también conocida como el costo del capital o la rentabilidad requerida del capital

D = es el valor de la deuda

C = es el valor de las acciones o el capital

⁸ Revista Dinero: www.dinero.com

⁹ Stewart, Bennett, *The Quest for Value*, (New York: Haper Business), p.220

¹⁰ Ross, Stephen, *Finanzas Corporativas*, (España: Irwin), p.448

El cálculo del R_c para inversiones en mercados emergentes no suele ser sencillo, ya que en estos tipos de mercados las inversiones se enfrentan a más riesgos que en los mercados desarrollados. Además en estos mercados la información es escasa y poco confiable, lo cual limita cualquier estudio estadístico.

Godfrey y Espinosa (1996) en su trabajo "Método práctico para calcular costo de capital para inversiones en mercados emergentes", proponen una metodología para las empresas multinacionales para calcular tasas de descuento en la evaluación oportunidades de inversión. Según ellos existen tres tipos de riesgos en estos mercados: 1) País o soberano; 2) Comercial o de negocio; 3) Cambiario. El riesgo país puede ser estimado por medio de la prima de riesgo entre bonos soberanos denominados en divisas, usualmente dólares. El riesgo del negocio puede medirse comparando con la volatilidad del mercado de capitales local con respecto a la volatilidad del mercado de Estados Unidos. El riesgo cambiario puede hacerse estimando los flujos de caja en divisas y después siendo descontado a la tasa apropiada en esa misma divisa.

La base de esta metodología es el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), el cual fue planteado por William Sharpe en 1964. Otros autores como

John Lintner (1965) y Jan Mossin (1966), independientemente y simultáneamente desarrollaron el CAPM; y posteriormente Merton (1990), desarrolló el modelo para tiempo continuo.

La fórmula del modelo CAPM es:

$$R_{C_i} = R_F + \beta_i [R_M - R_F] \quad i=1,2... \quad ^{11} \quad [3]$$

Donde:

R_F = es la tasa libre de riesgo

β_i = riesgo del título i o de la acción i

R_M = rentabilidad del mercado

Las hipótesis fundamentales en que se basa el modelo CAPM son:

- Todos los inversores tienen las mismas expectativas sobre la rentabilidad futura de todos los activos (y sobre la correlación entre las rentabilidades de todos los activos y sobre la volatilidad de todos ellos).

¹¹ Fernández, Pablo, Valoración de Empresas, (Barcelona: Gestión2000), p.277

- Los inversores pueden invertir y tomar prestado a la tasa libre de riesgo R_F .
- No hay costos de transacción.
- Los inversores tienen aversión al riesgo.
- Todos los inversores tienen el mismo horizonte temporal.

De acuerdo con el CAPM, el único riesgo que tiene importancia es el sistemático, que es capturado por medio de beta (β). En el no sistemático es ignorado debido a la habilidad de los administradores de carteras de diversificar. De acuerdo con este punto de vista, la teoría estándar de presupuesto diría que las empresas deben usar tasas de descuento que sólo reflejen el riesgo de covarianza. Eso implica que cuando una empresa evalúa una inversión en mercados emergentes, el planificador corporativo no debería ajustar sus tasas de descuentos requeridas de acuerdo al riesgo país específico, dado que este riesgo podría ser diversificado en una cartera global. En la práctica, muchos gerentes de cartera incorporan al menos algo de ese riesgo país en sus tasas de descuentos debido a: 1) Los gerentes pueden encontrar que las tasas de descuento que capturan las mayores fuentes de riesgo dan mayor lógica a las tasas para proyectos individuales; 2) Las tasas que incorporan un riesgo total pueden representar los riesgos relativos de invertir en diferentes países mejor

que las tasas de descuento basadas en betas, y 3) Las tasas que incorporan riesgo total son útiles cuando un inversionista extranjero debe entender la perspectiva de un inversionista local¹².

Las fallas del CAPM se presentan cuando no se cumplen las hipótesis del modelo:

- Los inversores tienen distintas expectativas
- CAPM en tiempo continuo
- Si la tasa libre de riesgo (R_F) es aleatoria
- Si no existe tasa libre de riesgo (R_F)

Ahora bien la metodología planteada por Godfrey y Espinosa fue diseñada para satisfacer los siguientes criterios: 1) El costo de capital puede ser estimado en dólares (o moneda de origen); 2) Es aplicable a la mayoría de los mercados emergentes con modificaciones menores y 3) Es fácil de entender.

Se debe enfatizar que los resultados de este proceso buscan ser estimaciones aproximadas en el mejor de los casos.

¹² Godfrey, Stephen; Espinosa, Ramón, Método práctico para calcular costo de capital para inversiones en mercados emergentes, (Bank of America), p.3

Cuando se establecen las tasas de descuento en los mercados emergentes deben tomarse en cuenta los riesgos de calidad de crédito y de volatilidad de los negocios. El riesgo se puede estimar agregando una prima de riesgo adicional, semejante a la estimada por el modelo CAPM. Pero en lugar de utilizar beta del país que refleje la covarianza esperada de los retornos del mercado local con el retorno del mercado mundial (o de origen), Godfrey y Espinosa recomiendan la utilización de una medida de volatilidad del mercado de capitales local en relación a la volatilidad del mercado de origen (Estados Unidos, por ejemplo). De acuerdo a esto, el cálculo de la tasa de descuento (R_C) de una inversión en un mercado emergente, se puede resumir en:

$$R_C = R_F + R_p + \beta (R_M - R_F) \quad [4]$$

Donde:

R_F = tasa libre de riesgo

R_p = tasa de riesgo país o soberano

β = riesgo del título o acción

R_M = rendimiento del mercado

La primera parte de la ecuación refleja la prima por la calidad del riesgo y la segunda la prima por la volatilidad local.

Esta fórmula [4] se puede re-exresar para obtener una tasa de descuento (Rc) en moneda local, en nuestro caso de estudio sería con respecto a Venezuela.

$$Rc = \{1 + [R_F + R_p + \beta (R_M - R_F)]\} \left[\left(\frac{1 + Tasa_{VZLA}}{1 + Tasa_{USA}} \right) - 1 \right]^{13} \quad [5]$$

Donde:

Tasa_{VZLA} = Tasa nominal pasiva a plazo de 90 días de Venezuela

Tasa_{USA} = Tasa nominal pasiva a plazo de 90 días de Estados Unidos

Como se puede ver en la fórmula [5] se usa las tasas de interés (a plazo) en vez de la inflación, para obtención de Rc en el caso de Venezuela. Esto se debe a que la inflación implica costos de capital muy altos (como el caso del año 1996), que son muy difíciles de cubrir por cualquier negocio o empresa y no refleja la realidad del mercado venezolano.

Una vez que hemos calculado el EVA con los ajustes hechos en el Rc, se puede decir que si éste es **positivo**, la empresa ha obtenido una rentabilidad

¹³ **R_F**: son los retornos Bonos del Tesoro a 30 años de las Estados Unidos. **R_p**: es la diferencia entre los retornos (yield) de los Bonos Brady Par A con R_F, los retornos tomados de los Bonos Brady Par A son los yield stripped los cuales reflejan la no colateralidad de estos bonos. **R_M**: es el retorno de acciones internacionales en el mercado Estado Unidense (www.ibbotson.com). **β**: beta desapalancado de las empresas papeleras en Estados Unidos (www.ibbotson.com).

por encima del Costo de los recursos utilizados, ha creado valor. Si es **cerro**, ha dado a los que han aportado los recursos (accionistas y deudores) lo que ellos esperaban. Si es **negativo**, su rentabilidad ha estado por debajo de lo exigido por los dueños de los recursos utilizados, y por lo tanto se puede decir que ha destruido valor.

Las medidas que una compañía puede adoptar para crear valor se pueden encuadrar en uno de los tres conceptos siguientes:

- a) Conseguir que el NOPAT crezca sin emplear más capital.
- b) Invertir capital nuevo en proyectos de los que se esté obteniendo una rentabilidad mayor que el Costo que tiene conseguir ese nuevo capital a invertir.
- c) Desviar o desinvertir capital de aquellas líneas de negocio que no den los beneficios adecuados.

El EVA puede aportar un enfoque alternativo en el desarrollo diario de las empresas. Es decir, trata de hacer pensar a los empleados como accionistas, con el objeto de que valoren el capital de la empresa y el riesgo que esta asume

en su actividad. Pero a la vez la dirección de la empresa debe asumir el compromiso de transformar su organización en un negocio de creación de valor.

Las compañías utilizan el EVA para evaluar aspectos tan diversos como:

- Planes estratégicos
- Adquisición de otras empresas
- Mejoras operativas
- Descontinuación de líneas de productos
- Evaluación del capital de trabajo
- Costo del capital
- Remuneración de sus más altos ejecutivos

Por lo tanto el Valor Económico Agregado es considerada una herramienta fundamental para la creación de negocios más valiosos. Además de que el enfoque del EVA puede ayudar a:

- Provocar mayores utilidades a través de la mejora de presupuesto del capital

- Desarrollar oportunidades de crecimiento para incrementar las utilidades después de impuestos.
- Proporcionar un análisis adecuado del flujo de caja para mejorar la valuación de la empresa.
- Incrementar el valor de la empresa usando menos inversión de capital.
- Establecer la relación entre el desempeño gerencial y el valor de la empresa para los accionistas.
- Mejorar significativamente la presentación financiera de la empresa para potenciales inversionistas.

1.3.1. Creadores de Valor (Value Drivers)

Dentro del modelo del EVA, se distinguen seis value Drivers (variables a tener en cuenta en el proceso de creación de valor) que conjuntamente explican el valor intrínseco de una compañía o de una unidad de negocio. De estas variables cuatro están bajo el control de los directivos de la compañía, teniendo éstos que actuar sobre ellas, mientras que otras dos variables no lo están.

Las cuatro variables que están bajo el control de los directivos y sobre las que tendrán que actuar son:

- *El NOPAT.* Hay que maximizar el NOPAT esperado en los próximos años.
- *Uso de la deuda.* Incrementar el uso de la deuda (su Costo es menor que el costo del capital, y todavía menor teniendo en cuenta los ahorros de impuestos).
- *Dirigir capital hacia áreas determinadas.* Hay que identificar modos de aumentar la inversión en aquellos negocios donde se pueden obtener rentabilidades atractivas.
- *Retirar capital de áreas determinadas.* Hay que desinvertir capital de aquellos negocios que no generan la rentabilidad exigida por el capital empleado.

Los dos factores que no están bajo el control de los directivos (o que aunque pueden influir sobre ellos, esta influencia será de manera poco significativa) son:

- El costo del capital dado el nivel de riesgo de la empresa.

- El período de tiempo futuro durante el cual los inversores esperan que los directivos encuentren oportunidades atractivas de inversión.

1.3.2. Ventajas del EVA vs. Medidas Tradicionales

Las medidas tradicionales como la Rentabilidad de Fondos Propios (ROE, "return on equity"), Utilidad Neta y la Utilidad por Acción (UPA), adolecen de varias distorsiones contables en campos como los gastos de investigación, la volarización de los inventarios y los ajustes por inflación. Además no toman en cuenta el costo del capital. La Utilidad Neta y la UPA se calcula después de deducir los costos de la deuda pero supone que el capital no tiene costo alguno. Entonces, cuando los ejecutivos lo que buscan es aumentar la utilidad neta, tienen el incentivo de gastar capital excesivamente a pesar de que este sea costoso. El ROE es una mejor medida, pues es mucho más importante para una compañía ser rentable en relación con el capital invertido que aumentar rápidamente sus utilidades. Sin embargo, también tiene varias fallas, pues puede llevar a empresas a invertir en proyectos que tienen rentabilidad sobre el patrimonio que parecen atractivas pero que no alcanzan a cubrir el costo de oportunidad del capital. El ROE, la Utilidad Neta y la UPA han sido los ratios de gestión más utilizados por los analistas y sirven, por extensión, como medidores

del valor de los accionistas de la empresa. Sin embargo, como veremos no existe en la práctica una correlación inmediata entre la mejora de estos ratios y la creación de valor.

La creación de valor hay que definirla como la maximización del rendimiento de la inversión de los accionistas en el largo plazo, y la aportación de valor debe impregnar y extenderse al mayor número de actividades posibles dentro de la organización. El EVA ha surgido como una herramienta, simple, comprensible y muy útil para extender y compartir la importancia que es para los accionistas la creación de valor. Es por esto, que el verdadero poder del EVA recae en el campo del control corporativo.

La verdadera difusión y popularidad que el concepto del EVA ha adquirido en los últimos años se debe a su funcionalidad como herramienta de gestión de la empresa y al impacto poderoso que puede producir en la cultura y comportamientos organizativos.

A diferencia de lo que ocurre con otras magnitudes de rentabilidad, el EVA permite dar a conocer a la alta gerencia y al resto de empleados el Costo del Capital que para los accionistas supone la aportación de sus recursos. Del

mismo modo, los responsables de unidades de negocio menos habituados a operar con ratios o magnitudes financieras, disponen de una medida sencilla y directa del resultado de su actividad y son capaces de comprender el Costo del Capital de toda la compañía y su grado de participación en el mismo.

Al incluir en la cuenta de resultados los costos del capital, se consigue dar a conocer a todo el mundo en la organización los verdaderos Costos de los recursos empleados. En cambio el ROI ("return on investment") no explicita el costo real de financiar activos tales como inventarios o cuentas por cobrar.

Por otra parte el Flujo de Caja permite evaluar el desempeño de una empresa o los prospectos de un nuevo proyecto. Pero en la práctica este sistema tiene sus fallas. Si bien el flujo de caja es una buena medida de valor cuando se le proyecta hacia el futuro, no es buen parámetro de desempeño cuando se mira hacia atrás. Las mejores compañías del mundo invierten agresivamente para expandir sus negocios, y por lo tanto tienen un flujo de caja operacional negativo después de inversiones. Sin embargo los mercados bursátiles las siguen financiando y los precios de sus acciones aumentan. Un ejemplo legendario de esto es el éxito rutilante de la cadena de supermercados Wal-Mart en Estados Unidos. Durante los 80, Wal-Mart implantó una estrategia

de crecimiento muy agresiva que implicaba un flujo de caja negativo después de inversiones. Sin embargo, durante todo ese período su EVA aumentaba y lo mismo hacía el precio de sus acciones. La ventaja del EVA es que no solo sirve como medida adecuada del desempeño histórico, sino que además permite valorar hacia adelante. De hecho, el valor presente de los EVA proyectados de una compañía es igual al valor presente neto de sus flujos de caja proyectados.

Por este motivo las mejores compañías lo utilizan no solo para hacerle seguimiento al desempeño de sus negocios sino también para tomar decisiones sobre expansiones, adquisiciones. Es por esto que el enfoque del EVA puede llegar a suponer un cambio de mentalidad en la empresa. Si su importancia se difunde, cualquier empleado y, por supuesto, la alta gerencia podría llegar a pensar como accionista, comprendiendo que cualquier inversión que quiera emprenderse debe producir un retorno que al menos cubra el Costo del Capital. De no ser así, los accionistas deberían preferir alternativas de inversión mejores.

1.4. Valor de Mercado Agregado (Market Value Added, MVA)

El objetivo que persigue el análisis financiero en la toma de decisiones empresariales consiste en la maximización del valor de inversión de los accionistas. Aún reconociendo que la empresa tiene otros objetivos.

En el análisis financiero, con el término "valor" se hace referencia a lo que estaría dispuesto a pagar un tercero por la compra de la empresa. Este valor tiene un punto de referencia objetivo en las empresas que cotizan en bolsa: su valor se determina en cada transacción; el valor de la empresa es el precio que habría que pagar por todas sus acciones, lo que se llama también capitalización bursátil. Este valor es lo que se denomina valor de mercado (VM), para distinguirlo del valor contable de los fondos propios (VC), que es igual a la cifra de recursos propios de la empresa (el primero es una medida externa a la empresa, del mercado de valores, mientras que el segundo es una medida proveniente de la contabilidad).

Desde el momento en que se habla de maximización, cuanto más valor mejor. Pero a ese valor hay que compararlo con los recursos invertidos, pues sería fácil aumentar el valor de mercado de una empresa con sucesivas

ampliaciones de capital. Por tanto la medida que se suele utilizar es el MVA, el cual mide el valor creado o destruido de una empresa a una fecha determinada. Donde el MVA es la diferencia entre el VM y el VC:

$$\text{MVA} = \text{VM} - \text{VC}^{14}$$

En la fórmula se ve con claridad el significado de "crear" o "destruir" valor para los accionistas. Si el MVA es positivo, cada unidad monetaria que los accionistas entregaron a los directivos de la empresa ahora vale en el mercado más de una unidad monetaria. Si el MVA es negativo, cada unidad monetaria dada por los accionistas y recibida por los directivos de la empresa ahora vale menos de una unidad monetaria en el mercado.

El concepto de MVA introduce, en el análisis financiero en particular, y en las decisiones de gestión en general, un punto de referencia del que carecen otras variables empresariales como pueden ser las medidas de rentabilidad basadas en la contabilidad: ROA, ROE, RPU, la cotización de la acción, etc. Las variables tradicionales tienen el inconveniente de que, o bien no tienen en cuenta los recursos invertidos, o no tienen una referencia objetiva (la mejora en

¹⁴ Suárez, José Luis, Creación de Valor Económico para el Accionista, (Barcelona: IESE), p. 1

alguna de esas variables por lo general es algo bueno, pero no se sabe si el nuevo nivel es adecuado o no), o bien a las dos cosas a la vez.

El MVA recoge expectativas de rentabilidad por encima de lo normal; ya que lo normal es lo que esperan ganar los accionistas por su inversión. Si se ganase una rentabilidad igual al costo de los fondos propios, el MVA sería cero; si la rentabilidad de los fondos propios fuese mayor que su Costo, entonces el MVA sería positivo y viceversa.

1.5. Ratio Valor de Mercado Agregado (Ratio Market Value Added, RMVA)

El Valor de Mercado Agregado se puede medir también en términos relativos, como el cociente del valor de mercado sobre el valor contable.

$$RMVA = VM / VC^{15}$$

El RMVA permite comparar la creación de valor en empresas de diferente tamaño, es decir, nos puede indicar aquellos casos en los cuales empresas con

¹⁵ Suárez, José Luis, Creación de Valor Económico para el Accionista, (Barcelona: IESE), p. 2

un MVA más pequeños que otras están generando mayor valor por unidad monetaria de fondos propios.

Este ratio otorga una referencia objetiva a la rentabilidad de los fondos propios. A veces se puede cometer el error de pensar que los fondos propios no tienen costo o que como mucho, tienen un costo igual a la rentabilidad de los dividendos. El RMVA permite ver que toda rentabilidad de los fondos propios por debajo de lo que quieren ganar los accionistas, llevaría en el largo plazo a una destrucción de valor: un RMVA menor que la unidad.

1.6. Relación entre EVA y MVA

1.6.1. Descuento de los EVAs Futuros

Si se descuenta el EVA generado a lo largo de los años por una inversión determinada, llegaremos al Valor Presente de dicha inversión (el costo de los recursos empleados en la financiación del proyecto está explícitamente restado de los flujos generados en el cálculo del EVA)

Siguiendo la regla que nos dice que debemos aceptar proyectos de inversión que dieran un Valor Presente positivo de los flujos de caja futuros, en el caso del EVA hay que aceptar aquellos proyectos que den un EVA descontado positivo.

El problema existente con el EVA es que es un procedimiento que se apoya en datos pasados y no dice nada acerca de cómo las estrategias actuales afectaran el valor futuro de la firma. Por este motivo Stern Stewart & Company ha sugerido un procedimiento para calcular el valor total de la empresa, el MVA, el cual deduce del capital total de una empresa, incluyendo valores, prestamos y beneficios retenidos, el valor de sus acciones y bonos a una fecha determinada.

Stern Stewart & Company señala que hay una estrecha correlación entre EVA y MVA, ya que si las empresas mejoran el EVA, es muy probable que también mejoren el MVA. Hay empresas que consideran que los procedimientos de valoración de pasado y de futuro están estrechamente correlacionados, ya que si se descuenta el EVA generado a lo largo de los años por una inversión determinada, se obtiene el valor presente de dicha inversión. El MVA se puede decir que es, desde un punto de vista teórico, el valor presente de todos los EVA futuros de una compañía. El MVA es, por tanto, la valoración que los analistas

realizan en un momento dado de los proyectos de inversión futuros de la compañía, o dicho de otra manera, la valoración que realizan los analistas de todos los EVA que se prevé que la empresa genere en el futuro.

1.7. El EVA como Medida de Gerencia

El flujo de caja es una medida de valor, sin embargo surgen algunas dificultades si es utilizado como una medida de desempeño. Por ejemplo, si una división invierte en un determinado proyecto muy rentable a medio y largo plazo, probablemente genere el año de la inversión un flujo de caja negativo. Por lo tanto, si se toma la maximización del flujo de caja como objetivo para maximizar el MVA (para crear valor para los accionistas) se está penalizando la inversión, provocando un efecto no deseado. Es por esto por lo que el flujo de caja sólo es útil si se toma para toda la vida del proyecto o de la compañía, es decir, es una medida de valoración de un determinado proyecto, pero no es adecuado para dirigir o fijar objetivos en la gestión año tras año.

El EVA sin embargo, es una medida que se puede utilizar no sólo para valorar un proyecto o una compañía a lo largo de su vida (el descuento de los EVAs conducen al mismo resultado que el descuento de los flujos de caja), sino

que también sirve para medir la rentabilidad obtenida un determinado año por una compañía en comparación con el costo de los recursos empleados, y para fijar objetivos por una dirección comprometida con la creación de valor para el accionista, determinar bonos a pagar y comunicaciones con los inversores. Es por esto, que aunque el resultado de la valoración sea el mismo a través de los flujos de caja descontados y el de los EVAs descontados, este último cuenta además con ventajas adicionales: la comprensión del proceso, la fijación de objetivos, la valoración de directivos y la mayor comunicación externa que se logra.

1.8. Otras Aplicaciones del EVA

La virtud fundamental del EVA es su fácil manejo como herramienta de gestión y de apoyo a la toma de decisiones. Pero, del mismo modo, su utilidad va más allá de ésta y alcanza campos tales como los siguientes:

- *Como ratio de valoración bursátil.*

El concepto de MVA, que no es más que una medida del valor actual de los EVA futuros. La cotización actual de la acción debe recoger el MVA

actual. Si no es así, la acción puede encontrarse sobre o infravalorada lo cual puede determinar comportamientos de compra o venta.

A la hora de tomar un criterio de decisión para tomar decisiones de inversión o desinversión, el MVA debe ser un instrumento más, que complemente o confirme las tendencias que otros indicadores de análisis pueden estar señalando.

- *Como criterio de decisión estratégica.*

La asignación de capital entre unas unidades de negocio u otras también puede servirse del criterio del EVA como apoyo de la decisión. Una unidad que este aportando un EVA comparativamente mayor al que aporta otra con un volumen de capital o recursos similar, debe potenciarse o valorarse sustancialmente más.

- *Como criterio para la fijación de "primas"*

Al vincular parte del sueldo de la alta gerencia a los resultados del ejercicio, la sustitución del concepto de resultados por el de valor añadido creado, está ganando terreno en el entorno empresarial ya que permite extender la concepción de accionista-propietario entre la alta gerencia.

La medida de valor residual creado, el cual puede ser el EVA, se incorpora cada vez más al ámbito de la remuneración, en detrimento de otros conceptos tradicionales como el de crecimiento de ventas o el de volumen de resultados. Si el EVA es cero, los gestores no han creado valor adicional para sus accionistas más allá de lo esperado. Si el EVA es positivo, es legítimo esperar una recompensa por haber aportado valor adicional a la inversión.

El EVA como base de fijación para las primas es un elemento objetivo ya que valora lo que la gestión del negocio ha aportado o dejado de aportar al accionista. Por el contrario, los elementos tradicionales de referencia para las primas, tales como el cumplimiento de un presupuesto más o menos negociado inter partes, peca de un gran subjetivismo, al margen de que los empleados puedan descuidar su gestión una vez hayan alcanzado el presupuesto.

1.9. Criticas del EVA

En una circular de 1997, Stern Stewart & Company dice: "lo que importa es el crecimiento del EVA...aumentar el EVA es siempre bueno", pero hay casos

donde el EVA aumenta cada año y eso no significa que la empresa este funcionando mejor.

El Boston Consulting Group sí reconoce las limitaciones de este parámetro. Se puede leer en su publicidad que un fallo importante del EVA es que ignoran los flujos de caja producidos por el negocio.

Arturo García Alonso (1998) afirma que el problema existente con el EVA es que es un procedimiento que se apoya en datos pasados y no dice nada acerca de cómo las estrategias actuales afectarán el valor futuro de la empresa.

Gary Hamel (1997) en la revista Fortune, señala que el uso eficiente del capital no los es todo, tampoco es el fin de todo para el éxito de las empresas. El considera que las estrategias e innovaciones de las empresas son más importantes. Por ejemplo analiza que es duro imaginar la valoración del EVA cuando Bill Gates comenzó con Microsoft.

Ignacio Vélez Pareja (1999) dice que el EVA se ha comercializado tanto como las demás modas de la administración, que se cree es una nueva teoría y que es la panacea de las finanzas. Ahora bien, Pareja cree el EVA es una

herramienta de seguimiento y control, consistentes y coherente con un viejo conocido, el Valor Presente Neto (VPN). Más aun, parece que hubiera una carrera o competencia entre las firmas consultoras para saber quién registra más siglas (como EVA) y comercializarla a como dé lugar. No se puede olvidar que estas son técnicas que no reemplazan al decisor; el que sabe en realidad el significado de conceptos como el VPN, actúa en consecuencia y toma de decisiones que aumentan el valor de la empresa y deberá escoger o diseñar los instrumentos que más se adecuan a sus decisiones. En gran parte es sentido común.

Sin embargo, para muchas empresas el EVA, resulta más apropiados que el beneficio contable para evaluar el desempeño de los gerentes o de las unidades de negocio.

Es evidente que la ventaja del EVA sobre el beneficio es que tienen en cuenta los recursos utilizados para obtener el beneficio y también el riesgo de esos recursos (que determina la rentabilidad exigida a los mismos).

Así, muchas empresas contemplan el EVA como un mejor indicador de desempeño de los gerentes que el beneficio porque depura el beneficio con la

cantidad y el riesgo de los recursos utilizados para conseguirlo. Por ejemplo, en la memoria de AT&T de 1992 el director financiero dice que "la remuneración de nuestros gerentes en 1993 estará ligada a la consecución de objetivos de EVA". Análogamente, Roberto Goizueta, presidente de Coca Cola dijo refiriéndose al EVA que "es la manera de controlar la empresa. Para mí es un misterio por qué no la usa todo el mundo".

Esta es la utilidad del EVA. Los problemas con el EVA comienzan cuando se quiere dar a esos números un significado que no tienen.

Pablo Fernández (1999) en su libro "Valoración de Empresas" señala que el EVA no es parámetro que mide la creación de valor, sino que es un parámetro para medir el desempeño de los gerentes en las empresas. Esto lo corrobora con un conjunto de ejemplos.

Las fallas del EVA se presentan cuando en un periodo aumenta: 1) con un aumento del NOPAT; 2) con una disminución del coste de los recursos; y 3) con una disminución de los activos utilizados. Pero hay aumentos del NOPAT, como el de amortizar menos, que disminuyen el flujo de caja y el valor de la empresa. También hay disminuciones del coste de los recursos (por ejemplo, un

descenso de las tasas de interés) que no tienen nada que ver con la gestión de los gerentes. También hay disminuciones de los activos utilizados (por ejemplo, retrasar la inversión en nuevos proyectos) que disminuyen el flujo de caja y disminuyen el valor de la empresa.

Otra falla es que el EVA sirve para analizar empresas del sector servicios así como manufactureras, pero hay dos tipos de empresas para las que no es utilizable: las instituciones financieras (las cuales deben separar capital por razones de regulación) y compañías muy jóvenes, donde en la mayoría del cálculo de los ingresos serían puras conjeturas.

CAPITULO II

ÍNDICES FINANCIEROS

ÍNDICES FINANCIEROS

Los ratios financieros no constituyen una finalidad, sino una forma útil de recopilar grandes cantidades de datos financieros y comparar la evolución de las empresas.

2.1. Índices de Liquidez

Si va a extenderse un crédito o conceder un préstamo a una empresa por un corto periodo de tiempo, no interesa la cobertura exacta de la deuda por el total de activos. Se quiere saber si la empresa será capaz de conseguir el dinero líquido a devolver. Esta es la razón por la que los analistas de créditos y los banqueros examinan varias medidas de liquidez:

- **Solvencia Total**

Indica la capacidad de la empresa en cubrir la totalidad del endeudamiento con solamente su activo circulante.

$$\frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Total Pasivo}}$$

- **Solvencia Corriente**

Ratio denominado de liquidez o solvencia de la empresa, pues indica la capacidad que tiene frente a sus compromisos a muy corto plazo. Se le denomina también *distancia a la suspensión de pagos* y en general un ratio menor que 1 puede indicar problemas financieros. Se diferencia del ratio de prueba ácida en que incluye dentro del numerador los inventarios.

$$\frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

- **Prueba Ácida**

Indica la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo sin tener que vender sus inventarios. Cuanto mayor sea el ratio, mayor será la capacidad de la empresa frente a los mencionados compromisos.

$$\frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

- **Ratio de Garantía**

Indica la garantía frente a terceros de los activos de la empresa. Un valor igual o inferior a 1 indica la existencia de pérdidas acumuladas que han reducido el Patrimonio a cero o incluso que este es negativo.

$$\frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo Circulante} + \text{Pasivo Largo Plazo}}$$

2.2. Índices de Apalancamiento

Cuando una empresa pide dinero a préstamo, promete hacer una serie de pagos fijos. Puesto que los accionistas consiguen sólo lo que queda después de haber pagado a los acreedores, se dice que la deuda crea un apalancamiento financiero.

- **Razón de Deuda / Activo Total**

El porcentaje total de fondos invertidos en la empresa.

$$\frac{\text{Total Deuda}}{\text{Total Activo}}$$

- **Razón Deuda / Capital**

El porcentaje de fondos suministrados por acreedores en comparación con los propietarios.

$$\frac{\text{Total Deuda}}{\text{Total Capital Accionario}}$$

- **Deuda a Largo Plazo / Capital**

Saldo entre deuda y capital en la estructura de capital a largo plazo de una firma.

$$\frac{\text{Deuda a Largo Plazo}}{\text{Total Capital Accionario}}$$

- **Razón de Cobertura / Intereses**

Cuantas veces con la utilidad actual de la empresa se puede cubrir los intereses de la deuda. Permite determinar hasta que punto puede disminuir las ganancias sin que la firma llegue a incumplir sus costos anuales de intereses. Lo apropiado es que sea mayor a 1.

$$\frac{\text{Utilidades Antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Total Gastos por Intereses}}$$

- **Ratio de Firmeza o Consistencia**

Indica la relación existente entre el activo fijo y la deuda con vencimiento a largo plazo de la empresa. Este ratio tiene un especial valor cuando el activo fijo está siendo financiado con deuda a largo plazo, y puede permitir determinar inconsistencia entre el tipo de activo y el pasivo que lo financia. El activo de largo plazo debe financiarse con pasivo a largo plazo.

$$\frac{\text{Activo Fijo}}{\text{Pasivo Largo Plazo}}$$

- **Ratio de Endeudamiento Total**

Ratio fundamental en el análisis financiero. Indica la relación existente entre la deuda a largo plazo y los fondos propios de la empresa y define cuál es la estructura financiera de la empresa. Cuanto mayor sea el ratio, mayor será el riesgo para el acreedor.

$$\frac{\text{Total Pasivo}}{\text{Patrimonio}}$$

- **Ratio de Endeudamiento a Largo Plazo**

Al igual que el caso anterior este ratio es uno de los más utilizados en el análisis financiero. Define cuál es la estructura financiera a largo plazo de la empresa. La seguridad del acreedor aumenta cuanto mayor sea el ratio.

$$\frac{\text{Pasivo Largo Plazo}}{\text{Patrimonio}}$$

- **Ratio de Endeudamiento a Corto Plazo**

Indica la relación existente entre las deudas a corto plazo y la financiación propia.

$$\frac{\text{Pasivo Corto Plazo}}{\text{Patrimonio}}$$

2.3. Índices de Actividad

- **Período Promedio de Cobro**

En días, período promedio que una firma demora para cobrar sus ventas a crédito.

$$\frac{\text{Cuentas por Cobrar}}{\text{Ventas}} \times 360$$

- **Período Promedio de Pago**

Indica cuántos días tarda la empresa en pagar a sus proveedores desde la compra.

$$\frac{\text{Cuentas por Pagar}}{\text{Costos de Ventas}} \times 360$$

- **Rotación de Inventarios**

Refleja los días por término promedio que tarda la empresa en vender sus productos. La consideración de este ratio junto con los períodos promedio de cobro y de pago nos indica si la empresa se está financiando gracias a sus proveedores o si por el contrario el margen de venta esconde un efecto financiero por el diferencial entre los períodos promedios.

$$\frac{\text{Inventario}}{\text{Costo de Ventas}} \times 360$$

- **Rotación de Activos Fijos**

Productividad de ventas y utilización de equipos y plantas.

$$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Fijos}}$$

- **Rotación de Activo Total**

Si una empresa genera suficiente volumen de negocios para el tamaño de su inversión en activos.

$$\frac{\text{Ventas}}{\text{Total Activo}}$$

2.4 Índices de Rentabilidad

Permiten juzgar cuán eficientes son las empresas en el uso de sus activos.

- **Rentabilidad de los Recursos Propios. ROE (return on equity)**

$$\frac{\text{Beneficio}}{\text{Patrimonio}}$$

- **Rentabilidad del Activo / Recursos Totales. ROA (return on assets)**

$$\frac{\text{Beneficio antes de Intereses después de Impuestos}}{\text{Total Activo}}$$

- **Rentabilidad del Capital. ROI (return on investment)**

$$\frac{\text{Beneficio antes de Intereses después de Impuestos}}{\text{Capital}}$$

- **Margen Bruto de Utilidad**

El margen total disponible para cubrir gastos operativos y rendir utilidades.

$$\frac{\text{Ventas} - \text{Costo de Mercancías Vendidas}}{\text{Ventas}}$$

- **Margen de Utilidad Operativa**

Margen de utilidad sin tener en cuenta impuestos ni intereses.

$$\frac{\text{Utilidades antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Ventas}}$$

- **Margen Neto de Utilidad**

Utilidades por unidades monetarias de ventas, descontando impuestos.

$$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$$

- **Tasa de Retorno de Capital Accionario**

Utilidades por cada unidad monetaria de inversión de los accionistas en la firma, descontando impuestos.

$$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Total Capital Accionario}}$$

- **EBITDA**

Elimina las distorsiones que en el análisis pueden generar los ajustes por inflación. Debido a que no incluye el Costo Integral de Financiamiento, en el que se encuentran ganancias o pérdidas inflacionarias.

$$\text{Utilidad Operativa} + \text{Depreciación}$$

- **EBITDA / Ventas Netas**

Representa que porcentaje de las ventas, se convierte en ganancia operativa.

CAPITULO III

LA INDUSTRIA DEL PAPEL EN VENEZUELA

LA INDUSTRIA DEL PAPEL EN VENEZUELA

3.1. Origen

La industria papelera en Venezuela se inicia en el año 1905, cuando Ricardo Zuloaga promueve la instalación de la Fabrica Nacional de Papel en "El Encantado" (Petare, Edo. Miranda). Su primer producto fue papel para envolver y para su elaboración se utilizó como materia prima hierba, gamelote y espadada, produciendo 3 toneladas métricas diarias. Posteriormente fueron creadas un conjunto de empresas que han dado empuje al desarrollo de la industria en el país, entre las que pueden mencionarse:

- La C.A. Fábrica de Papel Maracay, constituida en 1912, con un capital inicial de un millón y medio de bolívares, pero no tuvo mayor desarrollo hasta 1938, cuando alcanzó una producción de 2.000 TM/año. Actualmente elabora productos como: papel higiénico, servilletas, pañuelos, toallas, papeles para envolver y pulpa química-mecánica.

- El 31 de marzo de 1950, por iniciativa de Gustavo Delfino A. y Juan Delfino R. comienzan las actividades de Manufactureras de Papel C.A. (MANPA) con un capital inicial de Bs. 3,5 millones. En sus inicios se dedicaba solamente a la conversión de papel en sacos múltiples y bolsas. Hoy en días se dedican a la fabricación de papel Kraft, papeles para escribir e imprimir, cartulina, etc.
- La C.A. Venezolana de Pulpa y Papel (VENEPAL) fundada en 1954, es la líder del sector papelerero tanto en volumen de producción como por variedad de productos.
- El 30 de junio de 1964, para atender los problemas institucionales de la industria papelerera fue creada la Asociación Nacional de Productores de Pulpa, Papel y Cartón (APROPACA). Esta asociación se propone contribuir a la formación y adopción de políticas industriales, las cuales han coadyuvado al fortalecimiento de la producción y al establecimiento de una razonable protección industrial para todo el sector económico.

3.2. Empresas que la Conforman

La industria de pulpa, papel y cartón en Venezuela se caracteriza por producir pulpa de fibra de caña de azúcar y productos en los ramos de papeles de escribir e imprimir, así como cartulinas, cajas de cartón corrugado, bolsas de papel, sacos multipiegos y productos escolares y de oficina y afines. Esta industria tradicional en el país, ha ido evolucionando acorde con los cambios de la actividad económica nacional, lo cual le ha permitido mantener su competitividad en lo que se refiere a satisfacer las necesidades del mercado interno, y la posibilidad de penetrar algunos mercados de exportación.

La industria papelera nacional está integrada por 13 empresas, cuya producción abarca una gran variedad de grados, desde papeles especiales para artes gráficas y seguridad con marca de agua, hasta papeles Liner para fabricar cajas de cartón corrugado. Las compañías que se desenvuelven en el sector son las siguientes:

- Smurfit Cartón de Venezuela, S.A.
- Smurfit Cartones Nacionales, S.A.
- Smurfit Morcarpel

- Cartonera del Caribe, C.A.
- C.A. Fábrica de Papel Maracay
- VENEPAL, S.A.C.A.
- Manufacturas de Papel C.A., MANPA
- Papeo, S.A.
- Papelera Aragua, C.A.
- Papelera Guaicaipuro, C.A.
- Papeles Nacionales Flamingo
- Papeles Venezolanos C.A.
- ABCD Le Cartiere

De las 13 empresas papeleras existentes en Venezuela destaca MANPA y su filial Fábrica de Papel Maracay. VENEPAL también es considerado otro gigante paplero que compite en el campo industrial y de papel de escribir. Existen dos transnacionales funcionando en el país: Smurfit Cartón de Venezuela, filial de Container Corp. of America hasta que la adquirió la papelería irlandesa Jefferson Smurfit plc., y Papeles Venezolanos, filial de Krueger.

Tomando en cuenta la capacidad de producción de cada grupo industrial podemos observar que más del 80% de la capacidad instalada está distribuido

entre tres empresas: Smurfit, MANPA y VENEPAL, e incluyendo PAVECA abarcan el 90% de la industria papelera del país.

Los principales productos finales de la industria son diferentes tipos de papel:

- Imprimir y escribir
- Kraft liner
- Corrugado medio Tissue
- Envases y envolturas
- Cartulinas industriales

La producción de cada uno de estos renglones con respecto a la producción total es aproximadamente igual, va desde 31% hasta 8%, de papel tissue y Kraft Liner respectivamente. El producto que ha registrado el crecimiento más importante en los últimos diez años es el papel corrugado, mientras que los envases y envolturas han decrecido.

La producción interna de papel abarca la gran mayoría de productos de este sector, importándose de EE.UU. y Canadá, ciertos papeles de

características especiales y los de periódico. La producción nacional en 1997 se desglosa de la siguiente forma:

Cuadro #1

Tipo de Papel y Cartón	Toneladas Métricas	Participación en la Prod.
Tissue	180.796	31%
Corrugado medio	105.031	18%
Imprimir y Escribir	93.665	16%
Cartulinas Industriales	81.956	14%
Para Envases y Envolturas	64.395	11%
Kraft Liner	47.856	8%
Otros	11.708	2%
Total	585.407	100%
Fuente: Asociación Venezolana Pulpa Papel y Cartón, APROPACA		

La industria venezolana no produce papel de prensa ni papel de cigarrillos, por lo que las necesidades del mercado se abastecen totalmente con importaciones. No se importan papel corrugado medio ni Kraft liner, mientras que de los demás las importaciones son marginales en relación con la

producción (menos de un 10%), a excepción de la cartulina industrial que representa 15% en términos de los que se produce en el país.

Las exportaciones ha crecido significativamente en los últimos diez años, siendo las de 1995 tres veces superiores a las de 1985 en términos de toneladas métricas. Este crecimiento fue sustancial en los últimos tres años: se pasó de un total de 56.000 TM en 1993 a 126.000 TM en 1995. El producto que registró el mayor crecimiento fue el corrugado medio, que pasó de 200 TM a 43.000 TM. El papel tissue en cambio se ha mantenido más o menos constante en el período, ubicándose alrededor de 40 mil TM anuales. Mientras que en 1997 las exportaciones se incrementaron en un 45% con respecto al nivel que presentaron en el año precedente, al totalizar las 195.861 toneladas, representando el 33% de la producción nacional en dicho período. En términos absolutos, las ventas de este sector hacia mercados foráneos presentan tasas de crecimiento positivas desde 1991, con lo cual se evidencia que esta industria mantiene un alto perfil exportador. Los principales destinos de las exportaciones de este sector son los siguientes: EE.UU., México, Centroamérica y el Caribe, Colombia y Ecuador.

La competencia existente entre los diferentes productores locales es intensa y reciente, ya que antes de 1989 lo que existía eran más bien acuerdos de no-competencia entre los principales competidores, incluyendo la cartelización de precios. Con la entrada de competidores extranjeros en algunos sectores, se ha intensificado la rivalidad, promoviendo en consecuencia, un mejoramiento de la calidad de los productos, tales como papeles para oficinas, cuadernos, etc.

Es interesante notar que las empresas se especializan en ciertos tipos de papel y compiten entre ellas sólo con ciertos tipos de productos. Por ejemplo, VENEPAL y MANPA compiten en productos de imprimir y escribir, área en la que Smurfit no participa, pero Smurfit y VENEPAL son competidores en cartulinas industriales, producto que no elabora MANPA. Por otra parte, MANPA también compite con VENEPAL en la producción de papeles para envases y envolturas en forma muy pareja. De esta forma se puede ver que en cada tipo de productos sólo dos empresas grandes participan en el mercado.

En el cuadro a continuación, se aprecia la participación de mercado de las principales empresas del sector papelerero:

Cuadro #2

Empresas productoras de papel	Producción de 1997 (en TM)	Participación de mercado	Ventas de 1997 (en MM de Bs.)	Participación de Mercado
VENEPAL	193.184	33%	100.966	27%
Smurfit Cartón de Venezuela	146.352	25%	62.556	18%
Manufacturas de Papel, C.A.	76.103	13%	116.361	34%
Papeles Venezolanos, C.A.	64.395	11%	60.082	16%
Papeles Maracay	40.978	7%	n.d.	n.d.
Otras	64.395	11%	n.d.	n.d.
Total	585.407	100%	339.965	100%
Fuente: Asociación Venezolana Pulpa Papel y Cartón, APROPACA				

3.3. MANPA

Manufacturas de Papel C.A. (MANPA) S.A.C.A. es una empresa venezolana la cual se encarga de la producción y conversión de papel para uso industrial, comercial, doméstico, escolar y de oficina.

Sus plantas están localizadas en Maracay, Estado Aragua, y poseen líneas de producción con tecnologías modernas para la manufactura de la gran variedad de productos de papel que elabora. Como parte de su proceso de integración vertical, MANPA posee 77.000 hectáreas de tierras para la siembra de pinos, las cuales han sido manejadas en una forma consciente para garantizar el reemplazo de los bosques explotados. Adicionalmente, MANPA se autoabastece de fibras secundarias a través de sus subsidiarias.

Actualmente, la compañía exporta sus productos a importantes mercados internacionales en el Caribe, Centro y Sur América, Estados Unidos entre otros.

Por otra parte, MANPA ha desarrollado un programa para el suministro de energía eléctrica a sus plantas, el cual será expandido a otras industrias del Estado Aragua.

3.3.1. Historia

Manufacturas de Papel, C.A., fue fundada el 30 de Marzo de 1950 por Gustavo Delfino Arriens, Juan Delfino Rodríguez, Carlos H. Maury y Ladislao Caballero. La producción estaba orientada a la fabricación de sacos multipliegos destinados a cubrir las necesidades de C.A Fábrica Nacional de Cementos, y de bolsas para todo uso en el comercio y la industria en general. Ambas plantas comenzaron operando en el mismo galpón, ubicado en Los Cortijos de Lourdes.

Once años más tarde, en 1961, comienza una etapa de expansión e integración vertical para Manufacturas de Papel, C.A, cuyo objetivo era producir el papel requerido por la empresa para la manufactura de sacos y bolsas, disminuyendo así la dependencia de la materia prima importada. Esto se logró con la adquisición y puesta en marcha de dos máquinas papeleras con una capacidad de 50 mil toneladas métricas anuales destinadas a la producción del papel Kraft brillante por una sola cara, el cual se utiliza en la fabricación de bolsas, y papel Kraft de resistencia con caras opacas, utilizado especialmente para la fabricación de sacos multipliegos y de embalaje.

En 1972, conjuntamente con C.A Fábrica de Papel de Maracay; se crea la Cooperativa Guayamure con el objeto de desarrollar plantaciones industriales de pino caribe, para así obtener materia prima y reducir importaciones.

Dos años después, se fundó la Corporación Forestal Imataca, C.A. para desarrollar un proyecto similar en terrenos ubicados al sur del Estado Monagas.

El proyecto de la Cooperativa Guayamure, se ubicó en tierras aparentemente poco aptas para la siembra, sin embargo, mediante avanzados procesos químicos, este esfuerzo fue dando buenos resultados, por lo que el Estado Venezolano decidió apoyar esta iniciativa constituyéndose en el año 1976 la Corporación Forestal Guayamure, C.A.

Actualmente estos desarrollos forestales abarcan una extensión aproximada de 74.000 hectáreas plantadas.

En ese mismo año, se pone en marcha la tercera máquina papelera, con una capacidad de producción de 50 mil toneladas métricas, destinada a la producción de cartulinas y papeles finos de imprimir y escribir.

En 1989, Manufacturas de Papel, C.A., adquiere la empresa Cahis Hermanos & CO. Sucesores, C.A., incorporando una nueva línea de productos de consumo masivo: cuadernos, libretas y útiles escolares de marca ALPES, estableciéndose adicionalmente una cadena de distribución nacional.

En 1991, incursiona en el mercado de formas continuas con la línea de producción de AlpesForm, y a finales de ese mismo año con motivo de la apertura comercial de los países integrantes del Pacto Andino, se dió inicio a una agresiva política de exportaciones, estableciéndose como objetivo inicial el mercado colombiano.

Como parte de la estrategia de las empresas pertenecientes al sector forestal para aumentar la explotación comercial de los bosques, en 1992, se constituyó una nueva compañía: Aserradero Venwood, C.A., filial de Corporación Forestal Imataca, C.A., el cual inició operaciones en el primer trimestre de 1994.

Por autorización de la Comisión Nacional de Valores, otorgada por Resolución número 209-92 del 6 de Mayo de 1992, la empresa se convierte en Sociedad Anónima de Capital Autorizado, modificando su denominación a Manufacturas de Papel, C.A., (MANPA) , S.A.C.A.

En Diciembre de 1992, Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. adquiere la totalidad de las acciones de C.A Fábrica de Papel de Maracay (empresa constituida en 1912), aumentando así el potencial económico de desarrollo de la empresa dentro del sector del papel. La integración de las operaciones fue el resultado de la estrecha coordinación que se había venido realizando entre ambas empresas desde finales de 1991.

En 1993, se inició la ejecución, en C.A. Fábrica de Papel Maracay, del proyecto denominado Máquina Papelera N° 8, con el objetivo fundamental de convertir a MANPA y sus filiales en una compañía con capacidad de exportación sostenida, basada en la experiencia adquirida en mercados internacionales durante los últimos diez años y en el aumento de la capacidad de producción. La puesta en marcha de la máquina se realizó en el mes de Diciembre de 1994, habiéndose ejecutado dicho proyecto en tiempo record de 17 meses.

El 9 de Septiembre de 1994, en la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas se autoriza el cambio del valor nominal de las acciones de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A. de Bs. 100,00 a Bs. 10,00. Adicionalmente se incrementó el monto del Capital Autorizado a Bs. 10.461.354.400,00.

En 1994 se constituyó Turbogeneradores Maracay C.A. (TGM) con el propósito de autoabastecer las plantas, y de esta manera asegurarse confiabilidad en el servicio así como reducir costos.

En Mayo de 1995, las acciones de Manufacturas de Papel C.A. (MANPA) S.A.C.A. se comenzaron a cotizar en la Bolsa de Valores de Caracas y en la Bolsa de Valores de Maracaibo.

En Agosto de 1995, Manufacturas de Papel, C.A., (MANPA), S.A.C.A. firma con la Compañía estadounidense Community Energy Alternatives (CEA), un convenio de asociación para constituir Turbogeneradores de Venezuela (TGV). El Objetivo fundamental de esta nueva actividad radica en el desarrollo de plantas independientes productoras de energía que abastecerán las zonas industriales de Venezuela principalmente el sector manufacturero, garantizando un servicio eléctrico confiable y a costos razonables.

En 1996, MANPA consolida su producción a partir de papel reciclado, con la adquisición del 50% de las acciones de SIMCO Recycling Corporation, localizada en el Estado de Florida, Estados Unidos, empresa dedicada a la recolección de desperdicio

Este mismo año, la empresa ingresa al mercado financiero internacional a través del establecimiento de un programa de ADR's de Nivel 1.

También durante este año, MANPA adquiere la totalidad de los activos de la compañía Trinidad Paper Products LTD, la cual se denomina VENCARIBBEAN Paper Products LTD. Esta empresa está localizada en Trinidad y Tobago y está dedicada a la conversión de papel higiénico con una capacidad instalada de 4.000 TM al año.

Al inicio de 1997, la corporación adquiere el 50% de las acciones de JC PAPELERAS, cadena de tiendas al mayor y detal, dedicada a la comercialización de productos escolares y de oficina. Durante este año se abrieron 4 nuevas tiendas.

A partir del 26 de diciembre de 1997, Manufacturas de Papel C.A. (MANPA) S.A.C.A. se fusionó con sus filiales totalmente poseídas C.A. Fábrica de Papel de Maracay, Corporación Industrial Alpes S.A., Papeles Maracay C.A., Pulpa Maracay C.A., Urbanizadora Guayamure C.A., e Inversiones TCC 13 C.A. Mediante esta fusión, se reducirán costos y gastos administrativos provenientes de la existencia de las diferentes entidades jurídicas.

3.3.2. Accionistas y Administración

El 61% del capital social de la empresa está en una gran cantidad de inversionistas por medio del mercado de capitales, mientras que el resto pertenece a conglomerados industriales y familiares, siendo el principal el grupo familiar Delfino.

AMANECA	14,74%
Fundación Delfino	7,43%
Inversiones Carlui, C.A.	6,15%
Inversiones 84709, C.A:	6,13%
I y P Chaparral	4,44%
Otros	61,20%

Fuente: MANPA

3.3.2.1. Junta Directiva

Presidente: Carlos Delfino

Primer Vicepresidente: José Gaetano Paparoni

Segundo Vicepresidente: Celestino Martínez Pérez

3.3.3. Mercado

La misión de MANPA es "ser líderes en cada segmento que sirvamos con productos de nuestros bosques y del papel, convertidos o no, en los mercados nacionales e internacionales con los niveles más altos de satisfacción de nuestros clientes"¹⁶.

MANPA participa en el sector papelerero venezolano como la empresa líder en la producción de papeles para escribir, imprimir, embalar, higiénicos, cuadernos, bolsas comerciales, sacos industriales multipliego, resmas, resmillas, formas continuas, madera y sus derivados, energía eléctrica, etc.

¹⁶ Entrevista: Juan Lovera, VP de Finanzas de MANPA.

Operativamente MANPA está dividida en 5 divisiones, algunas de las cuales son también Unidades Estratégicas de Negocios (UEN):

1. Papel Higiénico

- Molino Papel Higiénico
- Convertidora Vencaribbean
- Papeles Nacionales Flamingo
- Planta de Destinado

2. Papel Imprimir, Escribir y Embalar

- Molino de papel, imprimir, escribir y embalar
- Conversión:
 - Sacos
 - Bolsas
 - Resmas y formas continuas
 - Productos escolares y de oficinas
- Mayorista - Minorista
 - JC Papeleras
- Planta Destintado
- Distribución Transporte y Almacenadoras

Trasportes Alpes

Cinco Almacenes

3. Papel Reciclado

- Recolectora de Papel

SIMCO

Transpaca

4. Forestal

- Aserradero Venwood
- Corporación Forestal Guayamure
- Corporación Forestal Imataca

5. Electricidad

- Community Energy Alternatives

3.3.3.1. Productos

Los principales productos de MANPA son:

- Papel en bobinas para escribir, imprimir y embalar
- Sacos multipliegos para la industria en general
- Bolsas para el comercio en general
- Papeles para uso de copiadoras e impresoras láser
- Higiénicos, toallas, servilletas y faciales
- Cuadernos y productos de oficina
- Pino, madera en rolas y madera aserrada

3.3.3.2. Competencia

Los grandes competidores de MANPA son VENEPAL y SMURFIT. Con VENEPAL la competencia es en papel Kraft, sacos multipliegos, papel imprimir y escribir y embalaje, y con SMURFIT en papel tissue, servilletas y papel de envolver.

3.3.3.3. Exportaciones

MANPA comenzó su proceso exportador en 1992 y actualmente su principal mercado es Colombia diversificándose hacia las islas del Caribe y otros países del Pacto Andino. En este proceso ya han adquirido una planta en Trinidad para satisfacer el mercado insular, además de adquirir el 50% de SIMCO, procesadora de fibra reciclable ubicada en Florida.

3.3.3.4. Crecimiento

La empresa a lo largo del tiempo ha presentado un crecimiento tanto de tipo horizontal como vertical. Su crecimiento horizontal se basó en la consolidación de su mercado nacional y la incursión en mercados de exportación, principalmente Colombia. A nivel de crecimiento vertical, este ha sido enfático en el crecimiento del área de abastecimiento de la materia prima, pulpa, por la vía de las unidades forestales.

3.4. VENEPA

3.4.1. Historia

VENEPA fue fundada el 29 de abril de 1954, por un grupo de empresarios venezolanos dirigidos por Don Eugenio Mendoza, para abastecer de sacos multipliegos a VENCEMOS, empresa que formó parte del Grupo Mendoza al igual que ella. La compañía instaló su primera máquina de papel en Morón y en 1958 comenzó la producción de papel Kraft como su primer producto.

En 1979 sufrió una etapa de pérdidas que fue enfrentada con fuertes cambios internos, situación que tuvo que repetirse en 1983 con el impacto negativo de la devaluación y el control de cambios, puesto que la empresa tenía un elevado endeudamiento en moneda extranjera. Durante los años siguientes se reestructuró la deuda de manera de hacerla más manejable.

En 1987 se inicia un nuevo proceso de reestructuración, que continuó hasta 1996. Este proceso se vio afectado por los problemas del Grupo Mendoza, al que pertenecía. Este proceso desembocó el 17 de noviembre de 1995 cuando

la empresa inicia una nueva etapa de la empresa, al ser adquirida por un grupo de sus ejecutivos y directivos bajo la figura del Onofre Group, empresa constituida en Nueva York, con participación de Carvajal de Colombia. Stone Container, una de las mayores empresas papeleras a nivel mundial y con la que VENEPAL ya se había asociado en CELGAR de Canadá y en el proyecto Venestron, también adquirió dentro de ese proceso una parte de la empresa. Esta última compañía es la que aporta la tecnología a VENEPAL y su asociación le permite ser su punta de lanza en los mercados latinoamericanos.

En diciembre de 1996 se realizó el último cambio a nivel del grupo, fusionándose todas las empresas en una sola, conformando una única personalidad jurídica. Cada compañía paso a ser una unidad de VENEPAL, siguiendo su operación en Divisiones las cuales se subdividen en Unidades Estratégicas de Negocios.

3.4.2. Accionistas y Administración

Las acciones de VENEPAL están divididas en dos tipos: las acciones clase "A", que disfrutan de pleno derecho voto y las acciones clase "B" que no tienen derecho a votación para escoger miembros del directorio.

Los accionistas mayoritarios individuales de VENEPAAL son Stone Container Corporation y el Grupo Onofre controlando 67% de las acciones tipo "A" (alrededor del 39% del patrimonio) entre ambos, casi por partes iguales.

El Grupo Onofre es una empresa tenedora de acciones, administradora / inversionista, creada sólo para fines de la toma de control. Sus accionistas incluyen a la alta gerencia, incluyendo al presidente ejecutivo, Pedro Ballenilla, varios miembros del directorio, vicepresidentes ejecutivos, gerentes medios y otros empleados, que controlan 42% del grupo Onofre) e inversionistas externos, en particular la corporación colombiana de artes gráficas, Carvajal (17%), ING Latin American Capital Corporation (19%) y otros inversionistas venezolanos (22%).

Dos filiales del Chase Manhattan Bank controlan casi 20% de las acciones tipo "B" (8,3% del patrimonio), mientras que el 41% de estas acciones son propiedad del Bank of New York.

El capital esta dividido en 274,3 MM de acciones "A" y 194,5 MM de acciones "B". Por otra parte diez acciones "B" constituyen un GDS de VENEPAAL,

que puede negociarse abiertamente en Nueva York y Europa y están inscritos en la Bolsa de Valores de Luxemburgo.

La estructura accionaria de C.A. Venezolana de Pulpa y Papel (VENEPA), esta conformada de la siguiente forma:

Cuadro #3

Grupo Onofre	19.89%
Stone Container Corporation	19.31%
Bank of New York	17.01%
Chase Manhattan Bank	8.30%
Otros	35.49%
Fuente: VENEPA	

La junta directiva de la empresa es la siguiente:

Cuadro #4

Pedro Vallenilla	Presidente
Juan J. Calvo	1er Vicepresidente
Pablo Cevallos	2do Vicepresidente
Randolph Read	3er Vicepresidente
Francisco Aguerrevere	Director
Arnold Brookstone	Director
Enrique Machado Zuloaga	Director
Fuente: VENEPA	

La empresa posee el 100% de Globo Corporation, en Puerto Rico, el 100% de VENEPA de México, S.A., de C.V. en México y el 100% de Ofiescolares, S.A. de Colombia, filiales dedicadas principalmente a la comercialización de sus productos.

La empresa también ha adquirido un 25% de participación en Forestal Orinoco (con sus rivales Cartoven y MANPA, además de PDVSA), que plantará

eucaliptos en el sudeste del país, los que pueden usarse para fabricar pulpa de fibra corta.

3.4.3. Mercado

La misión de VENEPAL es "la fabricación y comercio de toda clase y tipo de papeles y cartones, elaboración de pulpa para éstos, utilizando cualesquiera medios o procedimientos industriales, así como explotaciones agrícolas, forestales e industriales relacionadas con aquellas, pudiendo adquirir en consecuencia los muebles, inmuebles y explotaciones, celebrar toda clase de contratos, importar o adquirir en cualquier forma toda clase de efectos, útiles y maquinarias en general, cuanto sea necesario para la instalación de la industria y su explotación y construir los edificios y demás obras que directa o indirectamente se relacionen con el objeto de las explotaciones. La compañía podrá explotar directamente o tener participación en otros negocios e industrias conexas o relacionadas con su objeto principal y en general ejercer cualquier otra actividad comercial o industrial"¹⁷.

¹⁷ Entrevista: Guillermo Niño, Gerente de Planificación de VENEPAL.

Actualmente VENEPAL opera a través de tres divisiones:

- División de Pulpa y Papel está conformada por el Molino pulpa fibra de caña de azúcar, las plantas recicladoras, el Molino Morón, el Molino Valencia, la Planta de papeles recubiertos y un 35% de Montana Gráfica Convepal.
- División de Conversión, conformada por la Planta de cajas corrugadas Valencia, la Planta. cajas corrugadas Bogotá, Planta de sacos multipliegos y un 45% de la Inversión en Papelera Aragua.
- División de Productos Escolares y de Oficina con 3 plantas de cuadernos y resmillas, 14 puntos de distribución al mayor, organizaciones de venta y distribución en Colombia, Puerto Rico y México y un 35% de Caracas Paper Company.

3.4.3.1. Productos

Los productos fabricados por VENEPAL son los siguientes:

- Papeles de Embalaje: papel para la elaboración de sacos y bolsas

- Papeles de escribir e imprimir
- Cartones liner y medio para cajas corrugadas
- Cartulinas industriales recubiertas y no recubiertas
- Papeles estucados litho-print y glasé, tipos couche y semi couche
- Resmas y Resmillas Bond
- Libretas y cuadernos escolares
- Juegos geométricos, reglas y tizas

3.4.3.2. Competencia

La competencia en el sector papel está distribuida de acuerdo al tipo de producto. VENEPAL compite principalmente con MANPA y Smurfit en los siguientes sectores:

- Con MANPA: Papel Kraft, sacos multipliegos, papel de imprimir y escribir, cartulinas y embalaje.
- Con Smurfit: Cartones industriales, Papel Liner, Cartones Estuches, pulpa química de fibra corta y fibra larga.

La planta de VENEPAL (Molino VENEPAL) es el mayor molino de papel del

país, con aproximadamente la cuarta parte de la producción total de papel de Venezuela.

3.4.3.3. Exportaciones

Para el cierre de 1995 el 25% de las ventas de VENEPAL eran en el exterior. Su principal mercado de exportación es Colombia, donde mantiene una alianza estratégica con Carvajal abarcando entre el 15% y el 20% (unas 60 millones de unidades) del mercado colombiano, pero también se han diversificado hacia otros países del Pacto Andino, Estados Unidos, México y Puerto Rico.

3.4.3.4. Crecimiento

La empresa ha crecido horizontalmente por la vía de las exportaciones y las asociaciones estratégicas y participaciones en distintas empresas relacionadas con la producción papelera. A nivel vertical ha crecido inicialmente a través de la inversión en empresas extranjeras de producción de pulpa y posteriormente en desarrollos forestales en Venezuela.

CAPITULO IV
ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS

ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS

4.1. Situación de la Industria Papelera Nacional e Internacional

4.1.1. Industria Papelera Nacional

En los últimos años el sector de empresas productoras de papel se ha visto en la necesidad de mejorar sus estándares de calidad, a través de la innovación en las líneas de productos, con el fin de ser más competitivos, lo que se origina a partir de la entrada de productos desde Colombia y otros países.

Sin embargo, la economía Venezolana se ha visto afectada de una manera muy particular en la última década, durante la cual el país ha sufrido una inflación elevada la cual ha llegado hasta niveles de un 103% en 1996, originando que el poder adquisitivo del venezolano cada vez sea menor. Por otra parte la continua devaluación del tipo de cambio así como problemas de déficit fiscal han provocado que en nuestro país las variables macroeconómicas se encuentren en desequilibrio.

Hay que señalar que no solo estas variables han afectado al sector papelerero, sino que otra serie de inconvenientes afectaron al sector dentro del período en estudio. Estos son:

- Los altos volúmenes de inventarios de los productores de papel como consecuencia de la desaceleración del crecimiento mundial debido a la crisis asiática.
- El control del Estado sobre las tierras aptas para las plantaciones forestales, así como de otros factores de inseguridad de la tenencia de la tierra.
- La competencia desleal con el ingreso al país de papel bajo el apelativo de fines culturales y que por tanto entra en el privilegio otorgado por la ley, con la exoneración de impuestos a las importaciones.
- La contracción de la demanda de papel en el mercado interno medido en volúmenes y el problema de no poder ajustar los precios de los productos al ritmo inflacionario, dada la intensa competencia en el mercado doméstico.

- La sobrevaluación de la moneda que disminuye la competitividad de los productos colocados en el mercado interno con respecto a los importados.

A pesar de todos estos inconvenientes el sector paplero logró incrementar sus exportaciones, especialmente hacia los Estados Unidos, México, Centroamérica (Puerto Rico, Honduras, El Salvador, Panamá, etc.), Sudamérica (Colombia y Ecuador) y el Caribe (Antigua, Jamaica, Trinidad y Barbados).

4.1.2. Industria Papelera Internacional

La industria del papel es una industria cíclica, siendo una de sus principales características la profundización de sus fases bien sea de expansión o de recesión. En 1996, el precio internacional de la pulpa medido según el Índice de Precios de opciones y futuros de la pulpa denominado "Northern Bleached Softwood Kraft" llegó a sus niveles más altos, para luego continuar una tendencia ascendente hasta caer con el comienzo de la crisis asiática a finales de 1997, lo que provocó una recesión y una disminución de la demanda a nivel mundial de estos productos.

En los períodos en los que los precios de la pulpa declinan en el ámbito mundial, el sector se ve afectado negativamente, debido a que los precios de los productos se abaratan, promoviendo que los países consumidores acumulen inventarios a precios relativamente más bajos. Como consecuencia esto originó una lenta recuperación de los precios de la pulpa importada lo que afectó a los precios del producto final en los mercados internacionales.

4.2. Análisis Financiero de MANPA

Manufacturas de Papel, C.A., MANPA es actualmente uno de los productores líderes en la producción de papel para uso industrial, comercial, doméstico, de oficina y escolar. Como parte del proceso de integración vertical, MANPA posee un área de tierras cultivadas de pinos de 185.000 acres en la zona oriental del país, las cuales han sido manejadas eficientemente, mediante procesos de mantenimiento y recuperación forestal, además, a través de subsidiarias, MANPA se autoabastece de fibras secundarias, resultantes del proceso de transformación de la madera. En la actualidad, la compañía exporta un 28% de su producción hacia mercados del Caribe, Centro y Sur América, EE.UU. y el Reino Unido.

Desde hace más de 6 años, MANPA ha invertido para darle valor agregado a los productos que fabrica. La empresa está tratando de desligarse de la materia prima, al preferir los productos terminados, la distribución y las ventas. Por esto MANPA durante el transcurso de 1998 y los siguientes dos años va a destinar US\$ 150 millones, al incremento en la gama de productos y el afianzamiento de la distribución, mediante la adquisición del 50% de JC Papeleras, cadena de 16 tiendas de artículos escolares y de oficinas, ubicadas en las ciudades de Caracas, Maracaibo, Barquisimeto, Puerto la Cruz y Valencia.

Con la finalidad de hacerse más competitiva, MANPA fusionó sus empresas (Corporación Industrial Alpes, Papeles Maracay, Urb. Guayamure, Pulpa Maracay, Inversiones 3C13, C.A. y Papel Maracay), que desde siempre habían funcionado por unidades operativas y administrativas independientes. Esta fusión se hizo con la finalidad de que la empresa obtenga ahorros significativos en lo que se refiere a la administración, en el pago de impuestos y especialmente en la parte operativa.

MANPA no ha escapado a la crisis que viene afectando al país en especial durante los últimos años. Analizando el Estado de Ganancias y Pérdidas a precios constantes de 1998 (Ver anexo), las ventas de la compañía sufrieron

una reducción significativa de un 17%, 14% y 36% en este lapso. Es importante mencionar que las ventas de MANPA tienen la característica de presentar estacionalidad, ya que entre los meses de agosto y diciembre, los ingresos de la empresa alcanzan a representar más del 60% de sus ventas totales, como consecuencia del inicio del período escolar y la época navideña. El comportamiento registrado por las ventas durante los últimos tres años en estudio es consecuencia de la caída en los volúmenes de venta de papel, especialmente en papeles de escribir e imprimir, ocasionado en una manera significativa por el incremento de las importaciones de papel de escribir e imprimir, los cuales además de mantener un precio inferior a los producidos por MANPA (entre US\$ 700 y US\$ 800 la tonelada versus US\$ 1.230/Tn del papel nacional), están exentos de aranceles e impuestos a las ventas, debido a una interpretación errónea de la legislación vigente, que permitió la importación libre sin aranceles.

Tanto sus costos como sus gastos en operaciones se mantuvieron estables, a excepción de 1998 cuando sufrieron un incremento de 6% con respecto a las ventas los gastos operativos, y de 7% con respecto a las ventas los costos (ver anexo). Esto es como consecuencia de:

- Disminución en el volumen de ventas, en especial las provenientes de la línea de papeles blancos que representaron el 25% total de la producción.
- Aumentos en los gastos de fabricación, tales como empaques, plásticos, químicos y mano de obra.
- Rezago existente entre los precios de venta de ciertas líneas de productos versus la inflación local.
- Incremento en los precios de desperdicio de papel nacional, producto de la escasez existente de este tipo de materia prima en el mercado local.
- Gastos relacionados con la apertura de un centro de distribución en la ciudad de Barquisimeto y la ampliación del existente en Caracas.
- Gastos asociados al estudio y puesta en marcha del proyecto para el desarrollo de un canal de distribución para multiproductos en la zona oriental del país.
- Mayores gastos por publicidad y promoción en la línea de productos higiénicos.

La empresa aumento sus ingresos financieros durante los dos últimos dos años provenientes de inversiones en depósitos a plazo y colocaciones con plazos

no mayores a 90 días, mientras que los gastos financieros disminuyeron en 1997 con respecto a las ventas, al representar un 5% de las mismas (Bs. 7.243.170 M), debido a la reducción de la deuda bancaria de la empresa. Por otra parte la situación de la empresa mejora aún más en 1997, al considerar la ganancia por posición monetaria registrada en dicho año, por Bs. 11.115.640 M, en bolívares constantes a 1998, producto de la tenencia de mayores pasivos monetarios (deudas bancarias y cuentas por pagar) con relación a sus activos monetarios, lo cual le ha permitido resguardarse de los efectos de inflación, más no puede ser considerado como un ingreso propiamente. Mientras que el EBITDA se mantuvo en un nivel promedio durante los años 95-97. Con respecto a las ventas el EBITDA representó durante estos años un 19% de éstas, de manera que aproximadamente 1/5 de la ventas se convierte en ganancia operativa, para luego caer a un 7% en 1998.

Los indicadores de liquidez se deterioraron durante el período en estudio con excepción de 1996. Esta disminución se debe en primer lugar al incremento de los pasivos circulantes, además de la significativa reducción en los activos corrientes de la empresa, motivada por la contracción registrada en las ventas. Sin embargo el indicador de solvencia corriente se mantuvo por encima de la unidad, lo que significa que la empresa contó con activos circulantes suficientes

como para poder cubrir la totalidad de sus pasivos a corto plazo. El indicador de solvencia total sufrió pequeñas modificaciones, pero a excepción de 1996, este no ha sido mayor a uno, lo que indica que la empresa no cuenta con activos circulantes suficientes como para cubrir la totalidad del endeudamiento.

Los indicadores mostraron que la empresa posee un nivel adecuado de liquidez, ya que sólo en 1998 la prueba ácida es menor a la unidad, por lo tanto la empresa durante el período en estudio nos muestra una situación favorable.

Es de destacar que la política de financiamiento de la empresa ha sido dirigida en los últimos años hacia el endeudamiento a corto plazo para financiar parte del activo fijo. Por otra parte, con un Ratio de endeudamiento total "leverage", ubicado por debajo de la unidad durante el lapso en estudio, la empresa pudo cubrir sus obligaciones corrientes.

El análisis de actividad de la empresa nos indica que el período de inventarios se mantuvo sin alteraciones significativas, con un aumento de solo 5 días en 1998 con respecto al ejercicio anterior. Mientras que la política de cobranza de la empresa, se presentó bastante estable, con un promedio de cobro de unos 74 días. La empresa mejoró su política de pago a los proveedores

situación que es favorable, ya que ese procedimiento es el de mayor beneficio para una empresa el poder financiarse con los proveedores, mas aún en países con altas tasas de interés activas. Por lo tanto el diferencial se redujo de 30 días en 1995 a sólo 4 días en 1998, por lo que el período de desincronización ha mejorado para la empresa.

Todos los indicadores de rentabilidad mejoraron durante el ejercicio de 1996, dado el incremento de la Utilidad Neta. Así se observa que la Rentabilidad del patrimonio mejoró en 3 puntos porcentuales al pasar de 10% a 13%, para luego en 1998 caer a un rendimiento del 2% como consecuencia del aumento tanto de los costos de venta como de los gastos operativos durante el período, lo cual influyó directamente sobre la utilidad neta. Mientras que el EBITDA/Patrimonio, alcanzó su mayor valor en 1995 debido al aumento considerable del EBITDA con respecto a 1994, pero luego este indicador cae en los últimos dos años de estudio, como consecuencia del aumento del patrimonio de la empresa en 1997 y a la crisis general de 1998, que influyó sobre el EBITDA.

Sin embargo, la empresa mantuvo un nivel positivo para el Margen Bruto de Utilidad, y el Margen Neto de Utilidad, además de mantener un ritmo creciente con excepción del año 95 y 98 en el Margen Neto.

La empresa presenta unos indicadores de rentabilidad no muy alentadores durante el lapso en estudio, observando que tanto la rentabilidad del patrimonio como la de los activos es baja, así como los márgenes de utilidad, situación que se acrecienta aún más durante 1998.

MANPA, al igual que la gran mayoría de las empresas trató de protegerse contra la devaluación inevitable en 1996. Por esto la empresa registró ganancias extraordinarias en inventarios cuando se consumió la devaluación, pero el mercado interno se desplomó, ya que los clientes finales también habían anticipado sus compras y la demanda fue mucho menor a los nuevos precios muy superiores. El consumo interno de papel cayó 12,8% durante 1996.

MANPA, tuvo más capacidad disponible durante 1996 en comparación con 1995 debido a la expansión del molino higiénico, y del aumento de las exportaciones en un 34% para contrarrestar la caída del mercado interno. Además de las ganancias extraordinarias por la revaluación en inventarios, los márgenes mejoraron por el mayor uso de material reciclado y menores costos de energía.

Se observa que para el final del período en estudio la empresa presenta un deterioro en su situación financiera, producto de un incremento de su estructura de costos.

4.3. Análisis Financiero de VENEPAL

Venezolana de Pulpa y Papel, S.A.C.A., VENEPAL empresa generadora de productos para el abastecimiento tanto del mercado nacional como el internacional, depende de factores internos y externos a nuestra economía.

En el ámbito del mercado doméstico, el crecimiento en las ventas internas se relaciona directamente con el crecimiento logrado en la economía nacional. Por otra parte el nivel de sobrevaluación de la moneda hará que los productos importados sean más económicos, lo cual desviará el consumo interno hacia éstos bienes. En cuanto a los factores externos, la tendencia de los precios internacionales de la pulpa es el principal elemento a considerar.

Pero al igual que MANPA, VENEPAL no ha escapado a las recientes y continuas crisis económicas sufridas en el país, a los problemas internos que ha

sufrido la empresa como cambio de dueños, reestructuración de deuda, etc. así como a la crisis asiática ocurrida a finales de 1997.

VENEPAL en el transcurso del período en estudio, ha visto como sus ventas en términos de moneda al 31/10/98, descendieron 14% con respecto a 1995, 24% con respecto a 1996 y 23% con respecto a 1997 (ver anexo), influenciados por el descenso en los precios mundiales de la pulpa. Por otra parte el costo de venta se mantuvo en unos patrones similares, menos en 1997 cuando la empresa logró mejorar su margen operativo, al pasar de 4% en 1996 a 12% en el año 1997, dado que los productos que fabrica tienen un alto componente de insumos importados cuyos costos aumentaron en menor proporción al Índice Precios al Consumidor (IPC), debido al anclaje del tipo de cambio. Los gastos operativos reflejaron un incremento en proporción a las ventas durante los dos últimos años de estudio, producto del incremento en los gastos generado en la planta de Maracay y en la instalación de maquinarias para la planta ubicada en Puerto Rico.

La utilidad bruta de la empresa creció en un 53%, en 1997 impulsada por la disminución de los costos de ventas. Esta disminución de los costos de ventas es superior a la disminución de los ingresos por ventas, por lo tanto puede

decirse que la empresa fue más eficiente operativamente con respecto al cierre fiscal anterior.

La utilidad operativa repuntó, luego de haber sufrido una caída en el año 96, para registrar una recuperación de 144% para el cierre del 31/10/97, directamente relacionado con el aumento de la utilidad bruta, para luego caer a niveles desalentadores durante 1998 cuando la empresa obtiene una pérdida operativa, como consecuencia de la crisis asiática, la recesión económica existente en el país y los problemas de solvencia de la empresa.

Sin embargo, en contraposición a este resultado positivo de la utilidad operativa en 1997, la utilidad neta cayó en 96% con respecto al año fiscal de 1996, lo cual se explica por una menor ganancia monetaria al registrarse una caída en los pasivos monetarios y a una tasa anual que disminuyó de 103% a 37,6%. El EBITDA nos permite observar este efecto del año 96 donde la empresa aumentó su utilidad como consecuencia de las ganancias monetarias obtenidas durante este año ya que el EBITDA al no incluir el costo integral de financiamiento nos ayuda a eliminar las distorsiones generadas por los ajustes por inflación, a diferencia de la utilidad neta.

Los indicadores de liquidez, se mostraron acordes con la situación de la empresa, ya que el índice de solvencia corriente sólo pudo mejorar para el período 95-96 en un 60% (ver anexo), como consecuencia de la disminución de los pasivos a corto plazo en más de un 100%, para luego deteriorarse con respecto al cierre de 1996 en un 28%, debido al incremento del pasivo circulante con respecto a la deuda total. No obstante, la empresa contaba hasta 1997 con activos circulantes suficientes para cubrir la totalidad de sus pasivos a corto plazo ya que el índice era mayor a 1, pero ya en 1998 esto no fue así debido a un nuevo aumento del pasivo circulante. El capital trabajo disminuyó en términos reales por la disminución de los activos circulantes y el aumento en los pasivos circulantes. De igual manera la solvencia total de la empresa con excepción de 1996 se encontró en niveles inferiores a la unidad, lo que nos indica que la empresa no puede cubrir la totalidad de sus deudas solo con el activo circulante.

VENEPAL se caracterizó por poseer un alto nivel de inventarios, por lo que cuando se le aplicó la prueba ácida, se observó como el nivel de liquidez de la empresa baja de una manera considerable, lo que significa que la empresa no es lo suficientemente liquida como para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo sin tener que bajar su nivel de inventarios.

El endeudamiento total "leverage" se encontraba por debajo de la unidad, debido fundamentalmente al nivel de patrimonio resultante del proceso de ajuste por inflación aplicado a los estados financieros de la empresa, pero para 1998 el apalancamiento se ubicó en 1,34 debido principalmente a la reestructuración de deuda a la que fue sometida VENEPAI por parte de las instituciones financieras acreedoras, a mediados de 1998 cuando se inicia la crisis financiera de VENEPAI.

Además, VENEPAI cuenta con activos fijos que representan una porción importante del total de activos de la empresa, conformados en su mayoría por maquinarias y equipos de alta tecnología en la elaboración y transformación de la pulpa y el papel.

El nivel de deuda de la empresa no nos indicó ninguna señal de alarma, sino hasta 1998 cuando surgen los problemas de la empresa. VENEPAI, se caracteriza al igual que la mayoría de las empresas del sector por tener unos mayores niveles de deuda a corto plazo, siendo preocupante el nivel alcanzado para 1998.

Los términos de crédito de la empresa establecen un plazo de cobro para clientes nacionales de 120 días y para clientes extranjeros de 90 días en promedio. Los términos de pago de la empresa establecen pagos entre 60 y 75 días en promedio para compras nacionales y de 180 días en promedio para compras extranjeras. Sin embargo la empresa hasta 1996 estaba cobrando en más días de lo que estaba pagando, siendo desfavorable la relación, para luego revertirse en los últimos dos años. Es importante señalar que en el período que se implantó el control de cambio, la empresa vio reducido su período de cuentas por pagar por debajo de los 180 días habituales en el caso de los proveedores extranjeros. Sin embargo, se pudo volver a éste período en el transcurso de 1997.

Observando la rotación de inventarios que posee la empresa, podemos decir que la empresa posee un exceso de inventario, situación que no es favorable debido a sus problemas de liquidez, pero podría explicarse tomando en cuenta que la empresa presenta ventas estacionales por lo que necesita altos niveles de inventarios para los últimos meses del año.

La empresa venía presentando buenos indicadores de rentabilidad hasta 1996, año en el cual la rentabilidad del patrimonio (ROE) alcanzó un nivel del

12%, como consecuencia de un aumento de la utilidad neta. Pero a partir de 1997, los principales indicadores de rentabilidad se han venido deteriorando, como consecuencia de la caída de la utilidad neta en un 49% lo que provocó el resultado más adverso en cuanto a los indicadores de rentabilidad ya que el margen neto de utilidad cayó en un 4,8% de manera que quedó disponible para los accionistas comunes un 8,37% de los ingresos por ventas en utilidad luego de haberse cumplido con todas las cuentas en 1997 y a (27,64%) en 1998. Por otra parte, el EBITDA / Patrimonio aumentó en 1995 y se mantuvo por encima de 10% hasta 1998 como consecuencia de una disminución considerable del EBITDA de la empresa, debido a la pérdida operativa originada por la misma.

Los indicadores de rentabilidad tampoco nos señalan durante el período en estudio, que la empresa se encontraba en una situación financiera tan desfavorable sino hasta 1998 cuando surge la crisis de VENEPAL, pero si nos muestran que la rentabilidad de la empresa era bastante baja durante los últimos 5 años.

4.4. Análisis Financiero de ambas Empresas

Índices de Liquidez

Los indicadores nos mostraron que MANPA se encontraba con un nivel mayor de liquidez que VENEPAL, debido a que sus pasivos circulantes no aumentaron en una manera tan significativa como los de VENEPAL, además de que MANPA posee una menor proporción de inventarios dentro de su activo circulante, por lo que se le hace más fácil cumplir sus obligaciones de corto plazo sin tener que vender inventarios.

Índices de Apalancamiento

Los niveles de apalancamiento presentado por las empresas son bastantes similares, destacándose que las dos compañías se encontraban mayormente endeudadas a corto plazo. Por lo tanto estos indicadores no nos indicaron que se producirían problemas financieros dentro de las empresa en estudio al final del período analizado.

Índices de Actividad

En estos indicadores si notamos diferentes tipos de política por parte de las empresas, debido a que VENEPAL posee un mayor nivel de inventarios que MANPA, por lo que su rotación no es tan efectiva como la de MANPA. Por otra parte, ambas empresas presentan la característica por lo general de tener un promedio de cobro superior al de pago, lo que significa que la empresa esta pagando a sus acreedores comerciales antes de poder cobrar a sus deudores, situación que no es favorable para el flujo de caja de las empresas.

Índices de Rentabilidad

Estos indicadores nos mostraron como la rentabilidad de las empresas es bastante baja, en especial la de VENEPAL a lo largo del período en estudio, además las compañías muestran un nivel de gastos operativos como porcentaje de las ventas similares, más no un nivel de costos, lo que significa que MANPA es más eficiente que VENEPAL en cuanto al manejo administrativo.

En conclusión no se observa claramente antes de 1998, un comportamiento de VENEPAL que prediga que esta empresa iba a tener una situación financiera tan comprometida en 1998.

En economías cada vez más globalizadas, en donde los mercados locales han tenido que hacer frente a la competencia y a los impredecibles cambios del mercado internacional, la rentabilidad de una compañía, la rotación de sus activos y, en definitiva, su valor en el mercado dependen cada vez más de respuestas rápidas y flexibles a la coyuntura comercial en constante cambio. Debido a esto cada vez más muchas de las compañías han adoptado al EVA como herramienta de gestión de la empresa.

4.5. Análisis del EVA de MANPA

Observando los valores del EVA de MANPA durante el período en estudio, podemos notar que este fue negativo en los cinco años. Teniendo sus valores más negativos en 1994 y 1998, como consecuencia de un altísimo nivel del Costo Promedio Ponderado del Capital, provocado en 1994 por un alto nivel de tasas de interés existente en Venezuela inducido por la crisis financiera sucedida en 1994, así como una gran incertidumbre política existente en el país para

1998. Por otra parte, el nivel del NOPAT durante estos dos años fue el peor para la empresa, siendo incluso negativo en 1998 debido a la gran recesión del país en ese año, así como también a la pérdida del poder adquisitivo por parte de la población. Además el riesgo soberano aumentó en 1998 lo que ocasionó un aumento de la rentabilidad del capital y por ende un aumento del Costo Promedio Ponderado del Capital.

Mientras que en 1996 el valor del EVA es también negativo originado principalmente al aumento del costo de la deuda o R_d , debido al gran nivel inflacionario existente durante este año, así como a las continuas devaluaciones existentes en el país.

La empresa presenta su mejor valor para 1997, como consecuencia de una disminución del costo de la deuda en un nivel considerable, así como un nivel más bajo de la tasa de interés pasiva en Venezuela lo que ocasionó una disminución de la rentabilidad del capital. Por lo tanto al ocurrir ambas disminuciones, el Costo Promedio Ponderado baja y aunado a un aumento del NOPAT, la empresa obtuvo un EVA mucho menos negativo con respecto a los demás años en estudio.

Al analizar estos resultados vemos como la empresa no esta creando valor a sus accionistas, debido a que el EVA es **negativo**, por lo que su rentabilidad ha estado por debajo de lo exigido por los dueños de los recursos utilizados, y por lo tanto se puede decir que ha destruido valor.

MANPA no recibe una rentabilidad suficiente por su inversión que compense el riesgo asumido. Es decir, la compañía está operando en pérdidas desde el punto de vista del inversor, aunque económicamente esta obteniendo beneficios positivos (utilidad neta siempre fue positiva) durante los cinco años de estudio, por lo que está destruyendo valor en términos de riqueza, lo que significa que las ganancias contables no son suficientes para la empresa, ya que esas utilidades no son mayores que los costos de oportunidad del capital empleado. Se observa además que los indicadores financieros no nos indicaron que la empresa no estaba creando ni generando riqueza a sus accionistas.

4.6. Análisis del EVA de VENEPAL

VENEPAL, presenta durante los años en estudio, un EVA negativo para los cinco años. Principalmente debido a que la empresa presenta un NOPAT bastante bajo en estos cinco años así como un alto nivel del Costo Promedio Ponderado del Capital.

En 1994 fue el año en que la empresa destruyó más valor, debido a que presentó una pérdida en su NOPAT, aunado a un alto nivel de deuda lo que originó que el costo de la deuda de la empresa fuese bastante alto, además de un nivel alto de tasas de interés como consecuencia de la crisis financiera lo que llevó como resultado a obtener el mayor valor del Costo Promedio Ponderado del Capital del lapso en estudio y por ende a un EVA significativamente negativo.

La empresa mejora en cierta medida en 1995, debido a un aumento de su NOPAT, por otra parte, VENEPAL logró en cierta parte disminuir su nivel de rentabilidad del capital debido a la disminución de la tasa de interés pasiva en Venezuela, así como su Costo Promedio Ponderado del Capital como consecuencia de la disminución del costo de la deuda y el costo del capital, pero

esta disminución no fue lo suficiente para poder lograr generar un EVA positivo el cual nos indicara que la empresa estaba generando valor.

En 1996, se mantiene la tendencia negativa debido al aumento del WACC, provocado por un aumento significativo del costo de la deuda con respecto al año 1995, debido a un aumento de las tasas de interés en Venezuela.

VENEPAL logró obtener su mejor nivel de EVA en 1997, aunque igualmente fue negativo. Esta mejora se debió a que la empresa mejoró su NOPAT de manera considerable; la empresa además consiguió reducir su costo de la deuda, así como el costo del capital, lo que por ende originó una disminución del Costo Promedio Ponderado del Capital, lo que aunado al aumento del NOPAT, llevó a una mejora del EVA en más de Bs. 55 MM del 1998.

Mientras que en 1998, el EVA se vuelve a deteriorar debido a la crisis que se desató en la empresa lo que provocó que las ventas de la misma cayeran de manera significativa, originando pérdidas considerables lo que afectó al NOPAT de la empresa, aunado a un aumento significativo de la tasa de interés en

Venezuela, lo que provocó un aumento de la rentabilidad del capital muy considerable que conllevó a un aumento del WACC y por con ello a la disminución del EVA.

VENEPAL no ha creado valor a sus accionistas durante el período en estudio. La compañía se encuentra operando en pérdidas desde el punto de vista del inversor, debido a que la rentabilidad no supera al Costo Promedio Ponderado del Capital. Por lo tanto, las ganancias contables que obtiene la empresa en los primeros cuatro años de estudio no le fueron suficientes para crear valor a sus accionistas, aunque contablemente la empresa estaba obteniendo una utilidad y por supuesto menos aún en 1998 donde la empresa obtuvo una pérdida neta.

4.7. Comparación del EVA de ambas Empresas

La mala situación de la economía Venezolana a lo largo de los últimos años, pudiese tomarse como pieza clave de la situación de las empresas venezolanas durante estos años, así como la reducción de los márgenes de ganancia debido a los mayores niveles de competitividad del sector, además de los cambios en el ambiente legal, el aumento de la capacidad ociosa, las

presiones en los precios, el aumento de los niveles de inventarios y el descenso de la demanda, son condiciones bajo las cuales es muy difícil generar utilidades superiores al Costo de Oportunidad del Capital.

Como se observa en los resultados, ambas empresas generan un EVA negativo durante todo el período en estudio, en el cual VENEPAL registró un EVA significativamente inferior al de MANPA entre 1994 y 1996 debido a que la empresa presentó niveles inferiores de NOPAT con respecto a MANPA, así como su nivel de deuda y de patrimonio eran mayores a los de MANPA. Aunado a esto el WACC de VENEPAL fue representativamente mayor a los de MANPA, lo que por ende significó que VENEPAL tuviese un EVA con un peor resultado que el de MANPA, y por lo tanto la empresa estuviese destruyendo mayor valor que MANPA.

Mientras que en los dos últimos años en estudio la empresa que presentó un mejor nivel de su EVA fue VENEPAL, caso particular debido a que en estos dos años la empresa de igual manera presentó un NOPAT menor que el de MANPA y fue en este último año cuando estalló su crisis financiera. La particularidad se debe a que la empresa, bajo su nivel total de patrimonio de una manera muy significativa tanto en 1997 como en 1998, donde en el año

1997 la disminución fue de un 26% con respecto a 1996, mientras que en 1998 fue de un 96% con respecto a 1997. Esto como consecuencia del resultado por tenencia de activos no monetarios que afectó fuertemente al patrimonio durante estos dos años, así como a la disminución del superávit en 1998. La cuenta patrimonial Resultado por tenencia de activos no monetarios, con un saldo deudor de unos Bs. 102.244 MM en 1998, y de Bs. 63.391 MM en 1997, está conformada en 1998 por unos Bs. 44.454 MM producto del ajuste del activo fijo e inventarios a costos corrientes que redujeron el patrimonio en dicho monto, y por unos Bs. 57.790 MM, producto de la determinación del costo de ventas y gasto de depreciación. Mientras que en 1997 está conformada por unos Bs. 29.983 MM por ajuste del activo fijo e inventarios y por Bs. 33.716, como consecuencia de la determinación del costo de ventas y el gasto de depreciación.

Tenemos que hacer notar que los valores de los inventarios y activos fijos de VENEPAL, perdieron valor y se encuentran altamente depreciados, por lo que la empresa ha reducido en la inversión en capital durante estos 2 años, lo cual le fue beneficioso en términos de EVA, pero le afectará en los próximos años debido a la futura inversión en capital. Ambas empresas deben concentrarse en

la utilización del capital, así como de la productividad laboral, para poder generar mayores ganancias en términos de valor.

4.8. Análisis del MVA y del RMVA

El MVA de las empresas se comporto de manera correlacionada con el EVA, es decir, de manera negativa durante todos los años en estudio de ambas empresas con excepción de MANPA en 1996 cuando esta compañía pudo lograr un MVA positivo, como consecuencia del aumento que presentó su precio de mercado dado el repunte de la Bolsa de Valores de Caracas a finales del año, debido a la Agenda Venezuela.

Podemos ver que cada bolívar que los accionistas entregaron a los directivos de la empresa durante estos años valen en el mercado menos de un bolívar, por lo cual podemos decir que la empresa ha destruido valor para sus accionistas.

Mientras que el RMVA de las empresas fue menor a la unidad, por lo que podemos decir que la rentabilidad del capital se encuentra por debajo de lo que deseaban ganar los accionistas, lo que significa que en el largo plazo existe una

destrucción de valor, lo que se compagina con los resultados obtenidos con el EVA y el MVA. La excepción ocurre igualmente con MANPA en el año 1996 cuando logra obtener un RMVA de 1,34 debido a que su valor de mercado es mayor al valor contable.

En Venezuela al igual que en Colombia surge la particularidad de que una gran parte de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas presentan valores contables superiores a su valor de mercado, por lo que sería necesario tomar esto en cuenta en el momento de analizar cualquier empresa.

**CONCLUSIONES Y
RECOMENDACIONES**

CONCLUSIONES y RECOMENDACIONES

En nuestro trabajo, el EVA nos permitió calcular la creación de valor y ver el funcionamiento de la gestión de la gerencia en MANPA y VENEPAL. Durante el período en estudio estas empresas destruyeron valor (el EVA fue negativo) preocupándose solamente por obtener beneficios contables, lo que significa que estas empresas no están tomando en cuenta a sus accionistas.

La estructura organizativa de estas empresas no se preocupan en pensar en términos de valor. Esto es típico en Venezuela ya que el objetivo de las gerencias es poder conseguir el máximo beneficio, es por esto que el EVA busca cambiar esta mentalidad a través de la remuneración de primas a los gerentes por la maximización del valor. Otra forma de hacer cambiar el pensamiento de los gerentes es que estos se vean como accionistas para que puedan valorar el capital y el riesgo de la empresa.

La globalización ha hecho que el sector empresarial enfoque sus objetivos a lo que se ha hecho llamar "valor agregado". Los inversores demandan a los gerentes de sus empresas que sean capaces de aportarles valor a través de la revalorización al alza de su inversión, creando riqueza. Sigue siendo cierto, por

tanto, que el objetivo último de la empresa entendido como la maximización de su valor para que los accionistas obtengan la recompensa esperada a su aportación de capital y estén dispuestos a seguir manteniendo su inversión.

La coyuntura económica, las tendencias internacionales así como el dinamismo económico interno del país, aunado a la incertidumbre política de los últimos dos años afectaron de manera significativa al sector papelerero. La industria papelerera a nivel mundial así como en Venezuela, se considera un sector maduro con alta competencia y de baja rentabilidad (la existencia del papel se remonta en China alrededor del año 105 de la era cristiana). Sin embargo, esta industria ha ido evolucionado lo cual le ha permitido mantener su competitividad en lo se refiere a satisfacer las necesidades del mercado interno, y la posibilidad de penetrar algunos mercados de exportación. MANPA y VENEPAL lograron crecer de una manera horizontal y vertical, incursionando de una manera decisiva en los mercados de exportación, así como en desarrollos forestales.

Los índices financieros tradicionales han sido la herramienta más común de análisis de las empresas. Sin embargo, hoy en día es necesario ver más allá de este análisis, dado que los instrumentos contables en algunos casos

presentan distorsiones sobre la creación de valor para el accionista. En nuestra investigación estos índices arrojaron resultados que mostraron a ambas empresas (MANPA y VENEPAL) con un funcionamiento bastante similar en sus principales indicadores de liquidez, apalancamiento y rentabilidad dada la situación económica del país. Por lo tanto con los resultados obtenidos era muy difícil considerar que VENEPAL pudiese presentar una crisis financiera como la que tuvo en 1998.

Dentro de las distorsiones más comunes que se presentan en el análisis de los indicadores financieros esta el ajuste por inflación. En Venezuela, la Federación de Colegios de Contadores Públicos formuló las normas para la elaboración de estados financieros ajustados por inflación, lo cual quedo establecido en la Declaración de Principios de Contabilidad N° 10. Empero se siguen presentando problemas ya que se tienden a sobrevaluar los activos fijos de las empresas situación que viola el principio contable del conservatismo y a distorsionar el valor final de la utilidad neta como ocurrió en MANPA en al año 1994 y en VENEPAL en los años 1994 y 1996. Mientras que en los estados históricos surge el problema de que al estar en un país altamente inflacionario los valores no pueden ser comparados en el tiempo.

La metodología del EVA nos indica de mejor manera que los indicadores financieros tradicionales, las dificultades por las que venían pasando ambas empresas y el sector en general, aunado a la baja rentabilidad y a que las empresas no han podido generar valor. Sería lógico considerar que algunas de las empresas, en especial VENEPAL, la cual tenía otro tipo de inconvenientes como el cambio de dueño y reestructuración de deuda, se esperaba que en cualquier momento esta pudiese dejar de ser rentable para sus accionistas.

Todo indicador no está exento de problemas y de sesgos que pueden distorsionar de algún modo su valor informativo, sobre todo en entornos inflacionarios. El cálculo del EVA en países como el nuestro genera ciertos inconvenientes dado que la obtención de la data no es sencilla, aunado a que el mercado bursátil venezolano no es líquido, por lo que fue necesario calcular una aproximación de la rentabilidad del capital basándonos en el mercado estadounidense (dado que es el sistema económico más importante del mundo).

El EVA de MANPA y VENEPAL fue negativo durante el período en estudio, lo que significa que ambas empresas han venido destruyendo valor a lo largo de estos últimos cinco años, en especial VENEPAL durante los tres primeros años en estudio presentó magnitudes con valores más negativos a los de MANPA.

Mientras que en los últimos dos años en los cuales VENEPAL se encontraba en crisis, ocurrió la particularidad de que pudo mejorar su EVA, como consecuencia de la disminución del capital de la empresa (esta es una de las recomendaciones para aumentar el EVA).

El otro concepto desarrollado por los creadores del EVA es el MVA, el cual dió resultados que demuestran la relación existente entre ambos métodos. El MVA solo fue diferente al EVA (en signo) en 1996 para MANPA, debido al aumento que presentó su precio de mercado como consecuencia de un crecimiento de la acción en la Bolsa de Valores de Caracas.

Sería recomendable para los accionistas e inversionistas observando los resultados obtenidos en este estudio, no invertir en estas empresas ya que las mismas no generan valor, porque sus rentabilidades no cubren el costo de capital. Por lo tanto sería preferible buscar otros horizontes de inversión.

Nuestra investigación nos da una visión de la aplicación de la metodología del EVA en Venezuela. Ahora bien, este estudio se aplicó al sector papelerero, lo que arrojó que las empresas de este sector destruyen valor para sus accionistas. Pero sería indicado extender este estudio a otros sectores, para observar si se

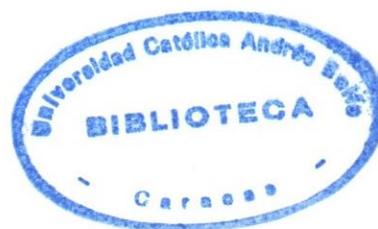
mantiene la tendencia de destrucción de valor por parte de las empresas venezolanas. Dada la novedad de este indicador dentro de nuestro mercado sería factible hacer una extensión de este estudio para corroborar la falta de visión del concepto de valor.

El EVA no es la panacea de la generación de riqueza en la empresa. Este último solo procede del desarrollo de estrategias de éxito, de respuesta a las necesidades del mercado y de adaptación a los cambios del entorno. El EVA, es simplemente un indicador cuantitativo que mide los cambios de valor. Pero lo que nunca debe olvidarse es que el éxito o fracaso de una organización se mide en último término en forma de creación de valor para el accionista. Por ello, el EVA como medida de valor, es un instrumento útil y complementario para aquellas compañías que quieran empezar a atender ese objetivo.

BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA

- Aliana, A. (1998). ¿Crea valor nuestra empresa?. Revista 18, Artículo 4, Asociación Española de Tesoreros de Empresa (ASSET) [Revista en línea]. Disponible: <http://www.asset.es/asset/revis184.htm> [Consulta: 1999, Febrero 04].
- Ball, R. (1994). The theory of stock market efficiency: Accomplishments and limitations. University of Rochester.
- Biddle, G., Bwen, R., Wallace, J. (1996). *Evidence on the relative and incremental information content of EVA, residual income, earnings and operating cash flow* [Documento en línea]. Disponible: <http://www.evanomics.com/refer.shtml> [Consulta: 1999, Febrero 05].
- Blair, A. (1997). EVA fever. Management Today, January, p. 42-45.
- Blair, A. (1997). Watching The New Metrics. Management Today, April, p. 48-50.
- Bolsa de Valores de Caracas. [Página Web en línea]. Disponible: <http://www.caracasstock.com> [Consulta: 1999, Septiembre 10].



- Brealey, R. & Myers, S. (1993). *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid: McGraw-Hill.
- Brealey, R. & Myers, S. (1998). *Fundamentos de Financiación Empresarial*. Madrid: McGraw-Hill.
- Christinat, D. (1996). All about EVA. CFO, October, p. 3.
- Dale, R & Yarwood, S. (1972). *Estados Financieros*. México: UTEHA.
- Dinero. (1998, Mayo 18). [Página Web en línea]. Disponible: <http://www.dinero.com> [Consulta: 1999, Septiembre 22].
- El Universal. (1998, Diciembre 20). [Página Web en línea]. Disponible: <http://www.eud.com/1998/12/20/20502AA.shtml> [Consulta: 1999, Enero 16].
- EVA BIBLIOGRAPHY. [Página Web en línea]. Disponible: <http://fbox.vt.edu:10021/J/jaldunci/biblio-alpha.html> [Consulta: 1999, Agosto 17].
- Faus, J. (1997). *Políticas y Decisiones de Financieras*. Navarra: Estudios y Ediciones IESE, S.L.
- Fernández, P. (1999) *Valoración de Empresas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

- García, A. (1998). Qué es y cómo se utiliza el "EVA". Bolsa de Valores de Madrid [Revista en línea]. Disponible: <http://www.bolsamadrid.com> [Consulta: 1999, Agosto 24].
- Geert, K. (1998). Local return factors and turnover in emerging stock markets. School of Management, Yale University, July.
- Godfrey, S. & Espinosa, R. (1996). Método práctico para calcular costo de capital para inversiones en mercados emergentes. Bank of America.
- Grant, J. (1996). Foundations of EVA for investment managers, The Journal of Portfolio Management [Revista en línea]. Disponible: <http://www.evanomics.com/refer.shtml> [Consulta: 1999, Febrero 05].
- Hamel, G. (1997). Duking it out over EVA. Fortune, August, p. 232.
- Ibbotson Associates. [Página Web en línea]. Disponible: <http://www.ibbotson.com> [Consulta: 1999, Septiembre 27].
- Jenkins, G. & Harberger A. (1993). *Análisis de costo-beneficio de las decisiones de inversión*. USA: Harvard Institute for International Development.
- Kroll, K. (1997). EVA and creating value. Industry Week, Vol 49, April.

- MANPA [Página Web en línea]. Disponible: <http://www.manpa.com.ve>
[Consulta: 1999, Julio 29].
- López-Barajas de la Puerta, A. (1998). Creación de valor para el accionista. Bolsa de Valores de Madrid [Revista en línea]. Disponible: <http://www.bolsamadrid.com> [Consulta: 1999, Agosto 24].
- Pablo, E. (1995). La Percepción del riesgo-país en Venezuela. Ediciones Suárez, J. (1995). Creación de Valor Económico para el Accionista. Nota técnica del IESA, Junio.
- Rappaport, A. (1986) *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York: The Free Press, A Division of Macmillan Publishers.
- Redondo, A. (1985). *Curso Práctico de Contabilidad General*. Caracas: Corporación Marca.
- Ross, S. Westerfield R., Jaffe J. (1995). *Finanzas Corporativas*. Madrid: IRWIN.
- Stewart, G. Bennet. (1993). EVA: Fact and Fantasy. *Journal of applied corporate finance*.

- Stewart, G. Bennet. (1990). *The Quest For Value: The EVA management guide*. New York: Harper Business.
- Van Horne, J. (1993). *Administración Financiera*. México: Prentice-Hall.
- Vélez, I. (1999). *Decisiones de Inversión*. Bogotá: Universidad Javeriana.
- VENEPA [Página Web en línea]. Disponible: <http://www.venepal.com>
[Consulta: 1999, Julio 26].

ANEXO #1

MANPA

Metodología utilizada por MANPA en sus estados financieros

El método utilizado para efectuar la reexpresión de los estados financieros hasta el 31 de diciembre de 1996 fue el NGP, indicado en la Declaración de Principios de Contabilidad No. 10 y sus actualizaciones, emitida por la Federación de Colegios de Contadores Públicos de Venezuela; este método consiste en sustituir la unidad de medida empleada por la contabilidad tradicional por una moneda constante, actualizada a la fecha de los estados financieros. Para fines de reexpresión se utilizó el "Índice de Precios al Consumidor" (IPC) para el área metropolitana de Caracas, publicado por el Banco Central de Venezuela.

En el año 1997, la compañía adoptó el método mixto para reexpresar sus estados financieros, considerando que este método permite reflejar los efectos de los valores corrientes de sus activos mostrando la situación financiera y resultado de operaciones, acorde con la naturaleza de su actividad económica. Este método consiste en sustituir los valores actualizados por el método del Nivel General de Precios (NGP), por los valores corrientes de los inventarios y propiedades, planta y equipo. La diferencia entre estos valores origina una

cuenta patrimonial denominada "Resultado por tenencia de activos no monetarios".

MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A. Y FILIALES

BALANCES GENERALES CONSOLIDADOS

A miles de Bs. constantes del 31 de diciembre de 1998

ACTIVO	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
Activo Circulante					
Efectivo	3.752.242	6.893.657	3.457.458	4.236.089	429.074
Inversiones Temporales	24.740.012	16.903.006	20.839.443	14.112.614	20.607.883
Efectos y cuentas por cobrar	32.566.613	49.501.238	34.870.127	32.995.160	22.702.687
Compañías afiliadas y relacionadas	581.211	56.091	31.344	705.811	3.086.704
Empleados	1.099.553	1.002.263	657.537	71.006	265.682
Deudores diversos	5.859.147	1.851.987	836.073	604.550	1.360.333
Anticipos a proveedores	1.762.062	1.000.073	2.765.492	3.486.232	1.149.739
Crédito fiscal I.S.V.	958.725	793.663	947.035	1.424.852	190.137
Inventarios	21.360.032	29.652.719	29.663.319	21.188.097	18.197.476
Gastos pagados por anticipado	682.020	1.123.937	1.404.359	454.499	361.429
Dividendos por cobrar	204.840	180.928	356.000	162.330	125.000
Otros cargos diferidos	8.518				
Total Activo Circulante	93.574.975	108.959.562	95.828.187	79.441.240	68.476.144
Cuentas por cobrar a L.P. compañías relacionadas	2.629	6.586			
Inversiones	3.898.907	3.866.112	11.282.838	11.096.854	7.512.844
Propiedades, planta y equipos neto	140.261.317	133.211.743	125.836.424	211.303.286	179.201.617
Costos de organización y desarrollo	20.909.686	21.915.572	23.955.804	24.996.924	25.448.070
Cargos e impuestos diferidos	725.970	1.436.683	4.629.451	906.509	1.643.856
Total Activo	259.373.483	269.396.257	261.532.703	327.744.813	282.282.531

MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A. Y FILIALES

BALANCES GENERALES CONSOLIDADOS

A miles de Bs. constantes del 31 de diciembre de 1998

PASIVO	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
Pasivo Circulante					
Sobregiro y obligaciones bancarias	14.654.578	24.441.023	8.063.224	7.138.881	7.684.406
Porción circulante de préstamos a LP	331.431	7.608.446	7.465.571	5.128.987	12.879.384
Obligaciones emitidas en circulación	995.750	5.816.120	4.572.998	6.386.986	1.567.050
Porción Circulante cuentas por pagar a compañías relacionadas	6.839				
Obligaciones bajo arrendamiento capitalizable	1.139.053			6.725.440	8.261.460
Documentos por pagar	35.307.343	25.349.843	19.648.404	22.925.940	17.266.755
Cuentas por pagar comerciales	20.535	4.028			729.900
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	156.879	252.434	1.906.061	2.799.968	2.383.425
Otras cuentas por pagar	13.434				
Dividendos por pagar	5.322.972	7.726.090	3.499.158	3.303.386	3.818.393
Gastos acumulados por pagar	66.044	745.475	1.885.305	524.414	119.204
Impuesto sobre la renta por pagar	6.060				
Impuesto sobre la renta diferido	147.570				
Otros créditos diferidos	12.234	20.712	211.622		
Porción circulante ingresos diferidos					
Total Pasivo Circulante	58.180.722	71.964.172	47.252.343	54.934.002	54.709.977
Préstamos a LP, neto de porción circulante	40.763.359	34.043.317	33.495.056	28.676.363	26.120.798
Cuentas por pagar compañías relacionadas LP	476.600	445.908	422.819	1.145.384	
Otras cuentas por pagar a L.P.	7.628.338	7.285.611	4.482.950	3.255.341	2.297.076
Apartado para prestaciones sociales	331.835	62.168	1.141.879	1.041.662	75.256
Otros pasivos y créditos diferidos	1.285.035	1.447.384	1.385.951	2.598.391	3.518.349
Intereses minoritarios					
Total Pasivo	108.665.890	115.248.560	88.180.997	91.651.143	86.721.456

MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A. Y FILIALES

BALANCES GENERALES CONSOLIDADOS

A miles de Bs. constantes del 31 de diciembre de 1998

PATRIMONIO	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
Capital social	5.447.503	7.646.698	22.940.094	22.940.094	22.940.094
Actualización del Capital Social	147.720.862	159.675.117	22.634.746	22.634.746	22.634.746
Prima en venta de acciones	8.636.163	541.873			
Saldo neto actualizado para uso único de futuros aumentos de capital			78.274.399	78.274.399	78.274.399
Exceso del valor neto en libros sobre el costo de acciones de filial	10.020.111	10.020.111	10.020.111		
Resultado acumulado por traducción de filial extranjera			100.527	90.757	134.796
Ganancias retenidas:					
Reserva Legal	17.699.229	19.299.970	20.034.162	12.930.436	13.019.072
Fondo de renovación	5.085.569				
Utilidades no distribuidas	(14.922.992)	(32.841.011)	19.347.667	35.143.523	21.140.744
Resultados por exposición de la inflación (REI)	(28.978.851)	(10.195.062)			
Resultado por tenencia de activos no monetarios				64.079.715	37.417.224
Total Patrimonio	150.707.593	154.147.697	173.351.706	236.093.670	195.561.075

MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A. Y FILIALES

ESTADO CONSOLIDADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS

A miles de Bs. constantes del 31 de diciembre de 1998

	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
Ventas Netas	157.523.929	203.484.605	172.840.061	150.773.029	110.477.114
Costo de ventas	131.868.066	156.201.807	126.788.530	110.074.017	88.636.603
Utilidad bruta	25.655.863	47.282.799	46.051.532	40.699.012	21.840.511
Gastos de ventas	7.608.617	12.768.300	18.199.076	15.312.354	15.483.260
Gastos generales y administrativos	15.944.029	12.778.600	9.798.678	7.362.344	7.722.970
Utilidad operativa	2.103.217	21.735.899	18.053.778	18.024.314	(1.365.719)
Ingreso (costo) integral de financiamiento:					
Intereses sobre colocaciones	4.857.047	1.903.824	1.692.264	2.190.153	2.324.228
Diferencia en cambio, neto	(8.702.980)	(10.557.246)	(10.275.420)	(599.863)	(1.302.399)
Intereses gastos	(9.394.674)	(14.831.784)	(13.263.323)	(7.243.170)	(14.734.766)
Ganancia monetaria	23.878.756	18.663.337	26.796.666	11.115.640	12.436.793
Total ing. (costo) integral de financiamiento	10.638.149	(4.821.869)	4.950.187	5.462.760	(1.276.144)
Otros ingresos (egresos):					
Dividendos	738.812	379.968	712.000	528.115	163.195
Resultado de dividendos en propiedades					7.266.772
Comisiones ganadas	1.863.521				
Ganancia (pérdida) en venta de acciones	42.584	(304.020)	5.668		196.428
Ganancia (pérdida) en venta de activos	(258.241)	(271.959)	920.312	49.004	(1.565.520)
Otros neto	(649.536)	(362.574)			
Otras contribuciones fiscales	1.737.140	(558.585)	1.637.979	577.119	6.060.875
Total otros ingresos (egresos)	14.478.507	16.355.445	24.641.944	24.064.193	3.419.012
Utilidad antes de impuesto	(225.870)	(485.442)	(1.807.549)	(1.604.679)	(166.187)
Provisión para impuesto sobre la renta		(1.140.670)	(927.031)		(48.017)
Prov. para impuesto sobre act. empresariales					
Utilidad antes de participación en los resultados de afiliadas no consolidadas	14.252.636	14.729.333	21.907.364	22.459.514	3.204.808
Participación en resultados de afiliadas no consolidadas	135.001	69.537	(89.951)	(273.988)	315.383
Utilidad antes de intereses minoritarios	14.387.637	14.798.870	21.817.414	22.185.526	3.520.191
Intereses minoritarios	83.000	(185.910)	(15.719)	(318.555)	(314.653)
Utilidad antes de partida extraordinaria	14.304.637	14.612.960	21.801.695	21.866.971	3.205.538
Partida extraordinaria - Beneficio impositivo por traslado de pérdidas fiscales de años anteriores					94.016
Utilidad Neta	14.304.637	14.612.960	21.801.695	21.866.971	3.299.554

MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A. Y FILIALES

INDICES FINANCIEROS

ÍNDICES DE LIQUIDEZ	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
Solvencia Corriente	1,61	1,51	2,03	1,45	1,25
Prueba Acida	1,24	1,10	1,40	1,06	0,92
Ratio de Garantia	2,39	2,34	2,97	3,58	3,26
Solvencia Total	0,86	0,95	1,09	0,87	0,79

ÍNDICES DE APALANCAMIENTO	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
Razón de Deuda/Activo Total	22%	27%	20%	14%	17%
Razón Deuda/Capital	37%	43%	43%	38%	39%
Deuda a Largo Plazo/Capital	27%	20%	27%	23%	21%
Razón de Cobertura de Intereses	0,12	0,86	0,77	2,30	-0,09
Ratio de Firmeza o Consistencia	2,78	3,08	3,07	5,75	5,60
Ratio de Endeudamiento Total (Leverage)	0,72	0,75	0,51	0,39	0,44
Ratio de Endeudamiento a L.P.	0,33	0,28	0,24	0,16	0,16
Ratio de Endeudamiento a C.P.	0,39	0,47	0,27	0,23	0,28

MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A. Y FILIALES

INDICES FINANCIEROS

ÍNDICES DE ACTIVIDAD	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
Periodo de Cuentas por Cobrar (Días)	74	88	73	79	74
Periodo de Cuentas por Pagar (Días)	96	58	56	75	70
Rotación de Inventarios (Días)	58	68	84	69	74
Rotación de Activos Fijos (Veces)	1,12	1,53	1,37	0,71	0,62
Rotación de Activo Total (Veces)	0,61	0,76	0,66	0,46	0,39

ÍNDICES DE RENTABILIDAD	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
Rentabilidad de los Recursos Propios (ROE)	10%	10%	13%	11%	2%
Rentabilidad del Activo Total (ROA)	1%	7%	6%	5%	-1%
Rentabilidad de la Inversión (ROI)	1%	13%	9%	8%	-1%
Gastos Operativos/Ventas	15%	13%	16%	15%	21%
Margen Bruto de Utilidad	19%	30%	36%	37%	25%
Margen de Utilidad Operativa	1%	11%	10%	12%	-1%
Margen Neto de Utilidad	9%	7%	13%	15%	3%
Costo de Venta/Ventas	84%	77%	73%	73%	80%
Tasa de Retorno de Capital Accionario	9%	9%	48%	48%	7%
EBITDA (Expresado en miles de Bs. del 31/12/98)	10.621.760	35.853.854	32.983.388	28.388.714	7.228.496
EBITDA / Ventas	7%	18%	19%	19%	7%
EBITDA / Patrimonio	0,07	0,23	0,19	0,12	0,04

MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A. Y FILIALES

A miles de Bs. constantes del 31 de diciembre de 1998

	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
Intereses Totales	18.097.653,83	25.389.030,00	23.538.743,14	7.843.033,00	16.037.165,00
Deuda Total	56.745.118,20	71.908.906,36	53.596.848,42	47.331.217,00	48.251.638,00
Rd	31,89%	35,31%	43,92%	16,57%	33,24%

**MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A. Y FILIALES
EVA, MVA Y RMVA**

A miles de Bs. constantes del 31 de diciembre de 1998

	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
NOPAT	1.877.347,2200	20.109.786,7400	15.319.197,9800	16.419.635,0000	(1.579.923,0000)
Deuda Total	56.745.118,2000	71.908.906,3600	53.596.848,4200	47.331.217,0000	48.251.638,0000
Rd	31,8929%	35,3072%	43,9181%	16,5705%	33,2365%
Total Patrimonio	150.707.593,2400	154.147.697,4000	173.351.706,2200	236.093.670,0000	195.561.075,0000
Tasa a Plazo USA	4,6300%	5,9200%	5,3900%	5,6300%	5,4700%
Tasa a Plazo VZLA	38,9800%	24,7900%	26,8500%	14,6200%	38,0200%
BETA (Unidades)	0,8700	0,8700	0,8700	0,8700	0,8700
Rm	12,5000%	12,5000%	12,5000%	12,5000%	12,5000%
Rf	7,8700%	5,9500%	6,6400%	5,9300%	5,0800%
Yield Stripped	14,9480%	15,3830%	15,9210%	16,5460%	17,2760%
Rp	7,0780%	9,4330%	9,2810%	10,6160%	12,1960%
Rc	39,0598%	21,5711%	24,6425%	10,4055%	38,1858%
WACC	37,0994%	25,9406%	29,1947%	11,4351%	37,2063%
EVA	(75.086.422,2411)	(38.530.553,4523)	(50.937.722,2094)	(15.990.158,7160)	(92.293.662,7725)

	31/12/94	31/12/95	31/12/96	31/12/97	31/12/98
# de Acciones en Circulación en miles		764.669,00000	1.147.004,00000	2.294.009,00000	2.294.009,00000
Valor Mercado		68,00000	146,00000	60,00000	28,13000
Valor Contable		155,30000	108,31000	80,80000	85,25000
MVA		(66.755.603,7000)	43.230.580,7600	(47.715.387,2000)	(131.033.794,0800)
RMVA		0,4379	1,3480	0,7426	0,3300

Nota: En el año 1994 MANPA no cotizaba en la Bolsa de Valores de Caracas, por lo tanto no hizo el cálculo del MVA.

ANEXO #2

VENEPA

Metodología utilizada por VENEPAL en sus estados financieros

El método utilizado para efectuar la reexpresión de los estados financieros hasta el 31 de octubre de 1996 fue el método del Nivel General de Precios (NGP), indicado en la Declaración de Principios de Contabilidad No. 10 y sus actualizaciones, emitida por la Federación de Colegios de Contadores Públicos de Venezuela.

Por decisión de la Junta Directiva de la Compañía, a partir de noviembre de 1996, se adoptó el método mixto para la valoración de las existencias y del activo fijo, en sustitución del método NGP el método mixto consiste en actualizar todos los componentes de los estados financieros en función de los cambios del IPC del área metropolitana de Caracas y, posteriormente, sustituir el costo actualizado de los inventarios y del activo fijo por los valores corrientes. Los valores corrientes pueden diferir de los costos actualizados por NGP, ya que los primeros representan precios específicos y los segundos se calculan con base en el IPC.

La cuenta patrimonial resultado por tenencia de activos no monetarios está conformada por el ajuste del activo fijo y existencias a costos corrientes y

por el ajuste del costo de ventas y del gasto por depreciación a costos corrientes.

C.A. VENEZOLANA DE PULPA Y PAPEL (VENEPAL) S.A.C.A. Y FILIALES

BALANCES GENERALES CONSOLIDADOS

A miles de Bs. constantes del 31 de octubre de 1998

ACTIVO	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
Activo Circulante					
Efectivo	3.759.576	4.359.070	2.562.892	2.343.875	3.921.693
Depósitos a plazo	11.228.922	17.524.570	3.709.757	6.579.772	345.683
Efectos y cuentas por cobrar	50.945.176	35.197.732	25.946.364	24.604.167	24.392.176
Existencias	33.129.212	51.311.892	50.981.592	33.104.247	22.497.608
Gastos pagados por anticipado	1.517.310	1.968.462	1.932.056	1.622.138	1.568.869
Inversiones en proceso de realización		8.952.540	9.884.292	8.112.013	4.810.960
Otros activos a corto plazo					4.578.328
Total Activo Circulante	100.580.195	119.314.266	95.016.953	76.366.212	62.115.317
Efectos y cuentas por cobrar L.P.	2.125.635	3.817.362	1.542.593		
Inversiones:					
Afiliadas	14.403.517	8.571.511	11.582.275	15.493.583	7.988.056
Otras	5.889.341	4.398.853	5.746.682	5.455.508	356.615
Activo Fijo Neto	185.254.352	172.203.074	162.985.139	143.044.023	110.119.021
Cargos diferidos	1.962.379	1.498.666	1.527.313	2.670.318	387.383
Gastos preoperacionales		1.657.210	2.935.458		
Otros activos	3.322.383	3.573.694	2.693.785	928.853	1.077.937
Total Activo	313.537.801	315.034.636	284.030.197	243.958.497	182.044.329

C.A. VENEZOLANA DE PULPA Y PAPEL (VENEPA) S.A.C.A. Y FILIALES

BALANCES GENERALES CONSOLIDADOS

A miles de Bs. constantes del 31 de octubre de 1998

PASIVO	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
Pasivo Circulante					
Pagarés y porción circulante de préstamos a L.P.	11.283.164	37.537.521	12.453.735	10.130.403	39.300.015
Bonos y papeles comerciales por pagar	22.923.077	13.281.958	11.652.505	10.943.323	3.000.000
Cuentas y efectos por pagar a proveedores nacionales	4.135.798	5.384.379	5.835.345	8.523.911	9.042.038
Cuentas y efectos por pagar a proveedores del exterior	28.000.342	22.002.922	11.386.674	12.600.468	11.032.472
Cuentas por pagar instituciones financieras		982.154			1.334.800
Cuentas por pagar accionistas	4.927.654	4.654.672	3.306.483	3.735.483	4.019.926
Beneficios al personal				816.553	216.373
Porción Circulante de acumulación indemnizaciones laborales					
Dividendos por pagar	787.497	438.875		537.323	627.707
Intereses y otros gastos acumulados	7.027.980	17.482.774	409.325	8.279.486	8.432.072
Impuestos, neto de anticipos	9.027	793.247	4.850.654	778.751	1.731.251
Total Pasivo Circulante	79.094.540	102.558.502	49.894.721	56.345.701	78.736.654
Prestamos a largo plazo	9.244.016	4.152.410	16.600.431	18.940.743	6.913.402
Bonos y papeles comerciales por pagar L.P.	54.640.217	26.425.972	12.769.153	6.354.782	9.945.163
Acum. para indemnizaciones laborales, neta de anticipos	10.090.228	10.545.047	7.619.089	6.324.945	5.689.640
Efectos e intereses por pagar a largo plazo		4.226.381	350.749	180.115	132.071
Otros Pasivos	1.058.569	704.610	2.516.444	701.073	76.784
Intereses minoritarios en filiales				2.407.722	2.718.235
Total Pasivo	154.127.569	148.612.922	89.750.587	91.255.081	104.211.949

C.A. VENEZOLANA DE PULPA Y PAPEL (VENEPAL) S.A.C.A. Y FILIALES

BALANCES GENERALES CONSOLIDADOS

A miles de Bs. constantes del 31 de octubre de 1998

PATRIMONIO	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
Capital Social	11.117.000	11.117.000	14.117.000	52.100.084	54.705.000
Actualización del Capital Social	179.964.361	148.003.585	152.599.524	131.131.752	131.301.394
Exceso del valor según libros sobre el costo de inversión en filiales				3.228.469	6.418.606
Reserva Legal	4.915.347	6.418.606	6.418.606	6.418.606	6.418.606
Resultado por tenencia de activos no monetarios				(63.391.605)	(102.244.000)
Superavit pagado por accionistas				1.416.155	1.997.380
Ajuste acumulación por traducción				1.022.649	(641.000)
Superávit	44.225.062	882.524	21.144.480	20.777.305	(13.705.000)
Resultados por exposición de la inflación (REI)	(80.811.538)				
Total Patrimonio	159.410.232	166.421.714	194.279.610	152.703.416	77.832.380

C.A. VENEZOLANA DE PULPA Y PAPEL (VENEPAL) S.A.C.A. Y FILIALES
ESTADO CONSOLIDADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS

A miles de Bs. constantes del 31 de octubre de 1998

	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
Ventas netas	142.583.788	187.876.091	167.022.107	133.920.975	108.499.921
Costo de ventas	125.758.444	150.087.156	140.662.290	93.425.926	93.104.460
Utilidad bruta	16.825.344	37.788.935	26.359.817	40.495.049	15.395.461
Gastos de ventas	6.091.256	6.713.552	7.716.826	10.443.019	10.917.434
Gastos generales y de administración	15.775.067	16.593.116	12.222.099	14.345.513	12.448.027
Utilidad en operaciones	(5.040.980)	14.482.266	6.420.892	15.706.517	(7.970.000)
Costo integral de financiamiento:					
Intereses, neto	(19.889.294)	(23.345.485)	(21.597.517)	(9.582.374)	(19.328.622)
Diferencia en cambio, neto	(34.696.217)	(9.490.773)	(16.551.748)	(2.037.109)	(6.152.475)
Ganancia por posición monetaria	54.909.154	28.067.078	51.590.699	13.606.673	17.639.014
Total costo integral de financiamiento	323.643	(4.769.181)	13.441.435	1.987.190	(7.842.083)
Otros ingresos (egresos), neto	5.809.860	(257.498)	1.846.994	(4.047.120)	(9.996.194)
Participación patrimonial en resultados de afiliadas	270.828	912.251	1.341.820	(1.309.352)	(3.443.537)
Apartado estatutario	(41.084)	(294.585)	19.570	(353.815)	488.539
Participación de intereses minoritarios		(27.384)			
Utilidad antes de impuestos y partida extraordinaria	1.322.268	10.045.870	23.070.711	11.983.420	(28.763.275)
Impuestos, neto de beneficios	(19.174)	(589.779)	(1.069.791)	(778.750)	(1.225.129)
Utilidad Neta	1.303.094	9.456.091	22.000.919	11.204.670	(29.988.404)

**C.A. VENEZOLANA DE PULPA Y PAPEL (VENEPAL) S.A.C.A. Y FILIALES
INDICES FINANCIEROS**

ÍNDICES DE LIQUIDEZ	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
Solvencia Corriente	1,27	1,16	1,90	1,36	0,79
Prueba Acida	0,85	0,66	0,88	0,77	0,50
Ratio de Garantia	2,03	2,12	3,16	2,67	1,75
Solvencia Total	0,65	0,80	1,06	0,84	0,60

ÍNDICES DE APALANCAMIENTO	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
Razón de Deuda/Activo Total	31%	26%	19%	19%	32%
Razón Deuda/Capital	51%	51%	32%	25%	32%
Deuda a Largo Plazo/Capital	33%	19%	18%	14%	9%
Razón de Cobertura de Intereses	-0,09	0,44	0,17	1,35	-0,31
Ratio de Firmeza o Consistencia	2,47	3,74	4,09	4,10	4,32
Ratio de Endeudamiento Total (Leverage)	0,97	0,89	0,46	0,60	1,34
Ratio de Endeudamiento a L.P.	0,47	0,28	0,21	0,23	0,33
Ratio de Endeudamiento a C.P.	0,50	0,62	0,26	0,37	1,01

C.A. VENEZOLANA DE PULPA Y PAPEL (VENEPAL) S.A.C.A. Y FILIALES

INDICES FINANCIEROS

ÍNDICES DE ACTIVIDAD	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
Periodo de Cuentas por Cobrar (Días)	129	67	56	66	81
Periodo de Cuentas por Pagar (Días)	92	66	44	81	83
Rotación de Inventarios (Días)	95	123	130	128	87
Rotación de Activos Fijos (Veces)	0,77	1,09	1,02	0,94	0,99
Rotación de Activo Total (Veces)	0,45	0,60	0,59	0,55	0,60

ÍNDICES DE RENTABILIDAD	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
Rentabilidad de los Recursos Propios (ROE)	1%	6%	12%	6%	-26%
Rentabilidad del Activo Total (ROA)	-2%	4%	2%	6%	-5%
Rentabilidad de la Inversión (ROI)	-3%	9%	3%	9%	-8%
Gastos Operativos/Ventas	15%	12%	12%	19%	22%
Margen Bruto de Utilidad	12%	20%	16%	30%	14%
Margen de Utilidad Operativa	-4%	8%	4%	12%	-7%
Margen Neto de Utilidad	1%	5%	13%	8%	-28%
Costo de Venta/Ventas	88%	80%	84%	70%	86%
Tasa de Retorno de Capital Accionario	1%	6%	13%	6%	-16%
EBITDA (Expresado en miles de Bs. del 31/10/98)	7.947.940	28.886.796	20.513.381	22.949.197	2.790.000
EBITDA / Ventas	6%	15%	12%	17%	3%
EBITDA / Patrimonio	0,05	0,17	0,11	0,15	0,04

C.A. VENEZOLANA DE PULPA Y PAPEL (VENEPA) S.A.C.A. Y FILIALES

A miles de Bs. constantes del 31 de octubre de 1998

	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
Intereses Totales	54.585.511	32.836.258	38.149.265	11.619.483	25.481.097
Deuda Total	98.090.474	81.397.861	53.475.824	46.369.251	59.158.580
Rd	55,65%	40,34%	71,34%	25,06%	43,07%

C.A. VENEZOLANA DE PULPA Y PAPEL (VENEPA) S.A.C.A. Y FILIALES

EVA, MVA Y RMVA

A miles de Bs. constantes del 31 de octubre de 1998

	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
NOPAT	(5.060.154,0300)	13.892.487,1200	5.351.100,4800	14.927.767,0000	(9.195.129,0000)
Deuda Total	98.090.473,6500	81.397.861,2500	53.475.824,1600	46.369.251,0000	59.158.580,0000
Rd	55,6481%	40,3404%	71,3393%	25,0586%	43,0725%
Total Patrimonio	159.410.232,2460	166.421.713,7480	194.279.610,0000	152.703.415,8000	77.832.380,0000
Tasa a Plazo USA	4,6300%	5,9200%	5,3900%	5,6300%	5,4700%
Tasa a Plazo VZLA	38,9800%	24,7900%	26,8500%	14,6200%	38,0200%
BETA (Unidades)	0,8700	0,8700	0,8700	0,8700	0,8700
Rm	12,5000%	12,5000%	12,5000%	12,5000%	12,5000%
Rf	7,8700%	5,9500%	6,6400%	5,9300%	5,0800%
Yield Stripped	14,9480%	15,3830%	15,9210%	16,5460%	17,2760%
Rp	7,0780%	9,4330%	9,2810%	10,6160%	12,1960%
Rc	39,0598%	21,5711%	24,6425%	10,4055%	38,1858%
WACC	45,3789%	27,7360%	34,7216%	13,8186%	40,2961%
EVA	(121.911.015,8390)	(54.842.718,1883)	(80.673.497,7472)	(12.581.291,8470)	(64.397.148,4524)

	31/10/94	31/10/95	31/10/96	31/10/97	31/10/98
# de Acciones en Circulación en Valor Mercado		111170,0000	141170,0000	521000,0000	547050,0000
Valor Contable		145,0000	460,0000	98,7500	50,3900
		1131,0100	1037,2000	220,9700	142,2700
MVA		(109.614.731,7000)	(81.483.324,0000)	(63.676.620,0000)	(50.262.954,0000)

RMVA		0,1282	0,4435	0,4469	0,3542
-------------	--	---------------	---------------	---------------	---------------

Nota: No se hizo el cálculo del MVA en el año 1994 por fines comparativos.

ANEXO #3

BONOS

BONOS

Bonos Brady Par A

Venezuela

Años	Yield Stripped
1994	14,9480%
1995	15,3830%
1996	15,9210%
1997	16,5460%
1998	17,2760%

Bonos del Tesoro a 30 años

Estados Unidos

Años	Yield
1994	7,8700%
1995	5,9500%
1996	6,6400%
1997	5,9300%
1998	5,0800%

Fuente:

Bloombergs

ANEXO #4

TASAS

TASAS NOMINALES PASIVAS A PLAZO

Tasa nominal pasiva a plazo de 90 días de Venezuela

Años	Tasa
1994	38,9800%
1995	24,7900%
1996	26,8500%
1997	14,6200%
1998	38,0200%

Tasa nominal pasiva a plazo de 90 días de Estados Unidos

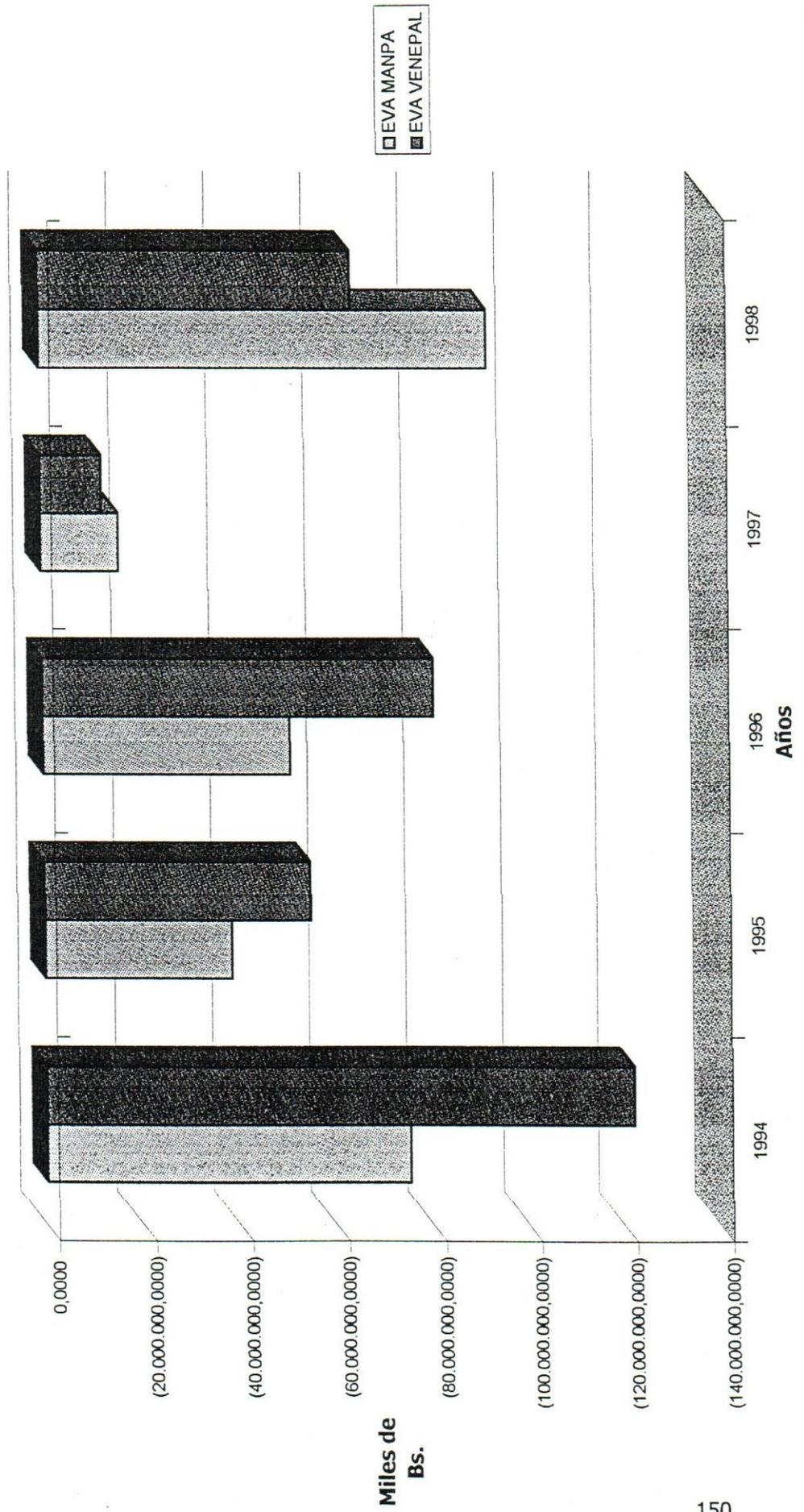
Años	Tasa
1994	4,6300%
1995	5,9200%
1996	5,3900%
1997	5,6300%
1998	5,4700%

FUENTES: Federal Reserve USA
Banco Central de Venezuela

ANEXO #5

GRÁFICOS

EVA



NOPAT

