

AAP 3320

TESIS  
E2001  
A435  
U.2

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



**CREACIÓN DE VALOR Y LA DIVERSIFICACIÓN  
CORPORATIVA EN VENEZUELA**  
**CASO EMPRESAS H.L. BOULTON, S.A.C.A.**

**TUTORA: MARIA INÉS FERNANDEZ.**

**AUTORES: GERARDO ANDRADE.**

**ALBERTO CASALE.**

*Caracas, Octubre del 2001*

*“Sería una lástima desperdiciar los beneficios pecuniarios de nuestra empresa, pero me conformaría con tener lo suficiente como para vivir decentemente y educar a mis hijos, debido a que la salud es de mayor importancia que la acumulación pecuniaria a expensas de ella, y podría agregarle el de otros disfrutes de la vida. Después de todo ¿Qué significa nuestra existencia en este país? Estamos llevando una vida animal y vegetativa, nada racional, contraria a lo que es el destino del hombre en este mundo de progreso y de deleite. Aquí estamos absorbidos en la rutina del negocio, día y noche. El dinero es lo único que nos preocupa y su acumulación está destruyendo nuestra salud, con la sola esperanza de que algún día podamos disfrutar de él. ¿Cuántas veces repetimos que tan sólo faltan algunos años más, pero cuantos más, para lograr nuestros deseos?. Retirarnos acaso con un mayor beneficio, pero con una salud tan dañada o absolutamente arruinada que nuestro retiro en vez de ser un placer va a volverse una ruina. (...) Yo soy de los que nunca he mirado el dinero o su acumulación simplemente por el placer de hacerlo; tan solo deseo poder ayudar confortablemente a mi familia y hacer un poco de bien a los que por naturaleza tienen derecho a exigírmelo.”*

**John Boulton Townley (1805-1875).**  
Extracto de una carta dirigida a su socio John Dallett,  
Escrita en el Puerto de La Guaira en 1839.

## INTRODUCCIÓN

Para vivir hay que valorar.  
Frederick Nietzsche

Por empresas diversificadas entendemos a aquellas empresas que reúnen dentro de sus operaciones a varios y disímiles segmentos de negocios. Lamont y Polk (1999) las definen como: "...aquellas empresas que desarrollan sus operaciones en al menos dos segmentos distintos"; esto, en contraposición con la concepción que de empresas especializadas estos autores mantienen, según la cual, las empresas especializadas "...son las que actúan en un solo segmento de negocios". De la misma forma, Lang y Stulz (1993) entienden por empresas altamente diversificadas, a aquellas que tienen ventas en cinco o más segmentos distintos.

Siguiendo a Lang y Stulz (1993), la visión que se tenía de las empresas diversificadas ha cambiado mucho con el paso del tiempo. Es así como durante la década de los sesenta y los setenta, la visión que se tenía de estas era la de negocios altamente eficientes. A diferencia de esto, desde los ochenta y hasta nuestros días, la imagen que se conserva de estos grandes conglomerados es una visión diametralmente opuesta, de alta ineficiencia y elevada estructura de costos. Un ejemplo de esto lo encontramos en el estudio del caso de Sears, Roebuck & Co desarrollado por Gillian, Kensinger y Martín (1999). Sears, Roebuck & Co -cuya actividad medular es la venta al detal- realizó en 1981 la compra de Coldwell, Banker & Co. y de Dean Witter, Reynolds

Inc., creando de esa forma –y en conjunción con su división aseguradora Allstate- la empresa más grande de servicios financieros en Estados Unidos. La razón que motivó a Sears, Roebuck & Co. a realizar dichas compras en negocios no relacionados, fue el pobre desempeño observado en sus operaciones medulares, y en específico, las pocas perspectivas de mejora. Sin embargo, y a pesar de una reacción favorable de la percepción del mercado en primera instancia, el pobre desempeño de la empresa se deterioró más rápidamente con el paso del tiempo, hasta el punto de realizar en 1992 un proceso de concentración de operaciones, al desinvertir Sears, Roebuck & Co. en dichos negocios financieros<sup>1</sup> no medulares.

En Venezuela, igualmente podemos encontrar varios ejemplos de empresas diversificadas. El proceso de formación de estos grandes conglomerados fue en parte similar al ejemplo de Sears, Roebuck & Co., aunque se vio fuertemente influenciado por otras características propias de la realidad económica venezolana, como por ejemplo, la política económica que se aplicaba en el país en la década de los sesenta y setenta. Dicha política buscaba el desarrollo económico de la nación a través de la creación y fortalecimiento de una industria doméstica, la cual se pretendía realizar a través de políticas comerciales proteccionistas -basadas principalmente en controles arancelarios- con la intención de lograr la sustitución de importaciones. De esa forma, podemos observar como se fueron desarrollando alrededor de ciertas empresas ya establecidas – como el Grupo Mendoza, la Organización Diego Cisneros, Corimon, H.L. Boulton, entre

---

<sup>1</sup> Gillian, Stuart; Kensinger, John y John Martin. “Value Creation and Corporate Diversification: the Case

otras- una serie de conglomerados industriales, los cuales fueron creciendo e incrementando sus operaciones generalmente en áreas de negocios muy dispersas. El desarrollo de estos conglomerados industriales se vio además fuertemente favorecido por las distorsiones de mercado que creaban dichas políticas, entre las cuales se encuentra el desarrollo de mercados cautivos, poca o nula competencia, fuerte lobby político, elevado gasto público, etc. Existe una amplia variedad de ejemplos, entre los cuales podemos notar el caso de Corimon, empresa que comenzó como un negocio dedicado a la rama de pinturas, para posteriormente ir extendiendo sus líneas de negocio a actividades no relacionadas con su negocio inicial, lo cual fue repercutiendo de manera negativa en el valor y desempeño de la empresa. Otro caso similar al mencionado anteriormente es el de la Organización Diego Cisneros, fundada en 1929 como una empresa de transporte, para posteriormente desarrollarse en otras áreas de negocios como las bebidas gaseosas (Pepsi-Cola) y helados (Tío Rico), hasta recibir a finales de la década de los 50 y principios de la década de los 60 –gracias a políticas gubernamentales- la concesión para la explotación de un canal de televisión comercial (Venevisión). Este último sector, el de las telecomunicaciones, paso a convertirse con el tiempo en la actividad principal del grupo, el cual llegó a agrupar -además de las empresas antes nombradas-, inversiones en negocios tan heterogéneos como la importación, materiales plásticos, otras bebidas, Cadenas de Supermercados, Cadenas de Tiendas al menor, Red de Restaurantes de comida rápida, entre otros; llegando inclusive ha internacionalizar sus operaciones hasta convertir a la Organización Diego Cisneros en

---

of Sears, Roebuck and Co.”. *Journal of Financial Economics*. Octubre, 1999.

uno de los grupos empresariales más importantes de América. A pesar de ello, a inicios de la década de los 90 el grupo fue concentrando sus actividades operativas hacia el sector de las telecomunicaciones, específicamente hacia el área de la transmisión, producción y comercialización de programas televisivos; separándose de aquellos segmentos de negocios –muchos de ellos representativos, históricos y emblemáticos en la historia de la Organización- que no estaban vinculados con esa área.

Los motivos por los cuales una empresa decide diversificar sus operaciones son varios. Según Bannock, Baxter y Rees (1995), algunas de las razones pueden estar dadas por:

*“1) El deseo de repartir el riesgo o compensar por fluctuaciones estacionales o cíclicas de la demanda; 2) Debido a la existencia de administración o capacidad instalada ociosa; 3) El deseo de expandirse de manera más rápida y obtener más ganancias de las que es posible en los mercados existentes, los cuales pueden estar declinando o hay expectativas de que declinen; 4) La decisión de explotar una innovación o el resultado de una investigación; 5) Como resultado de alguna oportunidad específica, la cual puede parecer demasiado buena para perderla, aunque no hubiera estado en los planes previos”.*<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Bannock, G.; Baxter R. y Ray Ress. “Diccionario de Economía”. Editorial Trillas, México, 1995 pág. 140

Sin embargo, los beneficios reales que pueda obtener una empresa al diversificarse no son claros. En ese sentido, Blasko, Netter y Sinkey (2000) comentan:

*“Las fusiones –y entendiendo por ellas a una forma común de diversificación- son engañosas; los beneficios y los costos de los acuerdos propuestos no son siempre obvios. En el trabajo de Modigliani-Miller, si las fusiones crean valor, ellas lo hacen a través de cambios en las estructuras impositivas, o de cambios en los costos contractuales o en los incentivos de inversión. Si el tamaño, temporalidad y riesgo implícito de combinar los futuros flujos de caja de las empresas fusionadas exceden los flujos de caja de las firmas separadas (sinergia) la fusión tendrá un valor presente neto positivo”<sup>3</sup>.*

Por sinergia, y siguiendo la definición que al respecto nos ofrecen Ross, Westerfield y Jaffe (1995), entendemos a la diferencia entre la valoración de la empresa y la sumatoria del valor de cada una de sus unidades de negocios. Es decir, la sinergia es el valor actual de los Flujos de Caja incrementales.

Como podemos observar, en la posibilidad de desarrollar sinergia entre las distintas unidades de negocio se encuentra el origen de la creación de valor para las empresas diversificadas. Por sinergia, entenderemos entonces a los distintos beneficios que se puedan generarse entre dos o más empresas al unirse. Es decir, si agregamos dos

empresas idénticas, es lógico que se dupliquen sus ventas, sus costos o sus utilidades, entre otros indicadores. Sin embargo –y si se logran desarrollar sinergia entre ellas- es de esperarse que algunos indicadores, como por ejemplo las ventas, la utilidad o los costos, crezcan o decrezcan –según sea el caso- de una manera más que proporcional, debido al beneficio que podría generarse a través -por ejemplo- de las economías de escala o de la especialización del trabajo. En ese sentido, resultan ilustrativas las palabras de Bannock, Baxter y Rees (1995), para los cuales:

*“...la sinergia consiste en la diferencia entre el resultado real y la simple suma aritmética, cuando es mayor más que de manera proporcional el primero a la segunda (estamos en presencia de sinergia)”.*<sup>4</sup>

Radica entonces en el desarrollo de sinergia la creación de valor dentro de una empresa diversificada. Por lo tanto, podemos suponer que ante la ausencia de esta, la diversificación no generará ningún tipo de valor agregado a la empresa. En ese sentido, Lang y Stulz (1993) nos dicen que si el valor de portafolio de empresas independientes es la simple suma de los valores de dichas empresas –por lo que no se estaría generando sinergia- no debería de añadirse ningún tipo de valor al unir las en un conglomerado.

---

<sup>3</sup> Blasko, Netter y Sinkey. “Value Creation and challenges of an international transaction: The DaimlerChrysler merger”. *International Review of Financial Analysis*, 2000.

<sup>4</sup> Bannock, Baxter y Rees. “Diccionario de Economía”. Editorial Trillas. México, 1995. El texto entre paréntesis es nuestro.

Planteado este escenario, el propósito central de esta investigación será el de intentar establecer cual es la relación entre existente entre la diversificación y la creación de valor en la empresa, estudiando para ello el caso empírico de un grupo empresarial diversificado, como corresponde al grupo empresarial H.L. Boulton & Co. Actualmente, dicho grupo se encuentra realizando un proceso de reconcentración de sus actividades hacia sus operaciones medulares<sup>5</sup>, deshaciéndose de esa forma de algunas actividades e inversiones no medulares otrora consideradas insignias del Grupo. De esa forma, durante el período fiscal terminado el 30 de Junio del 2000, la empresa decidió poner en venta su participación patrimonial en Aerovías Venezolanas, S.A. (AVENSA) y Terminales Maracaibo, dos empresas pertenecientes al grupo de inversiones patrimoniales estratégicas del grupo.

Es así como nos formulamos la pregunta central que justifica esta investigación, la cual es *determinar el efecto que genera sobre el valor del grupo empresarial H.L. Boulton la tenencia de negocios e inversiones patrimoniales no relacionadas con su actividad medular*. Para ello, llevaremos a cabo un análisis exhaustivo sobre aquellas implicaciones que le origina al grupo la venta de dichas empresas. De esa forma, esto nos permitirá evaluar la pertinencia y el efecto que sobre el valor de H.L. Boulton & Co. genera la tenencia de dichas inversiones patrimoniales no medulares, lo que nos

---

<sup>5</sup> H.L. Boulton, cuyas operaciones principales se desarrollan ligadas a la agencia aduanal, almacenaje, transporte y servicios marítimos y navieros, además, tiene o ha tenido presencia en otros sectores industriales tan disímiles como Transporte aéreo (tanto de carga como de pasajeros), Distribución y Representación comercial, servicios petroleros e industriales en general, alimentos, servicios financieros, producción y distribución agrícola, servicios informáticos, empresas de turismo, industria de la

permitiría el intentar establecer una estrategia para la inversión patrimonial más importante del grupo, que corresponde a Corporación Industrial Carabobo.

Para ello, se ha decidido trabajar en base a tres hipótesis centrales, a saber:

### *Hipótesis General*

La diversificación de actividades como estrategia empresarial, le resta valor a la empresa diversificada; esto debido a que el resultado de combinar el valor actual de los flujos de caja de las actividades medulares con el valor actual de los flujos de caja de las actividades no medulares, no le genera valor alguno a la empresa.

Por ese motivo, la tenencia de negocios e inversiones no relacionadas con las operaciones medulares, le resta valor al grupo empresarial H.L. Boulton

### *Hipótesis Específicas*

#### Hipótesis Específica #1:

La venta de la participación patrimonial que mantiene H.L. Boulton en las empresas Aerovías de Venezuela (Avensa) y Terminales Maracaibo, tomando en

---

construcción, fábricas de cemento, Empresas de Seguros y Re-aseguros, Cerámicas y refractarios, entre otros. Acerca de la estructura organizativa del grupo ahondaremos con mayor detenimiento más adelante.

cuenta el entorno macroeconómico actual, redundará en una ganancia de valor para la empresa.

Hipótesis Específica #2:

La venta de cualquier otra inversión no medular redundará en un aumento de valor para la empresa H.L. Boulton; por lo que la venta de la participación patrimonial que mantiene sobre la Corporación Industrial Carabobo (C.I.Carabobo), tomando en cuenta el entorno macroeconómico actual, será una fuente de creación de valor para el grupo empresarial H.L. Boulton.

***Objetivos***

*Objetivo General*

Establecer la relación entre el valor de la empresa y la diversificación de sus actividades en medulares e inversiones no medulares.

*Objetivos Específicos*

- Determinar la estructura y las unidades de negocio que integran la empresa objeto del estudio.

- Estudiar la evolución económica histórica de cada empresa filial.
- Analizar los Estados Financieros de cada empresa filial.
- Proyectar el flujo de caja de cada empresa filial, tomando en cuenta para ello la evolución de las variables macroeconómicas del entorno en las que estas operan.
- Calcular la tasa mínima requerida de rendimiento asociada a cada empresa filial.
- Valorar en términos actuales a la empresa y a cada unidad de negocio por separado. Realizar comparaciones con el valor generado por las acciones que posea el conglomerado, así como con el valor patrimonial de las empresas. Determinar la existencia de sinergia entre las distintas empresas filiales de la empresa.
- Comparar el valor actual agregado de las unidades de negocio con el valor actual de la empresa usando para ello distintos escenarios de valoración.

### ***Justificación De La Investigación***

Los motivos que justifican la elección del presente tema de investigación, radican en la problemática y polémica que implica el tema propuesto, debido a la falta de consenso entre los diversos autores acerca del beneficio que la diversificación pudiese generar a la empresa y sus accionistas.

Entre los aportes que espera generar esta investigación –aparte de los claramente cognoscitivos- podemos argumentar que esta es una de las pocas investigaciones realizadas sobre el tema en el país. De esa forma, esta investigación podría suponerse como una fuente de referencia para otros estudios que sobre el tema se planteen; especialmente para el área del análisis de empresas y análisis de estructura empresarial en Venezuela.

De igual forma, y dada la fuerte ola de fusiones y adquisiciones que se han desarrollado en el país en los últimos años, podría ser esta una fuente de referencia acerca de la pertinencia o no de estas acciones. En ese sentido, podemos observar en la actualidad como se han sucedido en el país una serie de adquisiciones – fundamentadas en la situación macroeconómica actual y en la depresión que sufren los mercados de valores- que han involucrado a una serie de empresas de gran importancia, como por ejemplo, la adquisición de Electricidad de Caracas realizada durante el año 2000 por la empresa AES, así como la adquisición de Mavesa por las Empresas Polar, como ejemplos relevantes de ello. Igualmente, actualmente esta en negociación la adquisición de la Compañía Nacional de Teléfonos de Venezuela, también pretendida por la empresa AES.

### ***Limitaciones***

La mayor limitación para llevar a cabo una análisis de esta envergadura, radica en la disponibilidad de información financiera de las empresas. En ese sentido, y dado

que aquellas empresas que no emiten acciones valores de negociación pública y/o no posean emisiones de deuda en mercados primarios o secundarios, no están obligadas por Ley a hacer públicos sus Estados Financieros auditados, resulta difícil muchas veces la consecución de la información financiera necesaria para extender esta investigación a niveles de mayor profundidad. Dada estas razones, se elige realizar el estudio en una empresa diversificada como H.L. Boulton & Co., dado el carácter que a su información le confiere el ser una empresa privada de capital público. Sin embargo, su información financiera se presenta en Balances Consolidados, por lo que el estudio no puede ser desarrollado con una mayor profundidad, al analizar la relación entre la empresa y cada una de sus unidades de negocio. Sin embargo, dos de las inversiones patrimoniales de la empresa, Terminales Maracaibo y C.I. Carabobo, también poseen un carácter legal similar (son emisoras de acciones), por lo que su información financiera resulta igualmente pública.

Otra limitación importante para nuestro estudio, es que mucha de la información financiera disponible, y acorde a lo establecido en la Declaración de Principios de Contabilidad No10, se presenta bajo la metodología de ajuste por inflación. Esto se realiza con el propósito de subsanar los efectos de la pérdida del poder adquisitivo del bolívar producto de la inflación de la economía. Sin embargo, dicha metodología contable crea algunos problemas que pueden afectar significativamente el análisis y proyección de los resultados obtenidos por la empresa. Por esa razón, se optó por la utilización de información expresada en bolívares nominales o históricos. Esto reviste

otra importante limitación, dado que dicha información es contenida en los balances de las empresas solo a manera de información suplementaria y generalmente carece de notas explicativas, lo cual dificulta su análisis. Resulta necesario en este apartado recalcar el hecho de que a partir del año 2000, la Comisión Nacional de Valores realizó ciertas modificaciones a las normas contables generalmente aceptadas, específicamente para el caso de aquellas empresas jurídicas que posean relación directa con los mercados financieros públicos, las cuales deberán presentar sus Balances Generales y Estados de Ganancias y Pérdidas en moneda histórica.

## CAPÍTULO 1. Antecedentes del Estudio

### *1.1) Teoría tradicional de la diversificación*

Entre aquellas posturas que apoyan a la diversificación de las empresas, encontramos a Lewellen (1971), el cual demuestra que la diversidad de los flujos de caja tiene efectos positivos en el valor de la empresa, dado que esto permite mayores beneficios impositivos por apalancamiento al reducir la volatilidad de los flujos de caja y la probabilidad de problemas financieros, debido al beneficio implícito de combinar dos segmentos –o más- con flujos de caja negativamente correlacionados. En el mismo sentido, los estudios de Weston (1970), Lang y Stulz (1993), Stein (1997) y Hadlock, Ryngaert y Tomas (1999) argumentan que la diversificación podría generar la posibilidad de eliminar problemas de asimetrías de información entre la gerencia de las distintas líneas de negocios y la empresa. Ellos argumentan además que la diversificación permitirá a la empresa obtener una mayor variedad de negocios potenciales –a través de la diversificación de oportunidades de inversión- lo cual resulta conveniente en aquellas situaciones en las cuales el mercado de capital interno de la empresa funciona más eficientemente que los mercados externos, lo cual podría

convertirse en una fuente de maximización de objetivos de inversión<sup>6</sup>. Sobre la reducción de las asimetrías de información, Lang y Stulz (1993) concluyen que esta habilidad de mitigar las asimetrías es la principal ventaja de los conglomerados, (por lo que) esta debería formar parte del valor presente de sus flujos de caja futuro<sup>7</sup>.

A conclusiones similares llegan Maksimovic y Phillips (1998), los cuales demuestran, a través del desarrollo de modelos econométricos, que el crecimiento de la mayoría de los conglomerados es acorde con una conducta financiera óptima, dado que ellos no encuentran evidencia de que divisiones no relacionadas sean protegidas a través de políticas crediticias ineficientes. Hubbard y Palia (1999) demuestran que existen importantes ganancias cuando una empresa sin mayores obligaciones financieras adquiere a otra con problemas financieros, lo cual podría entenderse como el beneficio que genera la adquisición, al servir como una fuente para mejorar la eficiencia financiera.

Otros motivos a favor de la diversificación son señalados por Grinblatt y Titman (1998), los cuales señalan que la diversificación puede además reducir la probabilidad de bancarrota para un nivel dado de deuda, además de reducir los potenciales problemas que implica la disponibilidad de información existentes al utilizar los mercados de capitales externos.

---

<sup>6</sup> En ningún momento se hace referencia en estos estudios al problema existente con la asignación eficiente y la competitividad de los recursos escasos, dado que suponen que estos serán asignados

Para Graham, Lemmon y Wolf (2000), algunas razones que generarían posibles beneficios de la diversificación podrían ser: el operar en más de una industria, lo cual puede permitir a la empresa el tomar ventaja de sus economías de escala; y la flexibilidad de cambiar los activos de una división con pobres expectativas a otra con mejores expectativas de desempeño.

### 1.2) *Teorías Emergentes*

Sin embargo -y a pesar de que estos estudios parecen concluyentes- existe una gran cantidad de autores que concluyen de manera opuesta. Esto podría evidenciarse observando las conclusiones a las que llegan Berger y Ofek (1995), donde establecen que los conglomerados en Estados Unidos están valuados con un descuento de aproximadamente un 15%<sup>8</sup>. Igualmente, Graham, Lemmon y Wolf (1998) determinan que el valor de las firmas adquiridas -por medio de fusiones- declina en aproximadamente 6% luego de un período de 2 años después de la adquisición, lo cual

---

simplemente a la mejor opción, hecho que por demás -y como veremos más adelante- resulta bastante discutible al observar las conclusiones que logran otros trabajos sobre el mismo tema.

<sup>7</sup> Lang, Larry; Stultz, René. "Tobin's Q Corporate Diversification and Firm Performance". National Bureau of Economic Research, Working Paper No.4376, pág. 4.

<sup>8</sup> Servaes (1996) demuestra que dicho descuento es similar para conglomerados en Japón y en Gran Bretaña.

pretende evidenciar que la diversificación –y en contraposición a las teorías anteriormente citadas- se constituye en una razón *per sé* de destrucción de valor<sup>9</sup>.

La tendencia actual en los mercados es hacia la especialización en áreas operativas específicas. Desde el punto de vista del inversionista, este comportamiento puede ser justificado a través de las palabras de Brealey y Myers (1991) “Si los inversores no fueran capaces de mantener en sus carteras un gran número de títulos, podrían desear que las empresas diversificasen por ellos. Pero los inversores si pueden diversificar”<sup>10</sup>. Complementario a esto, encontramos que Ross, Westerfield y Jaffe (1995) afirman: “... el inversionista no necesita de compañías altamente diversificadas como General Electric o ITT para eliminar el riesgo no sistemático. Los accionistas se pueden diversificar con mayor facilidad que las empresas mediante la simple compra de acciones ordinarias de diferentes corporaciones.”<sup>11</sup> Además, los inversores particulares pueden hacer esto de una manera más adecuada que las empresas. Es decir, mientras que un inversor podría invertir en cualquier momento en una empresa en particular - utilizando para ello los mercados de capitales- y liquidar su inversión en pocos días, una

---

<sup>9</sup> Aunque ellos plantean que posiblemente la pérdida de valor que demuestran en su estudio, se deba en parte a que las firmas adquiridas poseen de por sí un descuento al momento de la adquisición, debido posiblemente a un mal desempeño de estas antes de la adquisición. En el mismo sentido, Campa y Kedia (1999) observan que las empresas diversificadas tienen un pobre desempeño antes de la diversificación, lo cual podría indicar que el acto mismo de la diversificación no necesariamente causa todo el descuento con el que al parecer son valorados los conglomerados. A la misma conclusión llegan Graham, Lemmon y Wolf (2000), al demostrar que las empresas adquiridas durante procesos de diversificación están valoradas con un descuento -inclusive antes de formar parte del conglomerado- por lo que al ser añadidas a la empresa compradora, esta tiene un efecto negativo en el valor del conglomerado. De esta forma, ellos concluyen que si bien es cierto que la diversificación destruye valor, esta solo destruye una parte de este.

<sup>10</sup> Brealy, Richard y D. Myers "Principles of Corporate Finance". McGraw-Hill. Nueva York. 1991.

<sup>11</sup> Ross, Stephen, Westerfield, Randolph y Jeffrey Jaffe. "Finanzas Corporativas". Irwin. España, 1995

empresa no podría hacerlo. Entonces, siguiendo esta lógica, “si los inversores pueden diversificar por su propia cuenta, no pagarán más por títulos de empresas diversificadas”<sup>12</sup>.

Según Schingemann, Stulz y Walkling (2000) “Una empresa puede dejar de operar en un segmento o un negocio, bien a través de la desinversión completa en este; o a través de la venta por etapas; cesando su operación sin vender los activos; reestructurando (quizás hasta el punto de cambiar el negocio) o inclusive incorporándola dentro de otro segmento [del negocio]”<sup>13</sup>. Estos mismos autores encuentran tres razones principales que parecen justificar la desinversión de activos: “(1) para utilizar activos específicos operando en aquellos segmentos donde ellos serían más eficientes (hipótesis de la eficiencia); (2) para hacer a la firma más eficiente al reducir su grado de diversificación (hipótesis de especialización); y (3) para liberar de presiones crediticias a la empresa (hipótesis de financiamiento). Estas razones son no mutuamente excluyentes”<sup>14</sup>.

La hipótesis de la eficiencia implica que aquellos segmentos de negocios que presentan un mal desempeño comparado al promedio de la industria tienen mayor posibilidad de ser separados de la empresa. La hipótesis de la especialización implica que los negocios no relacionados tienden más a sufrir desinversión o a ser vendidos

---

<sup>12</sup> Idem

<sup>13</sup> Schingemann, Stulz y Walkling . “Asset Liquidity and Segment divestitures”. National Bureau of Economic Research, Septiembre 2000.

<sup>14</sup> Idem.

debido a que estos segmentos reducen la eficiencia agregada de la empresa.. Por último, la hipótesis del financiamiento implica que aquellos negocios con poca capacidad de generar efectivo tienden a ser separados de la empresa porque estos consumen recursos de otros segmentos.

Por lógica, las empresas que reestructuran sus organizaciones, desinvertirán en algunos negocios y conservaran algunos otros. Aquellos segmentos con mayor probabilidad de ser vendidos, para Schingemann, Stulz y Walkling (2000), son aquellos que tienen un pobre flujo de caja, debido a que estas unidades de negocios tienden a agravar –e incluso ocasionar- problemas financieros a la empresa. Igualmente, la probabilidad de inversión estará inversamente relacionada con el tamaño del negocio, esto último medido como las ventas del negocio entre las ventas totales de la empresa. El tamaño puede ser importante -en el caso de desinversión- por tres razones: la primera de ellas, es que un negocio puede dejar de funcionar simplemente por que es muy pequeño para satisfacer los requerimientos característicos de funcionamiento. La segunda, los negocios pequeños pueden ser negocios en los cuales la empresa tenga menores ventajas comparativas. Por último, el mercado para los activos corporativos –entendiendo por este el mercado para la venta de activos fijos y negocios- es menos líquido cuando el tamaño del negocio se incrementa.

Shleifer y Vishny (1997) argumentan que en periodos en los cuales una industria presenta dificultades, es difícil para las empresas pertenecientes a dicha industria el vender activos para incrementar el efectivo, dado que los compradores potenciales que

están en capacidad de apreciar más dichos activos, se encuentran igualmente en dificultades. Esto implica que empresas diversificadas cuyas actividades principales pertenezcan a industrias con un pobre desempeño, posean una mayor tendencia a vender activos que no pertenezcan a su principal actividad.

Como podemos observar, existen razones por las cuales la desinversión en ciertos segmentos de negocio por parte de las corporaciones –y en contraposición de las teorías previas- generan para las empresas muchos beneficios. En la literatura encontramos bastante evidencia que indica una reacción positiva del precio de las acciones cuando una empresa anuncia la desinversión. En ese sentido, Lang y Stulz (1993), Comment y Jarrell (1995), John y Ofek (1995) y Daley, Mehrotra y Sivakumar (1997) muestran que dicha reacción es más fuerte cuando la desinversión se realiza en un segmento no principal de sus operaciones, lo cual sería otro argumento en favor la hipótesis de destrucción de valor.

Así, Berger y Ofek (1995), Lang y Stulz (1993), Servaes (1996) entre otros, señalan que aquellas empresas que operan en múltiples líneas de negocios tienden a tener un menor valor que portafolios –artificialmente contruidos- de empresas similares especializadas. Relacionado al tema, podemos encontrar trabajos de Morck, Shleifer y Vishny (1990) y de Maquiera, Meggison y Nail (1998), en donde se demuestra que los accionistas pierden con fusiones o adquisiciones de negocios no relacionados. Berger y Ofek (1995) concluyen que esto se debe a que los problemas de mal desempeño se acrecientan al pertenecer una empresa a un conglomerado, por lo que concluyen que la

diversificación por si misma destruye valor, sin importar cual es el origen de la diversificación; es decir, sea que la diversificación ocurra por la adquisición de un negocio o por el simple crecimiento del conglomerado.

Esto, según Lamont y Polk (2000), puede deberse a principalmente a dos razones: la primera de ellas es que la diversificación –y siguiendo un poco las conclusiones a las que llegan Berger y Ofek (1995)- implica de por sí la destrucción de valor para las empresas. La segunda, radica en el hecho de -que podría suceder- que la diversificación y la aparente subvaloración no estén causalmente relacionadas, sino que simplemente reflejen decisiones endógenas: es decir, quizás empresas con poco valor eligen diversificar, lo que podría ocasionar dicha relación empírica entre valor y diversificación. Estas dos explicaciones son no mutuamente excluyentes y podrían complementarse una a otra: podría ser que empresas subvaloradas eligen diversificar, y que esa diversificación disminuya aún más su valor. Siguiendo estas conclusiones, la diversidad de segmentos de una empresa debería estar negativamente correlacionada con el valor de la firma.

Una posible explicación al descuento por diversificación es la hipótesis de que los mercados internos de capital –la cual difiere de la hipótesis anteriormente expuesta- funcionan ineficientemente, debido a que gastan poco en los buenos negocios y mucho en los malos. Berger y Ofek (1995) observan que las empresas diversificadas sobre invierten en segmentos con pobres oportunidades de inversión, y que esa sobre inversión esta relacionada con la subvaloración de la empresa. Lamont (1997) y Shin y Stulz

(1997) ofrecen evidencia de que divisiones ineficientes o que presentan un muy pobre desempeño, son subsidiadas por otras divisiones, en detrimento de otras oportunidades de inversión más atractivas. Esto implica que la diversidad en oportunidades de inversión destruye valor, dado que la diversidad crea una situación en la cual la firma puede transferir -de manera ineficiente e irracional- fondos de buenos negocios a otros no tanto. Algunos trabajos, como los de Stulz (1990), Lamont (1997), Rajan, Servaes y Zingales (1999), Shin y Stulz (1997) y Scharftein (1998), concluyen que de hecho los mercados de capitales que se crean internamente en el conglomerado funcionan menos eficientemente que los mercados de capitales externos. Esto es así debido a que la empresa matriz sobre invierte en divisiones con pobre desempeño. Scharftein y Stein (1997) además concluyen que dicha conducta puede deberse precisamente a asimetrías de información entre los segmentos y la empresa matriz.

De la misma forma, podemos citar el estudio realizado por Shin y Stulz (1998), en el que estos autores determinan que las inversiones de una parte de la empresa se ven afectadas por el flujo de caja de otra parte de la empresa.

Una de las razones por las cuales puede darse esta relación entre valor y diversificación, según Lamont y Polk (2000) podría ser –además de su principal razón que es la hipótesis de la ineficiencia del mercado interno de capital- la limitada experiencia y poca eficiencia de la gerencia en los negocios diversificados, ya que puede darse el caso de que algunos segmentos no relacionados con la actividad principal de la empresa tengan conflictos con la cultura y estilo corporativo de esta. Esta razón -

conocida con el nombre de Hipótesis de los Costos de Agencia- es compartida por otros muchos autores. Blasko, Netter y Sinkey (2000) y Graham, Lemmon y Wolf (2000) establecen como una de las desventajas de la diversificación, la existencia de altos costos de agencia. Esto se debe a que la gerencia podría incentivar la diversificación, anteponiendo motivos personales por sobre el beneficio último de los accionistas de la empresa. Una hipótesis complementaria a la de los costos de agencia es la de Bruner (comentada por Blasko, Netter y Sinkey (2000)) en la cual se argumenta que existe una marcada “dependencia al camino”, con lo cual se entiende que las decisiones que han realizado los gerentes en el pasado, pueden determinar y forzar las decisiones que ellos tomen en el futuro.

Como sabemos, el concepto fundamental del valor de un activo es la suma de los flujos de caja futuro que este genere descontados a valor presente, por lo que el valor puede cambiar acorde a cambios en los flujos de caja o en las tasas de descuento esperadas. Siguiendo a Lamont y Polk (1999), ellos demuestran que el descuento por diversificación será de acuerdo a los retornos esperados; empresas con altas expectativas de retorno tendrán baja valoración, y empresas con bajos retornos esperados tendrán altas valoraciones. De esa forma, ellos concluyen que las empresas diversificadas tienen retornos esperados que difieren de los retornos de las empresas especializadas. Esto en parte se basa en la hipótesis de que la diversificación por si sola ocasiona que la empresa diversificada genere flujos de caja diferentes de los que generaría si esta fuese separada en empresas especializadas. (Lang y Stulz (1993) y Berger y Ofek (1995)).

## CAPÍTULO 2. Bases Teóricas

En el capítulo anterior, se revisaron aquellas posturas que sobre el tema del valor y la diversificación poseen distintos autores. De igual forma, pudimos observar aquellos posibles causales que podrían generar la ganancia –o pérdida- que supondría la diversificación sobre el valor de la empresa. Sin embargo, poco se ha hablado hasta los momentos de los determinantes del valor, así como de las distintas metodologías para estimarlo. En este capítulo se solventará esta laguna teórica, al realizarse una revisión concienzuda de estos conceptos.

### 2.1) *La Sinergia y el Valor*

Para evaluar como la diversificación crea o destruye valor, el método recomendado en la teoría (Fernández (1999), Ross, Westerfield y Jaffe (1995) y Brealey y Myers (1991), Damodaran (varios trabajos), entre otros) consiste en determinar la sumatoria de los valores de mercado de cada unidad de negocio por separado, para entonces proceder a realizar una comparación entre dicho valor con el valor actual del grupo empresarial<sup>15</sup>. La generación de valor será producto de la posibilidad de creación de sinergia entre las empresas pertenecientes al grupo empresarial. De sucederse la existencia de sinergia, el valor actual del

---

<sup>15</sup> Entendiendo por el valor actual, al valor que el mercado le asigne a la empresa. Si el valor de dicha empresa no fuese determinado por el mercado (dicha empresa podría no cotizar en los mercados accionarios), este podría obtenerse a través de los distintos métodos de valoración existentes en la teoría. Sobre estos métodos de valoración, desarrollaremos un marco teórico y conceptual más adelante. Sin embargo, para una revisión más detallada al respecto, recomendamos el texto especializado sobre el tema de Fernández (1999).

conglomerado debería ser mayor a la sumatoria del valor actual de sus unidades de negocio. En ese sentido, recordemos las palabras de Ross, Westerfield y Jaffe (1995), los cuales definen la sinergia como la diferencia entre la valoración de la empresa y la sumatoria del valor de cada una de sus unidades de negocios. Es decir, la sinergia es el valor actual de los Flujos de Caja incrementales.

Matemáticamente, podemos representar la sinergia como:

$$\text{Sinergia} = V_{ab} - (V_a + V_b + \dots + V_n)$$

Donde:

$V_{ab}$ : es el valor del grupo de unidades de producción.

$V_i$ : es el valor de la unidad de producción  $i$  (con  $i=1,2,3,\dots,n$ ).

Esto podría expresarse también como:

$$\text{Sinergia} = \sum [\Delta FC / (1 + r)^t]$$

Donde:

$\Delta FC$  = diferencia entre el flujo de caja de la corporación y el de las unidades de negocio.

$r$  = tasa de retorno requerida

$t$  = tiempo transcurrido.

Entonces, podríamos establecer que teóricamente si la diferencia entre el valor del grupo empresarial completo y la sumatoria del valor de las empresas pertenecientes al grupo diversificado separadamente es positivo, estamos en presencia de sinergia; por lo tanto, la presencia de sinergia estaría señalando la creación de valor en la empresa diversificada.

Según Answath Damodaran<sup>16</sup>, la sinergia es ese valor potencial que se puede lograr al combinar dos firmas distintas, de hecho, “..esta es probablemente la razón más comúnmente usada para justificar las fusiones y las adquisiciones”. Clasifica a la sinergia<sup>17</sup> utilizando como criterio la forma en que esta se genere; en ese sentido, distingue dos grupos principales:

- Sinergias Operativas: son aquellas que se traducen en incrementos del ingreso operativo y/o de su tasa de crecimiento. Entre estas, se distinguen cuatro subtipos:
  - Por aprovechamiento de las Economías de Escala, lo que implica mejoras en la productividad y en la eficiencia de los costos.
  - Por un Mayor Poder de Precios, al obtenerse a través de la combinación de empresas una mayor participación en el mercado con

---

<sup>16</sup> Answath Damodaran (2000). “Valuing Acquisitions” pag. 10 [on-line]. Disponible en [http://www.stern.nyu.edu/~adamodar. \(paper cm28mrxe.pdf\)](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar. (paper cm28mrxe.pdf))

<sup>17</sup> Damodaran establece esta clasificación de sinergia para el caso de adquisiciones y fusiones entre empresas. Sin embargo, dicha clasificación puede bien ser usada para el caso que nos concierne, el de grupos empresariales diversificados.

una menor competencia, lo que podría traducirse en altos márgenes y mayores ingresos operativos.

- Por Combinación de Fortalezas Operativas, se logra al combinar procesos productivos y administrativos de una u otra empresa que al complementarse mejoran la eficiencia general. Es decir, en el caso de dos empresas pertenecientes al mismo sector industrial, una con mejores medios de distribución que la otra, que posee una mayor variedad de productos.
- Mayor crecimiento en nuevos o en mercados ya establecidos.
- Sinergias Financieras: se traducen en mayores flujos de caja o en una menor tasa de costo de capital, o tasa de descuento. Bajo esta clasificación general, se encuentran algunas más específicas:
  - Mejor uso de los fondos que se tengan en exceso; es el caso de una combinación entre una empresa que produzca y maneje fondos en excesos y que tenga una limitada oportunidad de inversión, con otra empresa con escasez de fondos y proyectos con altas tasas de retorno. Este tipo de sinergias es común al combinar grandes negocios con pequeñas firmas, o en el caso en que empresas de capitales públicos adquieren empresas de capital cerrado.

- Incrementos en la capacidad de endeudamiento, debido a que al combinar dos o más empresas, se puede lograr una mayor estabilidad en los ingresos y en los flujos de caja. Esto permite al grupo empresarial diversificado obtener un mayor acceso al endeudamiento que el que puede acceder una compañía independiente. Esta mayor capacidad de endeudamiento le puede generar además a la empresa diversificada importantes beneficios fiscales.
- Beneficios Fiscales, a los que puede acceder la empresa diversificada al utilizar y tomar ventajas de leyes fiscales que le sean favorables, como el utilizar las pérdidas netas operativas de una filial para reducir de esa forma sus impuestos por pagar. De igual forma, si una empresa puede incrementar su depreciación a través de una adquisición o una filial, esto le servirá de ahorro en impuestos, lo cual incrementará su valor.

## 2.2) Metodologías de Valoración<sup>18</sup>

*¿Quién estimaría el valor de una cerilla  
porque destruyese por casualidad una población entera?*  
Frederick Nietzsche. Tratados Filosóficos

La Valoración de Empresas resulta un proceso de carácter fundamental para la gerencia y para aquellas diversas operaciones que puedan afectar a la empresa durante su existencia; por ejemplo, sería el caso de una empresa que se enfrente ante una de estas situaciones: desarrollo de su planificación estratégica; análisis de nuevas inversiones; apertura de su capital a través de salidas a Bolsa; remuneración y evaluación de sus directivos; entre muchas otras. Para Fernández (1999), "...la valoración permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor"<sup>19</sup>. Además, "...el proceso de valoración de la empresa y de sus

---

<sup>18</sup> Los métodos que a continuación presentamos no pretenden, en ningún momento, ser una guía detallada y exhaustiva de valoración de Empresas. De hecho, se omiten voluntariamente de estos algunos otros de muy amplio uso y aceptación, como los métodos de creación de valor EVA, métodos basados en la valoración del Goodwill, métodos a través del uso de múltiplos, etc. El objetivo que abrazamos al hacer esto no es otro que el de introducir de una manera sencilla la lógica existente detrás de los métodos de valoración de más común uso (lo cual estimamos fundamental para el desarrollo del tema) obviando así la presentación concienzuda de otros métodos -no por ello menos importantes- pero con lo que solo estaríamos distrayendo la atención del objetivo central de nuestra investigación. El lector acucioso que desee una explicación más profunda y detallada de otros métodos de valoración, puede consultar la gran variedad de literatura existente sobre el tema. La fuente utilizada por nosotros es Fernández (1999), autor al que ya nos hemos referido con anterioridad. Cabe resaltar como una última aclaratoria, que profundizaremos a discreción en el estudio del método elegido finalmente para el desarrollo de esta investigación.

<sup>19</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas". Gestión 2000. España, 1999. pág. 23.

unidades de negocio ayuda a identificar las fuentes de creación y de destrucción de valor económico de la empresa”<sup>20</sup>.

Existen diversos métodos utilizados comúnmente en la práctica para valorar empresas. Ellos podrían ser clasificados acorde al origen de la información financiera a que hagan uso. En ese sentido, podríamos clasificarlos como:

- Métodos basados en el Balance General;
- Métodos basados en el Estado de Ganancias y Pérdidas;
- Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill;
- Métodos basados en el descuento de Flujos de Caja.

### *2.2.1) Métodos basados en el Balance General*

El Balance General es un Estado Financiero que presenta el valor contable de la empresa en una fecha en particular, midiendo la riqueza de la empresa en un instante. Se establece gracias al principio contable de partida doble, el cual viene dado por la ecuación fundamental del Balance General:

$$\text{Activos} = \text{Pasivos} + \text{Patrimonio}$$

Cabe resaltar que cada uno de los elementos presentes en dicha ecuación posee un flujo de caja propio. Es decir:

---

<sup>20</sup> *Ibíd.*

- Los Activos -que reflejan la cantidad invertida en la firma- son aquellos que generan los beneficios de la misma. Este elemento tiene asociado el flujo de caja de la inversión, y en base a él se toman las decisiones de inversión. A los activos se asocian el Flujo de Caja Libre de Operaciones, o *FOCF*<sup>21</sup>.

- Los Pasivos, a los cuales se asocian los ingresos y egresos originados por el recibo o pago de préstamos e intereses. Se asocia con el Flujo de Caja de la financiación.

- El Patrimonio, al cual se le asocian los ingresos y egresos de los aportes de los socios, así como también los dividendos o utilidades que otorgue la empresa.

Los métodos de valoración que utilizan el Balance General como fuente de información, estiman generalmente el valor de la empresa a través del valor de su patrimonio. Estos métodos -los cuales son comúnmente utilizados para la valoración- presentan como principal desventaja el que estiman un valor estático para la empresa, el cual no toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo, además de despreciar otros factores determinantes, como por ejemplo el desempeño futuro de la empresa; la situación y madurez del sector en que se desempeñan; problemas estructurales y organizativos, entre otras. Esto se debe a que dicha información no se encuentra reflejada en dichos informes. El Balance General refleja los activos de la empresa y la

---

<sup>21</sup> FOCF, o *Free Operating Cash Flow* por sus siglas en Inglés. Sobre la estructura del FOCF ahondaremos con mayor detalle más adelante.

manera en que estos fueron adquiridos por esta en el pasado, es decir, a través del pasivo y del patrimonio.

Entre los diversos métodos usados para la valoración a través del Balance General, mencionaremos los siguientes:

**- Valor Contable**

El valor contable, también conocido como valor en libros o patrimonio neto, es el valor de los recursos propios utilizados para financiar los activos de la empresa. Es decir, se refieren al total del Capital y las Reservas. Puede ser estimado como la diferencia entre el activo total y los pasivos exigibles, por lo que representa el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre su total de deudas con terceros.

El problema inherente a esta metodología de valoración, proviene de la forma en que se registran las cuentas en el Balance General. De esa forma, y según los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados o GAAP<sup>22</sup>, los activos se registran en los estados financieros a su costo, más no a su *precio de venta* (o *valor de mercado*), el cual sería el valor a que estos activos podrían ser negociados para la venta. Por dicha razón, el uso de esta metodología de valoración, aparte de los problemas señalados con anterioridad, podría estar involucrando una subvaloración del patrimonio, y por lo tanto, subvalorando el valor estimado de la empresa.

---

<sup>22</sup> Siglas de la frase sajona *Generally Accepted Accounting Principles*.

### **- Valor Contable Ajustado**

Este método, íntimamente ligado al método inmediato anterior, intenta ser una respuesta al problema que origina el uso de criterios absolutamente contables en la valoración.

La metodología a aplicar consistiría en lograr una valoración de los activos y pasivos de la empresa ajustados a su valor de mercado, para de esa forma obtener el valor del patrimonio ajustado, el cual reflejaría de una manera más adecuada la cantidad de recursos propios utilizados por los accionistas para adquirir y financiar los activos de la empresa.

Este método implica el tener un completo acceso a la información de la empresa, para de esa forma, y a través de estimaciones realizadas por peritos o personas certificadas, lograr estimar el valor de mercado de todos los activos de la empresa. Esto supone una serie de dificultades, debido a que muchas veces dicha información no es pública o de fácil acceso. Además, dicha valoración a precios de mercado poseerá un cierto nivel de subjetividad muchas veces insalvable, lo cual podría restarle certidumbre al análisis. De igual forma, este método no logra salvar los otros problemas existentes para el Método del Valor Contable, como por ejemplo, el valor del dinero en el tiempo.

### **- Valor de Liquidación**

Este método, cuya utilidad es muy limitada, se utiliza generalmente cuando el objetivo que se pretende con la valoración es el de calcular el valor de la empresa con el

objetivo de liquidarla posteriormente. Metodológicamente, este método resulta similar al Método de Valor Contable Ajustado; sin embargo, se distingue de este principalmente en que al valor del patrimonio ajustado estimado, se le descuenta además, los costos relacionados con su liquidación. Es decir, el valor de la empresa sería la diferencia entre el monto obtenido por la venta de sus activos y luego de la cancelación de todos sus pasivos, descontándole a este el monto asociado a los costos ocasionados por dichas ventas y otros costos legales.

Generalmente, se dice que este representa el valor mínimo de la empresa, debido –entre otras- a que se asume como supuesto que el valor de la empresa debería ser mayor en caso de suponer su continuidad.

#### **- Valor Substancial**

Este método pretende estimar el monto de la inversión necesaria para constituir una empresa idéntica a la que se esta valorando. Es decir, se estaría estimando un valor de reposición de los activos productivos de la empresa. Hay que resaltar que, generalmente, se estima el valor de los activos productivos de la empresa, no asignándosele valor alguno a aquellos activos improductivos que posee la empresa, como terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc. En oposición al método anterior, este método supone la continuidad de las actividades de la empresa.

### 2.2.2) *Métodos basados en el Estado de Ganancias y Pérdidas*

Estos métodos estiman el valor de la empresa a través de los resultados de esta durante uno o varios períodos. A diferencia del Balance General, en el cual el asiento de sus cuentas se hace de manera acumulada y sin importar el período en que estas se originen; en el Estado de Ganancias y Pérdidas se reflejan las obligaciones y derechos que se originan en el período; de ahí el que se afirme que el Balance General no toma en cuenta el desempeño general de la empresa. Los Estados de Ganancias y Pérdidas determinan la utilidad que produce una empresa. Tiene como característica propia que en él se registran todos los costos y gastos en los que incurre la empresa durante cierto período de tiempo, a pesar de que estos no signifiquen una salida real de dinero: este es el caso de los gastos por depreciación o las amortizaciones. De igual forma se registran en el gastos acumulables, como los originados por prestaciones sociales, a pesar de que estos no han sido honrados aún. En general, se registran en este informe todos los gastos en que incurre la empresa durante el año, inclusive aquellos de origen financiero. Los métodos de valoración basados en este informe estiman el valor utilizando distintos indicadores, como la magnitud de los beneficios, los dividendos, las ventas, entre otros.

Entre los métodos basados en el Estado de Ganancias y Pérdidas, encontramos:

### - Valor de los Beneficios. PER<sup>23</sup>

Este método obtiene el valor de las acciones de una empresa al multiplicar el beneficio neto anual por el PER de la acción. Es decir, el valor de la acción viene dado por:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio neto anual}$$

Este método de valoración es útil solo para aquellas compañías cuyos títulos coticen en la Bolsa de Valores. Además, su uso como método de valoración se limita para el caso de empresas que generen pérdidas.

### - Valor de los dividendos:

Los dividendos son aquellos flujos (expresados en dinero o en valores) que la empresa le genera a sus propietarios. Muchas veces, estos flujos representan además la única entrada periódica que generan las acciones. La valoración a través de esta metodología, se basa en el supuesto de que el valor de una acción corresponde al valor actual neto de los dividendos que esperamos obtener de ella. En este concepto, como podemos observar, se introduce en el análisis el concepto del valor del dinero en el tiempo, esto a través de la valoración de flujos esperados o flujos inciertos<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> Las siglas PER, o *Price Earnings Ratio*. Indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la bolsa. Es un ratio que se calcula, generalmente, dividiendo el Beneficio por acción entre su cotización.

<sup>24</sup> Para el caso de perpetuidad, se valora la acción a través de la relación Valor de la acción =  $DPA / Ke$ , donde DPA son los dividendos decretados por acción y  $Ke$  la rentabilidad del capital.

Sin embargo, sobre la validez de este método, Fernández (1999) nos dice que “La evidencia empírica muestra que las empresas que pagan más dividendos (como porcentaje de sus beneficios) no obtienen como consecuencia de ello un crecimiento en la cotización de sus acciones”<sup>25</sup>. La razón se supone relacionada al alto costo de oportunidad que significan los dividendos para una empresa; es decir, las empresas distribuyen el ingreso en vez de usarlo en nuevas inversiones, lo cual generalmente afectará su crecimiento, reduciéndolo. Por otro parte, el pago de dividendos por parte de la empresa, puede implicar problemas en la valoración, debido a que este puede entenderse como una señal de que la empresa no dispone de proyectos de inversión rentables.

### 2.2.3) *Métodos basados en el descuento de Flujos de Caja:*

Los métodos descritos a continuación se basan en el uso de los Flujo de Caja de la empresa para el cálculo del valor. La importancia de estos métodos se resalta en la literatura, debido a que son los métodos más ajustados teóricamente al concepto de valor de un activo; es decir, dado que se establece que el valor de cualquier activo es la suma descontada de los flujos de caja futuros que este genere, al suponer a la empresa como la agrupación de activos productivos, se entiende entonces que el valor de la empresa será

---

<sup>25</sup> Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”. Gestión 2000. España, 1999. pág. 31

el valor descontado de los flujos esperados de esta. Fernández (1999) resalta a lo largo de su trabajo la importancia de esto, lo que queda demostrado en el siguiente pasaje:

*“Los métodos mixtos descritos han sido muy utilizados en el pasado (refiriéndose a aquellos métodos basados en los balances generales y en los estados de ganancias y pérdidas). Sin embargo, cada vez se emplean menos y se puede decir que en la actualidad, en general, se recurre a la utilización del método de descuento de flujos de fondos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto. En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando para ello una tasa de descuento apropiada”*<sup>26</sup>

De esa misma forma, Damodaran (2000) explica que:

*“Dado que podemos entender a una empresa como una agregación de activos productivos, podemos asumir que el valor de una empresa vendrá dado por el valor actual de los flujos de caja esperados de la misma, descontado por un período de tiempo que refleje la vida de la empresa, y por una tasa de descuento que refleje el riesgo acumulado por todos los activos de la misma. Es decir, el valor de una empresa vendrá dado por el valor presente de los flujos de caja esperados, descontados a valor*

---

<sup>26</sup> Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”. Gestión 2000. España, 1999. pág. 38. Las notas entre paréntesis son nuestras.

*presente por una tasa que refleje el costo compuesto del capital –es decir, las fuentes y los costos asociados al financiamiento usado”<sup>27</sup>.*

Dada la importancia conceptual que revisten los métodos de valoración basados en el descuento de flujos de caja, resulta necesario el realizar un análisis más exhaustivo de estos. Por ello, estudiaremos a continuación la estructura del Flujo de Caja, para posteriormente desarrollar los métodos de valoración relacionados a este.

#### **- El Flujo de Caja**

El Flujo de Caja de la empresa reviste una importancia fundamental en cualquier análisis económico, debido a que este refleja la capacidad que tiene la empresa de generar fondos de sus operaciones. En el, se refleja la liquidez de la firma, registrándose en sus cuentas los ingresos y egresos cuando estos se reciben o pagan. En ese sentido, Ross, Westerfield y Jaffe (1995) se refieren a los flujos de caja como la partida más importante que se pueda extraer de los estados financieros.

Como sabemos, la principal identidad de las finanzas establece que el valor de los activos de la empresa son siempre iguales al valor del capital y de los pasivos utilizados en su adquisición. Para el caso que nos concierne, el del Flujo de Caja, es posible establecer una identidad similar -la cual fue esbozada en las páginas

---

<sup>27</sup> Answath Damodaran (2000). “Valuing Acquisitions” pag. 10 [on-line]. Disponible en [http://www.stern.nyu.edu/~adamodar. \(paper cm28mrxe.pdf\)"\]](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar. (paper cm28mrxe.pdf))

precedentes- y en la que se vea reflejado el uso y las fuentes de los fondos de la empresa:

$$CF(A) = CF(B) + CF(S)$$

Donde:

CF(A) = Flujo de Caja de generado en operaciones por los activos de la empresa;

CF(B) = Flujo de Caja destinado a los acreedores de la empresa;

CF(S) = Flujo de Caja destinado a los inversionistas de capital.

Es decir, el flujo de caja que originan los activos de la empresa a través de sus actividades operativas, debe ser igual al flujo de caja destinados a aquellos que financiaron dichos activos; es decir, los acreedores y los inversionistas de capital.

Esto permite clasificar a los flujos de caja de acuerdo a las fuentes y al uso de sus fondos. En ese sentido, se puede calcular:

- El Flujo de Caja Libre, o FOCF, el cual es el Flujo generado por los ingresos y egresos generados por los activos de la empresa. Es decir, el FOCF es el flujo de caja originado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento, después de impuestos. Es el dinero que queda disponible luego de haber cubierto las necesidades de reinversión y otras necesidades operativas, y supone que la empresa no posee deuda. Al

---

prescindir de la financiación de las operaciones, el FOCF permite centrar la atención en el rendimiento económico de los activos de la empresa.

- El Flujo de Caja disponible para los accionistas, o FCac, el cual se calcula restando del FOCF, los gastos relacionados con el financiamiento a través de deuda de los activos, como corresponde a los pagos de principal e intereses (después de impuestos); y sumando posteriormente los aportes de nueva deuda.

- El Flujo de Caja para los proveedores de deuda, o CFd, que se calcula como la suma de los intereses que origina la deuda contraída más las devoluciones de principal.

Debido a que los fondos que reflejan los distintos flujos de caja a los que hemos hecho referencia varían en cuanto a su fuente y uso, la estimación del valor de la empresa a través de los métodos de valoración por descuento de flujos de caja deberá variar de igual forma. En ese sentido, al descontar los FOCF futuros obtenemos el valor total de la empresa, es decir, al valor total de su deuda más su patrimonio. Sin embargo, el CFac futuro y los dividendos esperados nos permiten obtener el valor de las acciones de la empresa, el cual, agregado al valor de la deuda esperada (hallada por el FCd), nos arrojan el valor total de la empresa (el cual deberá ser el mismo obtenido a través de descontar el FOCF)<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Para una demostración de esto, remitirse a Fernández (1999).

**- La tasa de descuento<sup>29</sup>**

Debido a las diferencias inherentes entre estos distintos flujos de caja, la elección de la tasa de descuento correcta para cada tipo de descuento es necesaria. En ese sentido, al representar el FOCF el flujo de efectivo producto de los activos de la empresa (los cuales son financiados a través de deuda y patrimonio) la tasa adecuada a utilizar para su descuento vendrá dada por el WACC<sup>30</sup>, o promedio ponderado del costo del capital. Para el descuento de los CFac, se utiliza comúnmente la rentabilidad exigida por los accionistas, que viene dada por  $K_e$ . Para finalizar, el CFd se descontará entonces a través de la rentabilidad exigida a la deuda, o  $K_d$ .

**- Estimación de la tasa de descuento exigida por los accionistas,  $K_e$ . Modelo de estimación CAPM<sup>31</sup>**

Nos basamos en el modelo CAPM para estimar la tasa de descuento exigida a un activo. Según este modelo, la rentabilidad exigida a un activo es igual a la rentabilidad esperada del mismo, lo que será igual a la tasa libre de riesgo más la beta del activo multiplicada por la prima de riesgo del mercado. La prima de riesgo viene dada por la rentabilidad exigida al mercado por encima de la rentabilidad de la renta fija sin riesgo.

---

<sup>29</sup> Sobre los métodos utilizados para calcular las distintas tasas de descuento, ahondaremos con mayor profundidad posteriormente.

<sup>30</sup> WACC, siglas de la inglesa Weighted Average Cost of Capital.

<sup>31</sup> CAPM, siglas de *Capital Asset Pricing Model*. Para demostraciones exhaustivas del modelo, por favor referirse a Fernandez (1999) o a Ross, Westerfield y Jaffe (1995).

Matemáticamente, esto puede ser representado como:

$$Ke_i = E(R_i) = Rf + \beta_i [E(Rm) - Rf]$$

donde:

$Ke_i$  = representa la tasa exigida a un activo, o la tasa de descuento exigida por los accionistas

$E(R_i)$  = Rentabilidad Esperada del Activo en el período i.

$Rf$  = Tasa libre de riesgo.

$\beta_i$  = Beta del Activo.

$E(Rm)$  = Rentabilidad exigida al mercado.

La Beta del activo, representa la covarianza estandarizada de la rentabilidad de un título con la rentabilidad de la cartera de mercado. Es decir, es la relación entre los cambios en los rendimientos en las acciones de la empresa con respecto a los movimientos en los rendimientos promedios del mercado accionario. La beta refleja el riesgo sistemático o de mercado de una acción. El valor de la beta indica la sensibilidad de la rentabilidad de la acción en relación a la rentabilidad del mercado. Si el valor de la beta es superior a uno, se entiende que la acción es muy sensible a los movimientos del mercado; por el contrario, si su valor es menor que uno, indica poca sensibilidad a los movimientos del mercado. El beta de la cartera de mercado (beta de una cartera diversificada) es 1.

La beta es el resultado de calcular la razón entre la covarianza de los títulos de la empresa y el mercado, entre la varianza de todos los títulos del mercado, es decir:

$$\beta = \text{Cov} (R_i, R_m) / \sigma^2 (R_m).$$

- **Estimación de la tasa de la rentabilidad exigida a la deuda,  $K_d$ .**

Esta tasa representa el rendimiento mínimo requerido por los acreedores u oferentes de deuda. La estimación de esta tasa no requiere de una revisión exhaustiva, dado que su metodología de estimación generalmente es muy sencilla. En ese sentido, esta tasa se suele aproximar por la tasa activa promedio de la economía.

- **Promedio Ponderado del Costo de Capital, WACC.**

Como hemos podido observar en la teoría precedente, la empresa financia sus activos a través de deuda y de capital. Por esa razón, el Costo del Capital estará determinado por un promedio ponderado del costo de la deuda y del costo del capital. Es decir:

$$WACC_i = \frac{C_i}{C_i + D_i} Ke_i + \frac{D_i}{C_i + D_i} Kd_i$$

Donde:

$WACC_i$  = Costo promedio del capital para el período  $i$ .

$D$  = Representa el total de deuda de la empresa para el período  $i$ .

C = Representa el capital total de la empresa para el período i.

$(D/(D+C))$  = Muestra la concentración de deuda en el total de activos de la empresa para el período i.

$(C/(D+C))$  = Muestra la concentración de capital en el total de activos de la empresa para el período i.

Kd: Costo de la deuda para el período i.

Ke: Costo de capital para el período i.

Dado que la Deuda genera un escudo fiscal, al estar exenta del pago de impuestos, la fórmula anterior se ve modificada en su estructura. Tomando en cuenta la existencia de impuestos corporativos (representados por  $T_i$  para el período i), el costo adecuado de la deuda vendrá dado por  $(1-T_i)Rd_i$ . Por este motivo, la fórmula anterior queda expresada como:

$$WACC_i = \frac{C_i}{C_i + D_i} Ke_i + \frac{D_i}{C_i + D_i} Kd_i(1 - T_i)$$

### - Método de valoración basado en el descuento del Flujo de Caja Libre, o FOCF <sup>32</sup>

Para calcular el valor de la empresa a través de este método, descontamos los FOCF para obtener el Valor Presente Neto, utilizando para ello el costo promedio ponderado del capital correspondiente a cada año,  $WACC_i$ .

$$(1) \quad V_0 = D_0 + C_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FOCF_t}{\prod_1^t (1 + WACC_t)^t}$$

Donde:

$V_0$  = valor actual de la empresa en el período 0.

$FCOF_t$  = flujo de caja libre en el periodo t.

$WACC_t$  = tasa de retorno requerida para el período t.

$V_n$  = valor residual de la empresa en el periodo n.

Según Fernández (1999), el WACC correcto para descontar estos flujos de caja vendrá dado por:

---

<sup>32</sup> Una vez más recurrimos en este apartado a Fernández (1999). El método que utilizaremos para realizar la valoración a través del FCF corresponde a un método mixto basado en el caso general y en el caso de descuento de perpetuidades con crecimiento constante propuestos por el autor. Nos basamos en el caso general, dado que el mismo permite valorar para casos en los cuales la empresa no presenta una evolución predefinida de sus flujos a lo largo de los años, pudiendo darse así variaciones anuales de todos los parámetros de la empresa. El método de descuento con perpetuidades con crecimiento constante se utiliza para valorar los flujos de caja a partir del año n. Para demostraciones más detalladas de estos métodos y otros métodos basados en descontar el FCF, referirse a la obra citada, capítulos 17, 18 y 19.

$$WACC_t = \frac{C_t}{C_t + D_{t-1}} Ke_t + \frac{D_t}{C_t + D_t} Kd_t(1 - T)$$

Dado que se considera la vida de la empresa para un período infinito, supondremos un año final  $n$  para los flujos, a partir del cual descontaremos utilizando el método de descuento para perpetuidades. Dicho método se basa en la fórmula matemática:

$$V_n = D_n + C_n = \frac{FOCF_n}{WACC}$$

Por esa razón, la fórmula a utilizar para realizar la valoración<sup>33</sup> corresponde a:

$$V_0 = D_0 + C_0 = \sum_{t=1}^{n-1} \frac{FOCF_t}{\prod_{t=1}^{n-1} (1 + WACC_t)^t} + \frac{\left( \frac{FOCF_n}{WACC} \right)}{\prod_{t=1}^n (1 + WACC_t)^t}$$

<sup>33</sup> El modelo mixto de valoración a través de flujos de caja libres esperados (FOCF) presentado, es el método seleccionado para realizar las valoraciones necesarias en nuestra investigación. Fundamentamos nuestra decisión en las diversas opiniones favorables que hemos encontrado en la teoría, y las cuales se desprenden del concepto fundamental del valor del activo, según el cual el valor de un activo es el valor presente de los flujos de caja esperados de dicho activo. Como se verá más adelante, en el Capítulo relacionado a la metodología a seguir, para realizar las proyecciones de los Flujos de Caja de las empresas sujetas al estudio, utilizaremos información histórica que obtendremos de los Estados Financieros Auditados (expresados en bolívares no ajustados por inflación). Sin embargo, esto supone un importante obstáculo para nuestro estudio, dado que como ya se explicó previamente en el apartado de las Limitaciones del presente trabajo, las empresas particulares de capital no público (empresas de capital cerrado) no están obligadas a hacer pública dicha información. Por ende, estamos sujetos a la posibilidad de encontrar la información financiera requerida. En caso de no poder hallar dicha información, se procederá a la valoración a través de alguno de los otros métodos revisados.

## CAPITULO 3. La Empresa

*A.- Pero, ¿Por qué evitas a ese grande hombre?  
B.- ¡Porqué no querría juzgarle injustamente!  
Nuestros defectos no armonizan: yo soy miope y desconfiado,  
y él lleva indistintamente diamantes falsos y diamantes verdaderos.  
Friederich Nietzsche. Aurora*

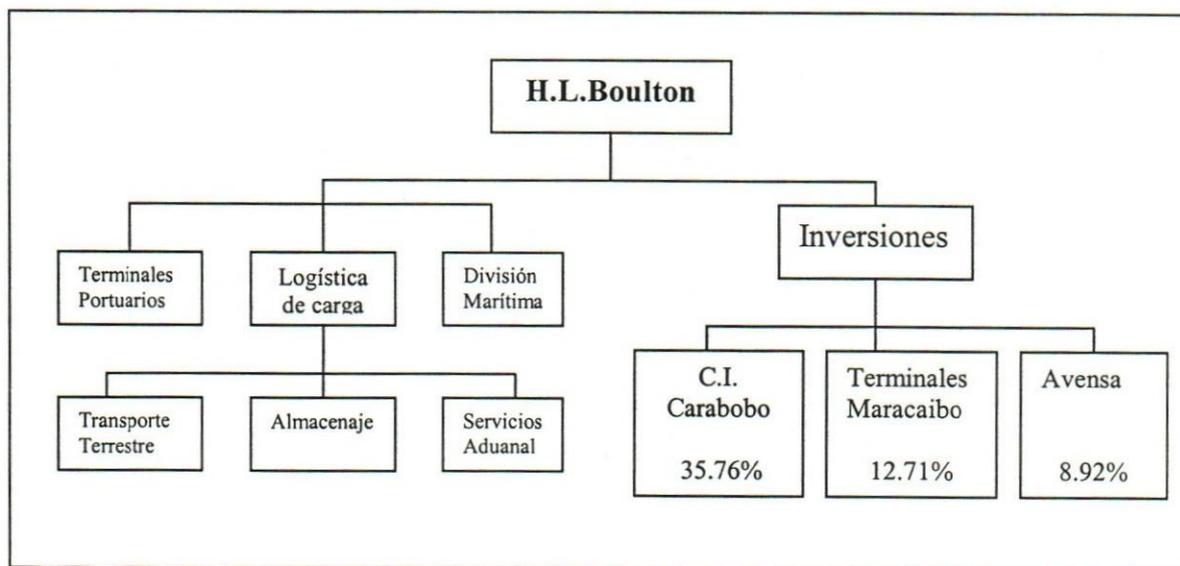
### 3.1) Factores de estudio

Se puede considerar a la corporación H.L. Boulton & Co. como una empresa diversificada, debido a que -como se conceptualizó anteriormente- esta desarrolla actividades en al menos dos segmentos de negocios distintos. Actualmente, H.L. Boulton & Co., desarrolla actividades principalmente en el negocio de servicios de transporte de carga marítima y aérea, manejo de logística de carga y operador de terminales portuarios. Sus inversiones financieras están orientadas al transporte aéreo y marítimo en general, la industria de la construcción y el servicio de información electrónica.. En el siguiente apartado estudiaremos de manera más exhaustiva como se ha desarrollado el proceso de diversificación de H.L. Boulton & Co.

H.L. Boulton fue fundada en La Guaira en 1824, constituyéndose de esa forma en una de las empresas de más larga trayectoria en la historia de nuestro país. Durante ese extenso periplo, la empresa ha ido creciendo y desarrollando fuertemente su

presencia en diversas actividades, logrando un amplio y fuerte posicionamiento en distintos mercados. Sin embargo, con el paso del tiempo se han puesto en evidencia problemas en el desempeño y eficiencia operativa de la empresa<sup>34</sup>; lo cual, aunado a la compleja crisis económica que vive el país, ha ido paulatinamente debilitando las operaciones y resultados de la misma. En estos momentos, H.L. Boulton & Co. se encuentra desarrollando un profundo proceso de reformas estructurales en la búsqueda de solventar su actual situación. Dicha reforma ha incluido, entre otras, la venta y desinversión en diversas no pertenecientes a sus actividades medulares, inclusive algunos empresas baluarte del grupo.

Actualmente, la organización de la empresa es como sigue:



Como se puede observar, las actividades que desarrolla la empresa se clasifican principalmente en dos grandes segmentos de negocio: el primero, aquel que engloba ha

<sup>34</sup> Para un análisis financiero de H.L. Boulton & Co., referirse a los anexos de esta investigación.

aquellas empresas relacionadas con las actividades operativas medulares de la empresa (es decir, aquellas relacionadas con la agencia aduanal, almacenaje, transporte y servicios marítimos y navieros); mientras el segundo segmento está representado por las inversiones patrimoniales -consideradas estratégicas- del grupo en otras empresas (lado derecho del gráfico). En este último, la empresa mantiene inversiones en actividades no medulares como transporte aéreo de pasajeros (Avensa), servicios marítimos (Terminales Maracaibo) y empresas de inversiones y tenencia de valores (C.I. Carabobo), entre otras<sup>35</sup>. Dichas inversiones se mantienen a través de la estructura de la participación patrimonial en dichas empresas.

### 3.2) *Breve Reseña Histórica:*

La historia de H.L. Boulton & Co. es una historia rica en anécdotas y en hechos memorables. Inician sus operaciones en el puerto de La Guaira, cuando John Boulton Townley funda en 1824 la Casa Boulton como una casa de agenciamiento aduanal en el puerto de La Guaira. Como hecho curioso, cabe el destacar que esta resulta ser la primera inversión realizada en Venezuela con capital venezolano-norteamericano. El inicio de las actividades operativas –o al menos, el primer registro que del inicio de las

---

<sup>35</sup> Otras empresas pertenecientes al segmento de inversiones patrimoniales son Ceprochoca (relacionada al área de la implementación y desarrollo de sistemas informáticos), Atlas Marine C.A. (vinculada a servicios y venta de equipos marítimos), Cerámicas Carabobo (Fabricación y Venta de Cerámicas y Refractarios); Sivensa (Siderurgia y Metalmeccánica), entre otras. Sin embargo, a motivos de nuestro análisis estudiaremos únicamente las inversiones que mantiene H.L. Boulton & Co. en Terminales Maracaibo, Avensa y C.I. Carabobo, dado que estas tres representan el 98,94% de las inversiones totales del grupo.

operaciones de la empresa se conserva- sucede en Noviembre de 1826, con el recibimiento de un cargamento de productos alimenticios. Desde entonces han pasado ya más de 170 años, en los cuales la empresa se ha ido posicionado como el mayor proveedor de servicio aduanales y de agenciamiento en el país, dejando a sus espaldas una historia muy amplia. Intentaremos el resumir de una manera breve la historia de los principales y más resaltantes hechos de esta empresa<sup>36</sup>:

1824.- John Boulton Townley funda la Casa Boulton en La Guaira.

1826.- En Noviembre, la Casa Boulton recibe de Norteamérica en el bergatin Swift, un cargamento de 269 barriles de harina; 100 barriles de carne de res y 50 de cochino; 16 barriles de queso; 34 barriletes de mantequilla; 101 barriles de manzana; 118 cajas de vino clarete y otras mercancías.

1839.- Se funda la línea naviera Red "D" Line, conjuntamente con John Dallett, socio de John Boulton Townley.

1841.- Se trasladan a Caracas parte de las oficinas principales. Se adquiere la antigua casa del Conde de la Granja, en la esquina conocida como la esquina del Conde, en donde actualmente funcionan las oficinas de la empresa.

---

<sup>36</sup> Para una revisión histórica más concienzuda, H.L. Boulton & Co. fundó en 1950 la Fundación John Boulton, en los cuales se conservan los documentos relacionados a la historia de la Casa Boulton desde 1841.

1842.- Durante el segundo período presidencial de José Antonio Páez, fueron trasladadas de Santa Marta a Caracas las cenizas del Libertador Simón Bolívar. Dichas cenizas fueron trasladadas a bordo del barco "La Constitución", "Circé" y el bergatín "Caracas". Este último, propiedad de John Boulton Townley y de la Red "D" Line.

1848.- Se funda Boulton Sons & Co., siendo sus socios: John Boulton Townley, sus dos hijos Henry Lord Boulton Schimmel y William George Boulton Schimmel y Royal Phelps. Henry Lord se encarga de los negocios en Venezuela y William George se muda a Filadelfia con su padre y dirige la Red "D" Line durante 30 años hasta su fallecimiento.

1851.- Se abre una Sucursal de Boulton Sons & Co. en Valencia.

1870.- Caracas pasa a ser la sede principal y La Guaira queda como agencia. Se adquiere la antigua casa del Conde de la Granja, en la Esquina de El Chorro, donde actualmente está construida la Torre El Chorro, sede principal de la empresa.

1875.- Se funda en Maracaibo H.L. Boulton Jr. & Co.

1876.- Henry L. Boulton Rojas forma parte de los promotores del Banco Caracas y es su primer Presidente.

1893.- Se funda la Cámara de Comercio de Caracas y Henry Lord Boulton Rojas es su primer Presidente.

1930-1940.- En ese período, la crisis económica mundial repercutió en Venezuela y en la Casa Boulton. Para ese entonces, la Dirección de la Compañía estaba a cargo de John Boulton Rojas y de sus dos hijos mayores, Henry Lord Boulton Olavarría (1898-1963) y John Boulton Olavarría (1899-1960) y sus dos más jóvenes hijos, Alfredo Boulton Pietri (1908-1996) y Andrés Boulton Pietri (1910-1998).

1940.- Fallece John Boulton Rojas, y sus herederos Doña Catalina Pietri de Boulton, y sus hijos Henry Lord, John, Alfredo y Andrés, convierten la empresa en una sociedad accionaria. A partir de ese momento, en 1940, Boulton contribuye a fundar varias empresas entre las cuales se destacan:

1943.- Se funda Boulton Bros S.A., en Puerto La Cruz para atender los negocios en el Oriente del país.

1943.- H.L. Boulton & Co. funda Seguros La Seguridad, C.A., sobre la cual mantuvo una participación mayoritaria hasta el año de 1994. En 1997 la aseguradora española Mapfre adquirió la mayoría accionaria y Boulton pasó a solo formar parte de su Junta Directiva

1943.- Henry Lord Boulton, en colaboración con la extinta Pan American World Airways y otros inversores, fundan a Aerovías Venezolanas S.A. -AVENSA-, para el transporte de pasajeros y carga a toda Venezuela.

siderúrgico y fabricante de piezas para la industria automotriz. Recientemente SIVENSA formó parte del grupo que adquirió SIDOR después de su privatización.

1949.- Fue factor importante en la fundación de MAVESA, grupo muy diversificado en la industrialización de alimentos y productos de limpieza, la cual fue adquirida en 2001 por el Grupo Polar.

1950.- Se crea la fundación John Boulton. Es una organización que se encarga de la investigación y estudio histórico/económico y pictórico de Venezuela.

1953.- H.L. Boulton & Co. fue un factor importante en la creación del Banco Provincial.

1956.- Se fundó Cerámica Carabobo, S.A.C.A. como filial de Cementos Carabobo. Hoy día Cerámica Carabobo es la empresa venezolana más importante en la fabricación de baldosas para pisos, paredes y refractorios y tiene una filial en la República Dominicana que fabrica baldosas.

1957.- Se funda TERMINALES MARACAIBO C.A. dedicada a los servicios y salvamentos lacustres, marítimos y fluviales a base de gabarras y remolcadores. Hoy en día, dos importantes empresas holandesas del ramo, SMIT TOWING Y BOSKALIS, son importantes accionistas.

1957.- Se compra de Productos MAR C.A., la empresa más importante empacadora de sardinas y atún. Se venden sus instalaciones industriales en 1994.

1960.- A partir del fallecimiento de Henry Lord Boulton Olavarría y de John Boulton Olavarría, la Organización fue dirigida principalmente por Andrés Boulton Pietri, hasta que en 1996, su hijo mayor Roger Boulton Figueira fue electo Presidente, pasando Andrés Boulton Pietri a ser Presidente de la Junta Directiva hasta su fallecimiento el 14 de enero de 1998. Roger Boulton Figueira está acompañado en la Junta Directiva por su primo hermano J. Howard Boulton Nuñez como primer Vicepresidente y su hermano William H. Boulton Figueira como Segundo Vicepresidente.

1961.- En asociación con el Gobierno Venezolano y AVENSA, se funda la Venezolana Internacional de Aviación, S.A. -VIASA-, donde AVENSA sin tener la mayoría accionaria y por un acuerdo con el Gobierno Venezolano, ejercía la administración de VIASA. En 1976 el Gobierno de turno pidió y exigió la separación de Boulton para constituir la en empresa estatal. En Enero de 1997 cesó sus operaciones y actualmente está en proceso de liquidación.

1965.- Se adquiere la mayoría accionaria de OFICINA TECNICA STUBBINS C.A., empresa representante y distribuidora de equipos industriales, de construcción e hidráulicos. En 1990 esta empresa cesó sus operaciones

1972.- Se fusionó Boulton Bros S.A. con H.L. Boulton & CO. S.A.

1975.- Se constituyó INMOBILIARIA 24, C.A., que tuvo como propósito la construcción de la Torre El Chorro, edificio Sede de H.L. Boulton & Co., S.A.C.A.. Allí se trasladó la organización en 1983

1980.- Se funda Boulton Bros de Margarita S.A. para operar en el Puerto Libre de Margarita. En 1994 liquidó sus actividades comerciales.

1992.- Se aprobó la conversión de la empresa en Sociedad Anónima de Capital Autorizado S.A.C.A. y la empresa se inscribe en las Bolsas de Valores de Caracas y Maracaibo y en la Bolsa Electrónica de Valores. A partir de ese momento, H.L. Boulton & Co, S.A.C.A., se convierte en una empresa pública. A Julio 1999 tenía más de 2.200 accionistas.

1997.- Se vende C.A. INDUSTRIAL DE PESCA (CAIP), empresa filial de Productos Mar C.A. y empaedora importante de sardinas y atún, adquirida en años anteriores.

1997.- Se cierra la División de Servicios Petroleros.

1998.- Se vende Viajes Boulton C.A. (VIBOCA).

2000.- Se ponen a la venta las acciones de Terminales Maracaibo C.A. y de AVENSA.

Como se puede observar, el proceso de diversificación emprendido a lo largo de los años por la empresa presenta una fuerte reconversión que ha incluido la venta de importantes negocios del grupo. En 1997 se fijan las actividades principales de la empresa, centrándose en el transporte de carga marítima y aérea, manejo de logística de carga y operador de terminales portuarios, por lo que se comienza con un fuerte proceso de reconversión que busca reducir la diversificación de actividades del grupo. Este proceso se encuentra aún vigente, he incluye un intento fallido de fusión realizado en 1999 con C.I. Carabobo, así como la puesta en venta durante el año 2000 de la participación que H.L. Boulton & Co. detenta sobre Avenza y sobre Terminales Maracaibo.

### **3.3) *Análisis organizacional de la empresa***

Dado el objetivo de esta investigación se divide la empresa en sus distintas unidades de producción, Basados en los análisis financieros de las empresas<sup>37</sup>, planteamos a continuación un análisis situacional de las empresas H.L. Boulton & Co., C.I. Carabobo y Terminales Maracaibo.

---

<sup>37</sup> Se realizaron análisis financieros de las empresas H.L. Boulton & Co., C.I. Carabobo y Terminales Maracaibo. Dichos análisis fueron realizados principalmente para poder sustentar las proyecciones de los estados financieros de las distintas empresas. Por ese motivo, se excluyen estos del cuerpo integral del trabajo; sin embargo, se adjuntan en los anexos del trabajo.

### 3.3.1) *C.I. Carabobo*

Originalmente fundada en 1947 con el nombre de Cementos Carabobo Sucre., esta empresa inicia actividades siendo una productora de cemento. En 1964, la compañía vendió su fábrica y otros activos a Consolidada de Cementos, C.A. (CONCECA), de la cual es dueña. A partir de entonces, la empresa realiza un cambio profundo en su razón social, pasando de la actividad cementera, a desarrollar operaciones en actividades netamente financieras. Actualmente el objetivo y razón de la empresa es el de desarrollar inversiones en el mediano y largo plazo en empresas industriales, intentando que estas sean de una cuantía tal que le permita tomar parte activa de las decisiones de las empresas. De esa forma, sus actividades comprenden la inversión en bonos, acciones, títulos valores, instrumentos mercantiles, obligaciones, bienes muebles e inmuebles. En 1995, la empresa cambió su nombre a C.I. Carabobo.

### 3.3.2) *Terminales Maracaibo C.A. y sus filiales.*

Es una compañía que se origina en Junio de 1957. Su principal objetivo es la prestar servicios de operaciones marítimas, lacustre, fluviales y portuarias, mediante la adquisición, ensamblaje, construcción, reparto, uso, fletamento, arrendamiento, comodato y en general toda clase de acto jurídico o materiales con gabarras,

remolcadores, barcazas, lanchas, balsas y toda clase de unidades marinas y fluviales. Enfoca sus operaciones en prestar servicios de todo tipo de operaciones marítimas y fluviales, así como construcción reparación y arrendamiento de toda clase de unidades marítimas y fluviales, es la empresa de mayores dimensiones en esta clase de actividades en Venezuela. Posee en la costa oriental del Lago de Maracaibo un terminal importante de embarcaciones medianas y pequeñas que prestan servicios a la extensa red de compañías petroleras.

La principal fuente de ingreso de la empresa proviene de los servicios de contratos fijos con vigencias entre uno o dos años, prorrogables. La empresa y sus filiales tradicionalmente prestan servicios a la industria básica petrolera, siendo sus principales contratos de operación los de PDVSA Petróleo y Gas, S.A. y con las empresas Carbones de Guasare, S.A. y C.V.G. Bauxilum, C.A.

### 3.3.3) *Aerovías de Venezuela (Avensa)*

Fundada en 1943, Avensa es una de las empresas pioneras de la aviación venezolana. Posee distintas rutas internacionales, como: Nueva York, Miami, Bogota, Ciudad de México, Panamá, Aruba, Curazao, Bonaire, Quito, Guatemala, San José de Costa Rica. En 1997, la empresa ganó en tribunales el derecho de explotar las rutas comerciales de Viasa (en la que Avensa tuvo un importante rol en su fundación y administración). Es dueña de la aerolínea Servicios Avensa, S.A. (Servivensa), la cual se

funda para atender las rutas locales, internacionales y otros servicios ejecutivos y particulares. Igualmente, fundan en 1974 la compañía Hoteles y Turismo Avena (Hoturvensa), con la finalidad de administrar las inversiones de la empresa en Hoteles y otros servicios turísticos. Entre estas inversiones, destacan el Campamento Canaima, Hotel Los Frailes, Hotel Lake Plaza, Hotel-Resort Páramo La Culata y el Hotel Casa Real.

Aparte de la participación del 8,92% de las acciones que mantiene H.L. Boulton & Co. en Avena, otros accionistas importantes son C.I. Carabobo, Henry Lord Boulton (uno de los directores de H.L. Boulton & Co.) y el Estado Venezolano. Actualmente, la empresa presenta graves problemas financieros que han puesto en juego su continuidad operativa<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> Para mayores detalles, referirse a la sección de análisis financieros contenida en los anexos del trabajo.

## CAPÍTULO 4. La Diversificación y la Creación de Valor

Los modelos parten de la realidad y se basan,  
en supuestos fuertes que no siempre se cumplen.  
Ignacio Vélez Pareja

### 4.1) *Estimación de la tasa de descuento histórica*

Como hemos observado en el marco teórico, la metodología para el cálculo de la tasa de descuento plantea los siguientes cálculos:

Estimación del retorno exigido a las acciones,  $K_e$ . Para ello nos basamos en el modelo CAPM. Esta parte requiere del cálculo y estimación de otras variables:

- Cálculo de la prima del mercado;
- Estimación de la tasa libre de riesgo;
- Cálculo de las betas.
- Estimación de la tasa de la rentabilidad exigida a la deuda,  $K_d$ .
- Cálculo del Promedio Ponderado del Costo de Capital,  $WACC$

Fernández (1999) realiza el cálculo de la rentabilidad del capital ( $K_e$ ) en distintos países, concluyendo que los resultados obtenidos muestran poca fiabilidad debido a problemas inherentes al cálculo de la prima de mercado característica de cada país. En ese sentido, el autor realiza estimaciones de la prima de riesgo para una muestra contentiva de 11 países desarrollados<sup>39</sup> para el período de 1970-1990. Los resultados obtenidos en dicha muestra son descartados por el autor, debido a que estos parecen ser poco fiables. En ese sentido, la muestra de primas de riesgo presenta una media de 2,80% con una elevada desviación estándar de 2.64%; mostrando inclusive que para el caso de España, durante el período se obtiene una prima de riesgo negativa, lo cual no cumple con la racionalidad económica.

En ese sentido, el Fernández parece tajante al afirmar con respecto a la metodología aplicada para el cálculo que:

*“... no sirve para calcular el risk premium de cada mercado: no tiene ningún sentido decir que el risk premium (entendido como rentabilidad adicional sobre la renta fija exigida a las acciones) de Italia en 1990 era de 0,34%, mientras que en Japón era de 6,74% y en Estados Unidos un 3,82%.”<sup>40</sup>*

---

<sup>39</sup> Específicamente Australia, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Holanda, Suiza, Inglaterra, Estados Unidos y España.

<sup>40</sup> Fernández, Pablo (1999) “Valoración de Empresas”. Gestión 2000. pagina 331.

Por esa razón, el autor propone la utilización de un método comúnmente utilizado por los inversionistas norteamericanos para calibrar el riesgo de sus inversiones en distintos mercados. En ese sentido, esta metodología se basa en la introducción de un término que refleje el riesgo país en el cálculo de  $K_e$ , para de esa forma corregir el retorno exigido del capital por el riesgo característico a cada nación. En ese sentido, la fórmula planteada en el marco teórico para el cálculo de  $K_e$  se verá modificada por la introducción del riesgo país -el cual estará representado por  $R_p$ . Planteándolo matemáticamente, la estimación del  $K_e$  quedará como:

$$K_{e_i} = R_f + R_p + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

donde:

$K_{e_i}$  = representa la tasa de descuento exigida por los inversionistas de capital norteamericanos para calibrar sus inversiones dado el riesgo característico del país  $j$ ;

$R_f$  = Tasa libre de riesgo para la economía norteamericana.

$\beta_i$  = Beta del Activo (calculado en base a los resultados de los mercados accionarios norteamericanos).

$E(R_m)$  = Rentabilidad exigida al mercado norteamericano.

$R_p$  = Variable de ajuste por Riesgo País.

Para la aproximación de la variable de ajuste por Riesgo País, Fernández recomienda la utilización de la calificación de riesgo soberana emitida por alguna calificadora de riesgo reconocida. El autor utiliza en el ejemplo la calificación de riesgo soberano emitida por Standard & Poor's.

Pablo Fernández (1999), es su texto de Valoración de Empresas (p. 333), nos ofrece una tabla para la estimación del impacto de la clasificación de riesgo país según Standard & Poor's, sobre la prima de riesgo del mercado estadounidense.

Tabla #1. Impacto de la clasificación de riesgo país (según Standard & Poor's) sobre la prima de riesgo del mercado estadounidense.

Rating	Spread sobre la prima de mercado estadounidense	Rating	Spread sobre la prima de mercado estadounidense	Rating	Spread sobre la prima de mercado estadounidense
AAA	0,00%	BBB	2,25%	CCC	7,00%
AAA-	0,25%	BBB-	2,65%	CCC-	8,00%
AA+	0,50%	BB+	3,00%	CC+	9,50%
AA	0,75%	BB	3,50%	CC	11,00%
AA-	0,95%	BB-	3,90%	CC-	12,25%
A+	1,20%	B+	4,40%	C+	13,75%
A	1,50%	B	5,00%	C	15,50%
A-	1,70%	B-	5,50%	C-	17,00%
BBB+	1,95%	CCC+	6,25%	D	19,00%

Fuente: Fernández, Pablo(1999) "Valoración de Empresas". Gestión 2000. Pag. 333.

Debido a estas razones, hemos decidido utilizar dicha metodología para el cálculo de la rentabilidad exigida al capital,  $K_e$ , en Venezuela. Para llevar a cabo la estimación de esta tasa de descuento nos basamos en las variables de la economía

Norteamericana y luego las ajustamos por paridad de intereses a la tasa de Rendimiento de Capital Venezolano. Se realiza la estimación de esta manera debido a que algunas variables necesarias para la obtención de  $K_{ei}$ , como las betas y el rendimiento del mercado  $R_m$ , no resultan ser muy representativas para las empresas que estamos analizando y además las condiciones de depresión en las que se encuentra el Mercado Bursátil Venezolano en la actualidad, su ineficiencia, poca profundidad, así como también la forma en que el Índice Bursátil se concentra en el movimiento de un grupo pequeño de acciones no comparables con las acciones de las empresas de nuestra investigación, nos ha llevado a realizar la estimación de  $K_{ei}$ , mediante variables comparativas en el mercado Norteamericano.

#### *4.1.1) Estimación de la rentabilidad exigida al capital para el mercado de Estados Unidos.*

##### **- Cálculo de la prima del mercado estadounidense:**

La prima de riesgo del mercado está dada por  $[E(R_m) - R_f]$ , que representa la rentabilidad adicional sobre la correspondiente a la renta fija sin riesgo que los inversionistas exigen a una cartera diversificada de acciones para invertir en renta variable.

En la práctica, la prima de riesgo suele aproximarse a través del uso de información histórica de la rentabilidad de la inversión en acciones con la rentabilidad de la renta fija sin riesgo. En ese sentido suele usarse para realizar los cálculos de la prima de riesgo las medias aritméticas o medias geométricas de las rentabilidades obtenidas en el mercado accionario y del riesgo de mercado. Ross, Westerfield y Jaffe (1995) y Damodaran (2000) recomiendan el uso de la media geométrica para el cálculo de la prima de riesgo. De la misma forma, Fernández (1999) cita un trabajo de Copeland, Koller y Murrin (1990), en el cual estos autores recomiendan el uso de una prima de riesgo entre 5% y 6%, basado esto en la diferencia entre las rentabilidades geométricas del índice S&P500 y de los bonos del Estado a largo plazo.

Para la estimación de la prima de mercado norteamericana, hemos decidido utilizar –debido a las opiniones vistas– la prima de riesgo como la diferencia entre las rentabilidades geométricas de la rentabilidad de la inversión en acciones con la rentabilidad de la renta fija sin riesgo. Para ello, haremos uso de la data histórica recopilada por Damodaran<sup>41</sup>. En ese sentido, calcularemos la prima de riesgo a través de las diferencias de las medias geométricas para el retorno anual de las inversiones en acciones y el retorno anual de las inversiones en Letras de Cambio del Tesoro Estadounidense (T-Bills)<sup>42</sup>. Los cálculos los haremos en base a un período comprendido por 1962-2000.

---

<sup>41</sup> Esta data esta disponible en <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

<sup>42</sup> Utilizaremos el rendimiento anual de las Letras de Cambio del Tesoro Norteamericano (*T-Bills*) como la tasa libre de riesgo para la economía norteamericana. En la práctica, generalmente se utiliza dicha tasa

**- Estimación de la prima de riesgo norteamericana**

Tabla #2. Prima de riesgo del mercado estadounidense.

Periodo	Media Geométrica del retorno del mercado accionario	Media Geométrica del retorno de los T-Bills	Prima de Riesgo (Rm-Rf)
1962-2000	11,50%	6,19%	5,30%

Fuente: - Damoraran. Disponibles en <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>  
- Cálculos propios

**- Estimación de la tasa libre de riesgo para la economía norteamericana**

Tal como se observó anteriormente, la tasa libre de riesgo de la economía norteamericana se aproximará a través de los retornos promedio de las Letras de Cambio del Tesoro Norteamericano. Dada las características de estos bonos, los cuales a lo largo de su historia no presentan registros de incumplimiento, además del bajo nivel de volatilidad y del respaldo que les ofrece el Gobierno de Estados Unidos, se entienden como emisiones libres de riesgo de insolvencia y volatilidad. Además, dado que estos bonos están emitidos en dólares, se suponen además libre de riesgo por pérdida de valor.

---

como indicador de la tasa libre de riesgo, dado que “esta no presenta casi en absoluto la volatilidad que se aprecia en el mercado de valores” [Ross, Werterfield y Jaffe (1995)]. Además, se supone que dichas letras tienen cero riesgo de pago, dado que estas están garantizadas por el gobierno de Estados Unidos.

Tabla #3. Tasa libre de riesgo de la economía estadounidense.

Año	T-Bills
1995	5,14%
1996	4,91%
1997	5,16%
1998	4,39%
1999	5,37%
2000	5,73%

Fuente: Damodaran.

<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

#### - Determinación de la prima por riesgo país

Para la determinación de las primas por riesgo país, haremos uso de la metodología y valores de ponderación propuestos por Fernández(1999) que fueron expuestos anteriormente.

Para ello, obtuvimos la calificación de riesgo emitida por Standard & Poor's de riesgo soberano para el largo plazo de Venezuela.

- **Clasificación de Riesgo País para Venezuela según Standard & Poor's**

Tabla #4. Estimación del riesgo País según Standard & Poor's

	Largo Plazo/Perspectivas/Corto Plazo
June 21, 2000	B/Stable/B
Dec. 21, 1999	B/Stable/B
Aug. 31, 1998	B+/Negative/B
June 5, 1997	B+/Stable/B
June 26, 1996	B/Positive/C
Feb. 23, 1996	B/Negative/C
Nov. 21, 1995	B+/CW-Neg./B
July 27, 1994	B+/Negative/B
June 16, 1994	BB-/CW-Neg./B
March 4, 1994	BB-/Stable/B
April 5, 1993	BB/Negative/B

Fuente: <http://www.standardandpoors.com/RatingsActions/RatingsLists/Sovereigns/index.html>

De esa forma, el impacto anual que sobre la prima de riesgo Norteamérica tendrá la clasificación de riesgo país de Standard & Poor's será la siguiente, para Venezuela:

Tabla #5. Impacto de la clasificación de riesgo país de Venezuela, según Standard & Poor's, sobre la prima de riesgo del mercado estadounidense.

	Impacto sobre la prima de riesgo americana
2000	5,50%
1999	5,50%
1998	4,40%
1997	4,40%
1996	5,50%
1995	4,40%
1994	4,40%
1993	3,50%

#### - Beta por sector industrial

Como observamos en el marco teórico, la beta viene representada por la rentabilidad estandarizada de la rentabilidad del título con la rentabilidad de la cartera de mercado. De esa forma, su valor representará la sensibilidad de la rentabilidad de la acción con respecto a la rentabilidad del mercado. Para el cálculo de las betas de cada una de las empresas que se analizan en nuestro estudio, se toma la beta desapalancada o beta de los activos, ya que ella es la utilizada para el cálculo del rendimiento del capital. En la literatura (referirse a Fernández (1999), Damodaran (varios trabajos), Ross, Westerfield y Jaffe (1995) y Brealey Myers (1991)) se recomienda sustituir en el cálculo de la beta la covarianza de la acción de la empresa en particular por la covarianza de una cesta de acciones pertenecientes a la misma industria. Esto se realiza para evitar que la beta a utilizar se vea viciada por los movimientos característicos de la acción. De igual

forma, Damodaran (2000) recomienda el uso de información bursátil de al menos cinco años del mercado accionario. En ese sentido, de no poseerse dicha información, se suele estimar la beta usando para ello la información disponible; todo lo cual podría traducirse en betas poco significativos estadísticamente.

Dada la dificultad que implica la obtención de la data necesaria para el cálculo de las Betas por sector industrial de la economía Norteamérica, nos basaremos en las Betas calculadas por Damodaran<sup>43</sup> por Sector Industrial para el año 2000. Asumiremos además, basados en dicha dificultad y en las características propias del mercado bursátil de Estados Unidos, que dichas betas permanecerán constantes a lo largo del tiempo.

Debido a que en la investigación estamos tomando una serie de empresas que se desenvuelven en distintas áreas de la economía, resultará necesario asignar una beta distinta para cada empresa a analizar. De esta forma, se obtiene una estimación más precisa de los rendimientos requeridos de capital, al tomarse en cuenta las características de riesgo de cada sector.

De esa forma, y dada la estructura organizacional de H.L. Boulton, podemos definir sus actividades de la siguiente forma:

Actividades medulares: las cuales, como hemos observado, se relacionan con la agencia aduanal, almacenaje, transporte y servicios marítimos y navieros. Para su estimación, utilizaremos la beta de una empresa diversificada.

*Beta para las Inversiones:*

---

<sup>43</sup> Dichas betas están disponibles on-line, en el *site* del Autor: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)

C.I. Carabobo: La beta a utilizar para el cálculo del  $K_e$  característico de C.I. Carabobo, será aproximada a través de la beta característica de una empresa extranjera de inversiones. Esto debido a que como hemos podido observar con anterioridad, es una empresa cuya función principal es la de servir de tenedora de acciones (especialmente de Cerámica Carabobo).

Terminales Maracaibo: Dado que esta empresa desarrolla operaciones en actividades como operaciones marítimas, fluviales y lacustres, así como otros servicios marítimos; hemos decidido la utilización de la beta correspondiente a las empresas dedicadas a operaciones marítimas.

De esta forma, los valores de las Betas a utilizar son:

Tabla #6. Betas característicos por Empresa

	Clasificación	Beta
H.L.Boulton	Co. Diversificada	0,69
Terminales Maracaibo	Marítima	0,4
C. I. Carabobo	Compañía de Inversión Ext.	1,08

4.1.2) *Estimación de la rentabilidad exigida al capital para el mercado Venezolano.*

La tasa de descuento que se obtuvo en el apartado anterior muestra el rendimiento requerido por una inversión de Estados Unidos en el extranjero; es decir, su

rendimiento exigido en dólares. De esa forma, y para que la fórmula anterior represente el rendimiento requerido por el capital venezolano (en bolívares), es necesario incorporarle un diferencial que ajuste por paridad de intereses el análisis anterior; este diferencial debe representar la relación entre las tasas de ahorro a largo plazo de las economías involucradas -en este caso las economías Venezolana y la de Estados Unidos- obteniendo de esta manera la siguiente ecuación:

$$Ke_i = \left[ 1 + (Rf + Rp + \beta_i [E(Rm) - Rf]) \times \left( \frac{1 + TasaVenezolana}{1 + TasaUSA} \right) \right] - 1$$

donde:

$Ke_i$  = representa la tasa de descuento exigida por los inversionistas de capital norteamericanos para calibrar sus inversiones dado el riesgo característico del país j, en bolívares;

$Rf$  = Tasa libre de riesgo para la economía norteamericana.

$\beta_i$  = Beta del Activo (calculado en base a los resultados de los mercados accionarios norteamericanos).

$E(Rm)$  = Rentabilidad exigida al mercado norteamericano.

$Rp$  = Variable de ajuste por Riesgo País.

Tasa Venezolana = Tasa Pasiva promedio de 90 días en la economía Venezolana.

Tasa USA = Tasa Pasiva Promedio de 90 días en la economía de USA.

De esta forma se completan los requisitos necesarios para la obtención de la tasa de retorno del capital Venezolano a través del modelo del CAPM.

#### *4.1.3) Estimación de la tasa de retorno de la deuda*

Basándonos en los costos de deuda promedios del mercado financiero Venezolano, tomamos la tasa activa promedio de los seis bancos más importantes del país<sup>44</sup>. Luego para las proyecciones de las tasas de retorno de la deuda –y de la misma forma que lo hicimos en el retorno del capital- se toman los promedios móviles de los últimos tres años.

Al incluir los efectos de efectos de ahorros fiscales de la deuda, es necesario tener la tasa impositiva del impuesto sobre la renta (ISLR), el cual estimamos que se mantiene constante en un nivel de la tasa promedio corporativa del 34%.

#### *4.1.4) Estimación del WACC o Promedio Ponderado del Costo de Capital:*

Una vez que se dispone de las tasas de retorno de la deuda y del capital, es necesario conocer la ponderación de cada una de estas tasas dentro del WACC. Para ello, se pondera la tasa de rendimiento de capital con la relación  $C/(C + D)$ ; mientras que la tasa de retorno de la deuda es ponderada por la relación  $D/(C + D)$ .

---

<sup>44</sup> Información que se obtuvo del Banco Central de Venezuela. [www.bcv.org.ve](http://www.bcv.org.ve)

Con los datos anteriores se dispondría de todos los requisitos para completar el cálculo del WACC, pero para las estimaciones futuras del WACC será necesario proyectar el Balance General para obtener las proyecciones de la deuda y del capital. El método que utilizamos para realizar esta proyección es explicado en forma detallada más adelante.

#### **4.2) *Análisis de las Variables Macroeconómicas***

Para el análisis y proyección de las variables macroeconómicas, nos basamos en primer lugar en el movimiento histórico de algunas de ellas, en especial de aquellas que afectan más directamente el desempeño de las empresas. Principalmente, las variables a tomar en cuenta son:

- PIB. Producto Interno Bruto. En este caso se toma el PIB nominal, para estimar las variables nominales, como las ventas que aparecen en los Estados Financieros de las empresas.
- Inflación.: Utilizaremos el IPC del área metropolitana de Caracas (año base 1984).

- Para la estimación de la devaluación del Bolívar es necesario estimar la diferencia entre la inflación de Venezuela y la inflación en USA acorde con la Teoría de la Paridad del Poder de Compra<sup>45</sup>.
- Tipo de Cambio.(Bs/\$): Se utiliza el precio para la compra promedio anual de la divisa Norteamericana.
- Tasas de Interés. (activas y pasivas). Se utiliza el promedio de las tasas de interés de los seis principales Bancos Comerciales en Venezuela<sup>46</sup>.

La siguiente tabla muestra la evolución histórica de dichas variables:

Tabla #7. Variables Macroeconómicas

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PIB (MM de Bs.)	13.685.686	29.437.682	43.211.926	52.030.300	61.917.874	83.479.639
Variación PIB (%)	N/A	115,10%	46,79%	20,41%	19,00%	34,82%
Tipo de Cambio (bs/\$)	176,4	416,3475	487,59	546,55	604,69	678,93
IPC	45,80%	73,60%	32,50%	26,60%	18,50%	12,50%
Consumer Price Index	2,8%	2,90%	2,30%	1,60%	2,20%	3,40%
Tasa Pasiva	24,79%	26,85%	14,62%	38,02%	18,90%	14,80%
Tasa Activa	40,24%	37,22%	22,16%	45,21%	31,89%	23,91%

Fuente: Banco Central de Venezuela. <http://www.bcv.org.ve>, Federal Reserve Bank <http://woodrow.mpls.frb.fed.us/economy/calc/hist1913.html> y cálculos propios.

Los supuestos macroeconómicos básicos que se toman en cuenta en las proyecciones son los siguientes<sup>47</sup>:

<sup>45</sup> La teoría de la Paridad del Poder de Compra se basa en la idea de que el tipo de cambio se ajusta de modo que una canasta de mercado de mercancías cueste lo mismo, sin que en ello importe el país donde esta se compre. Para un estudio más completo de esta teoría, referirse a Ross, Westerfield y Jaffe (1995), p.962.

<sup>46</sup> Nos basamos en los cálculos del Banco Central de Venezuela ([www.bcv.org.ve](http://www.bcv.org.ve))

- PIB se supone con crecimiento sostenido igual a tasa de inflación estimada del período más una tasa constante de 0.692% producto del promedio del crecimiento del PIB real en los últimos 5 años<sup>48</sup>.
- La inflación mantiene su tendencia actual, manteniéndose constante en un nivel de 10% a partir del 2003.
- Se establece que la inflación de precios internacional será constante y de 4% a partir del año 2001.
- El tipo de cambio variará acorde a la diferencia entre la inflación Venezolana y la inflación en Estados Unidos.
- El IVA y el ISLR se establecen a una tasa fija del 14,5% y 34% respectivamente.
- Las tasas de interés Nacionales e Internacionales: se estiman a través del método de promedios móviles recomendado por Damodaran (2000), en este caso nos basaríamos en promedios móviles de los últimos tres años.

---

<sup>47</sup> Estos supuestos forman parte –de manera directa o indirecta- de las proyecciones financieras. Su utilización queda establecida en los supuestos de proyección, los cuales se exponen en los anexos del trabajo.

<sup>48</sup> Se toma la variación del PIB real, calculada mediante la data suministrado por el Banco Central de Venezuela.

#### 4.3) Modelos de Valoración

Partimos del modelo de valoración mixto estudiado durante el desarrollo de marco teórico de esta investigación, para realizar las valoraciones de las compañías C.I. Carabobo y Terminales Maracaibo. Una vez obtenidas las proyecciones y calculadas las tasas de descuento idóneas para cada empresa, procederemos a descontar los valores presentes de sus flujos libres de fondos<sup>49</sup>. Recapitulando, tenemos que el modelo en cuestión se basa en la siguiente fórmula matemática:

$$V_0 = D_0 + C_0 = \sum_{t=1}^{n-1} \frac{FCF_t}{\prod_{t=1}^{n-1} (1+WACC_t)^t} + \frac{\left( \frac{FCF_n}{WACC} \right)}{\prod_{t=1}^n (1+WACC_t)^t}$$

En donde:

FCF<sub>t</sub>= Flujo de caja para el período t;

WACC<sub>t</sub>= Tasa de descuento WACC característica del período;

---

<sup>49</sup> En el marco teórico de esta investigación establecimos como concepto de flujo de caja libre, o FOCF, como aquel flujo generados por los activos productivos de la empresa. Es decir, esto supuso que en el FOCF se tomará en cuenta únicamente el efectivo producido en las actividades productivas de la empresa, sin tener en cuenta el endeudamiento y después de impuestos. El cálculo de los flujos de caja realizado en nuestra investigación no elimina del FOCF el gasto de los intereses originados por la deuda, por lo que resultará necesario eliminárselos. Para ello, se los sumaremos luego de obtenido el FOCF.

#### 4.3.1) *Modelo de estimación de valor por análisis de ventas de filiales*

El modelo de estimación planteado tiene sus basamentos teóricos en el concepto fundamental del valor de un activo. Es decir, y tal como quedó previamente establecido en la teoría, sabemos que el valor de un activo es la suma de los flujos de caja futuros que este genere descontados a valor presente neto. En ese sentido, nos basamos en la hipótesis esgrimida por Lang y Stultz (1993) y Berger y Ofek (1995). Según estos autores, la diversificación por si sola ocasiona que la empresa diversificada genere flujos de caja diferentes a los que generaría si esta fuese separada en distintas unidades de negocio. De esa forma, se plantea explícitamente en nuestro modelo de estimación, que el valor de la empresa en caso de la venta de las unidades de negocios diversificadas, deberá ser mayor al valor de la empresa en caso de que esta conservase dichas unidades. Los resultados de este modelo se justificarían, y siguiendo ahora a Schingemann, Stultz y Walking (2000), en que la empresa valdrá más al desinvertir en los segmentos diversificados. Esto debido a las hipótesis que plantean dichos autores, a saber: hipótesis de la eficiencia; hipótesis de la especialización e hipótesis del financiamiento<sup>50</sup>. De igual forma, se puede esperar que la venta de las filiales planteadas (en el caso específico de Avenza y de Terminales Maracaibo) se realiza –y siguiendo nuevamente a los autores anteriormente citados- debido a que estas filiales poseen pobres flujos de caja<sup>51</sup>. En ese sentido, y siguiendo a Lang y Stulz (1993), Comment y Jarrell (1995), John y Ofek (1995) y Daley, Mehrotra y Sivakumar (1997), podemos esperar que la venta de

---

<sup>50</sup> Dichas hipótesis fueron explicadas anteriormente en el marco teórico.

divisiones genere un aumento del valor de la empresa, especialmente cuando la venta ocurre en aquellas divisiones no relacionadas con el negocio medular<sup>52</sup>.

El desarrollo de este modelo requiere la valoración en primera parte de aquellas empresas que bajo supuesto estarán sujetas a la venta. Luego, se requerirá el planteamiento de diversos escenarios para la valoración de la empresa diversificada, en nuestro caso H.L. Boulton & Co. En dichos escenarios, se valorará la empresa en el caso de la venta de las filiales y en el caso de que dicha venta no suceda. El modelo planteado parte de la hipótesis de que el valor de la empresa debería ser mayor en el caso de la venta de las filiales. Es decir, el valor actual de los flujos de caja de la empresa al vender los negocios no medulares (los que incluirían –y asumiendo como supuesto- el valor de la venta de la filial en el FOCF) deberá ser mayor que el valor actual de los flujos de caja de la empresa en caso de no realizar la venta (igualmente, se deberá asumir como supuesto que el FOCF incluye los ingresos por participaciones patrimoniales futuros).

#### **- Valoración de C.I. Carabobo**

Existen una serie de consideraciones especiales que hacer con respecto a la valoración de C.I. Carabobo. Debido al carácter financiero de esta empresa, y dado que además el ingreso que esta genera por intereses puede ser considerado como un ingreso operativo (la empresa opera sin deudas ni otros pasivos generadores de intereses), se considerará a estos como un ingreso operativo, y por ende, agregados en el FOCF.

---

<sup>51</sup> Referirse a los análisis financieros contenidos en los anexos.

La siguiente tabla nos muestra los valores de los flujos de caja libres estimados para la empresa durante el período de 2000 a 2005; igualmente, se muestran en la tabla las tasas de descuento, composición deuda-capital, betas, tasa impositiva y demás variables utilizadas para calcular la tasa de descuento (Wacc) idónea para la empresa. Finalmente, se incluye por practicidad el valor ya descontado de cada uno de los flujos de caja. La sumatoria de dicho valor representará el valor de la empresa.

Tabla #8. Valoración de C.I. Carabobo

	2001	2002	2003	2004	2005
<b>CAPITAL</b>	24.830.624	28.075.884	30.196.897	32.956.332	32.168.937
<b>DEUDA</b>	1.085.488	914.954	750.241	563.566	350.223
<b>D/(D+C)</b>	4,19%	3,16%	2,42%	1,68%	1,08%
<b>C/(D+C)</b>	95,81%	96,84%	97,58%	98,32%	98,92%
<b>Kd</b>	<b>33,67%</b>	<b>29,82%</b>	<b>29,13%</b>	<b>30,88%</b>	<b>29,94%</b>
<b>T</b>	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
<b>Ke</b>	<b>35,94%</b>	<b>31,19%</b>	<b>31,00%</b>	<b>32,71%</b>	<b>31,64%</b>
<b>BETA</b>	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
<b>Rf</b>	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
<b>(Rm-Rf)</b>	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
<b>Rp</b>	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
<b>T.local</b>	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
<b>T.ext:</b>	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
<b>WACC</b>	<b>35,37%</b>	<b>30,83%</b>	<b>30,72%</b>	<b>32,51%</b>	<b>31,51%</b>
<b>WACC ACOM.</b>	1,353669187	1,770962294	2,314963435	3,067477477	
<b>FCF</b>	<b>4.077.725</b>	<b>3.204.518</b>	<b>3.178.841</b>	<b>2.466.866</b>	<b>1.324.186</b>
<b>FCF. DECONT</b>	3.012.350	1.809.478	1.373.171	804.200	1.370.079
<b>VAN</b>	<b>8.369.278</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes y la beta.

<sup>52</sup> En un sentido estricto, dichos autores se refieren a un aumento del valor de la empresa debido a una reacción favorable del mercado. Sin embargo, podríamos esperar que dicha reacción se deba en parte a una mejora en la productividad y en la eficiencia de la empresa.

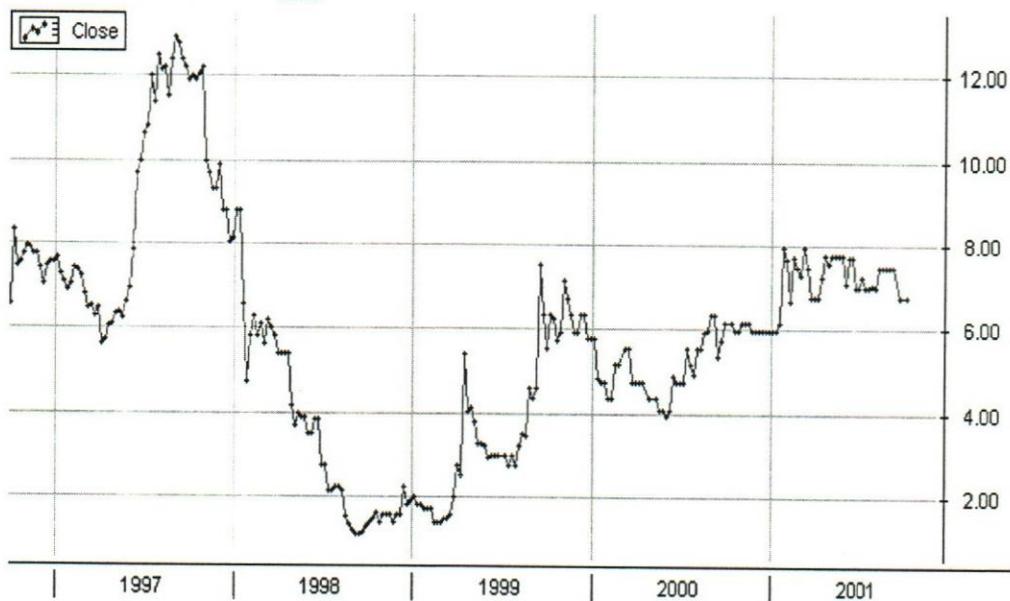
Como podemos observar, aplicando el método mixto de los flujos descontados de caja para hallar el valor de C.I. Carabobo, el valor estimado de la empresa es de VEB 8.36 millardos, lo que correspondería a un precio por acción de 6,97 bolívares.

Realizando la comparación con respecto al valor de mercado, obtenemos que el valor que le otorga a las acciones de C.I. Carabobo el mercado de bursátil es de VEB 7.2 millardos. Este valor es obtenido al calcular el valor de mercado de la acción el 31 de Diciembre del 2000 (6 Bs.) de la empresa por el número de acciones en circulación en ese momento (1.200.000.000 acciones en circulación).

El precio de la acción a la que H.L. Boulton registra su participación patrimonial en C.I. Carabobo es de 19,07 bolívares por acción, que correspondería con un valor de la empresa de 22.884.000.000 bolívares. Esto implica una sobrevaluación de la participación patrimonial por parte de H.L. Boulton & Co. con respecto al precio de mercado de 5.35 millardos de bolívares y una posible pérdida por venta de participación patrimonial si se desea vender la empresa en estas circunstancias.

# Corp.Ind.Carabobo B

currency: in Bolivar up  
to: 2001.10.05



Fuente: [www.economica.com](http://www.economica.com)

Como puede observarse en la gráfica adjunta, el precio de la acción se ve afectado, entre otros, por la crisis de los mercados asiáticos sucedida a finales de 1997, la crisis de los precios petroleros del año siguiente, el efecto contagio Rusia-Venezuela-Brasil y por la incertidumbre política que generaban las elecciones presidenciales que se llevarían a cabo en Diciembre de 1998. Podemos observar que la acción sufrió un duro castigo en su valor, cayendo desde un valor aproximado de 13 bolívares por acción, a un bolívar por acción en menos de un año. Luego el precio de la acción ha ido progresivamente aumentando, hasta llegar a un valor por acción de aproximadamente 6 bolívares para el 31 de diciembre del 2000. Durante Junio 2000, la acción alcanza mínimos históricos locales, por lo que pensamos que la venta del título por parte de la empresa ese año se vería negativamente influenciado por los precios a los que cotizaba en el mercado de valores. Se estima una subvaluación del mercado en el orden los 1.17 millardos, lo que significaría una subvaluación por acción de 0.9744 Bs.

#### **- Valoración de Terminales Maracaibo**

En este caso, por constituir Terminales Maracaibo una empresa apalancada, se le deberán incluir a la valoración a través del método mixto de los FOCF los gastos financieros originados por el pago de intereses. En ese sentido, y por las razones

establecidas con anterioridad, se le deben sumar a dichos flujos de caja los gastos ocasionados por los intereses de la deuda.

La siguiente tabla nos muestra el valor de los Flujos de Caja Operativos proyectados para Terminales Maracaibo. Se le anexa en la tabla los valores de las tasas de descuento que se utilizaron, así como también la beta y todas las variables utilizadas para obtener el valor actual de la empresa.

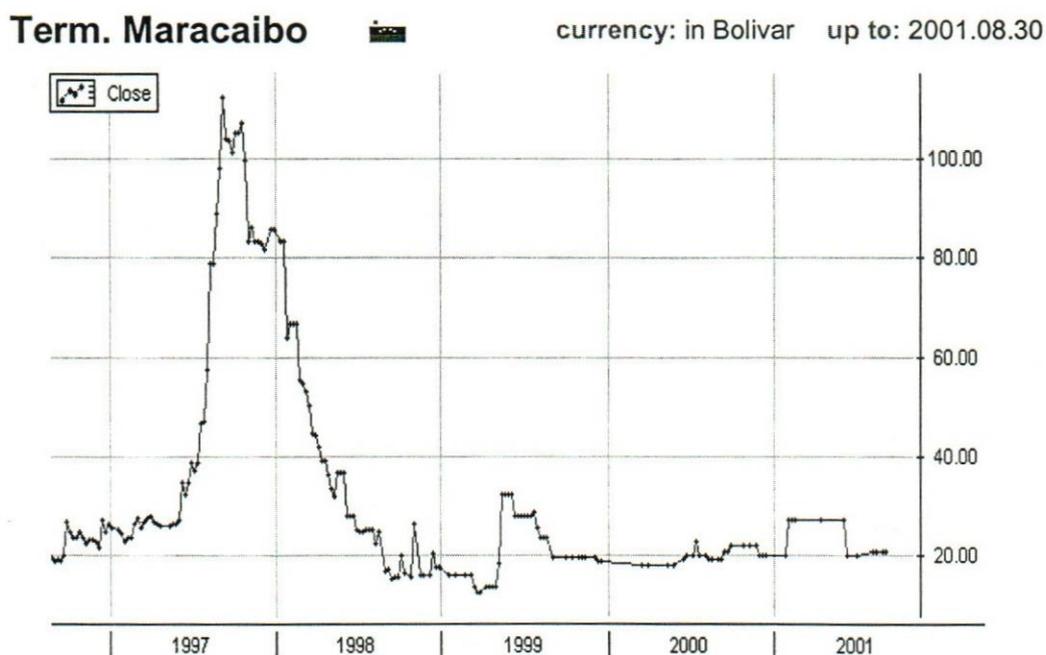
Tabla #9. Valoración de Terminales Maracaibo

	2001	2002	2003	2004	2005
<b>CAPITAL</b>	12.463.075	13.975.968	15.577.156	17.234.391	18.959.291
<b>DEUDA</b>	18.893.098	18.957.731	18.606.092	17.820.806	17.106.754
<b>D/(D+C)</b>	60,25%	57,56%	54,43%	50,84%	47,43%
<b>C/(D+C)</b>	39,75%	42,44%	45,57%	49,16%	52,57%
<b>Kd</b>	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
<b>T</b>	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
<b>Ke</b>	31,71%	27,13%	26,94%	28,60%	27,56%
<b>BETA</b>	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Rf</b>	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
<b>(Rm-Rf)</b>	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
<b>Rp</b>	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
<b>T.local</b>	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
<b>T.ext:</b>	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
<b>WACC</b>	26,00%	22,84%	22,74%	24,42%	23,86%
<b>WACC ACOM.</b>	1,259950322	1,547749509	1,899772069	2,363675091	
<b>FCF</b>	453.971	2.753.027	2.875.212	3.228.482	3.672.277
<b>FCF. DECONT</b>	360.309	1.778.729	1.513.451	1.365.874	6.511.499
<b>VAN</b>	<b>11.529.862</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes y la beta.

Como podemos observar, el valor estimado de la empresa es de VEB 11.52 millardos. Eso correspondería a un precio por acción de 29,72 bolívares. El valor de la acción en el mercado para finales de Abril del 2000 era de aproximadamente 18 bolívares por acción. Por ende, el valor de la empresa según el mercado (total de acciones por valor de la acción) era de VEB 6.982.380.000. Esto muestra que la empresa estaba subvalorada en el mercado en VEB 4,55 millardos.

El Valor en libros a lo que registra H.L. Boulton su participación patrimonial en Terminales Maracaibo es de 40 bolívares. Es decir, el valor de la empresa según el valor a que registra su participación H.L. Boulton en el patrimonio de Terminales Maracaibo sería para un valor de VEB 15.516.400.000. Esto implicaría una sobrevaluación de VEB 8.534.020.000 con respecto al precio de mercado por parte de H.L. Boulton, la cual registra en sus libros bajo el método de la participación patrimonial.



Como se puede observar, existe una subvaloración en el mercado en el orden de los 4.547.482.000 Bolívares. Esto implica una subvaloración por acción de 11.72 bolívares por acción. El Valor estimado a través del método mixto planteado en la teoría es de VEB 11,53 millardos.

#### **- Valoración de H.L. Boulton & Co.**

La valoración de H.L. Boulton & Co. implica una pequeña dificultad conceptual, dado que asumiremos como supuesto (que además del valor del gasto en intereses) que se le agrega a los FOCF los ingresos proyectados de sus filiales; es decir, la participación sobre los beneficios de sus filiales en los que H.L. Boulton & Co. tiene derecho. Dicho supuesto -como anteriormente fue explicado en el desarrollo del modelo- nos permitirá evaluar los efectos que puede generar en la empresa H.L. Boulton & Co. la diversificación corporativa. Es decir, este modelo parte del supuesto que los ingresos que le genera a H.L. Boulton & Co. sus participaciones patrimoniales (en nuestro caso, Terminales Maracaibo, C.I. Carabobo y Avenza) pertenecen a las actividades operativas de H.L. Boulton & Co.

Esto nos permitirá evaluar de una manera directa la hipótesis general y las hipótesis específicas que nos hemos planteado en nuestra investigación. Es decir, podremos evaluar el efecto que sobre el valor de la empresa ejerce la diversificación

corporativa; además de poder responder a la pregunta sobre el efecto que sobre el valor de H.L. Boulton & Co. genera la venta de Terminales Maracaibo, de Avenza y de C.I. Carabobo.

Como sabemos, la situación de la empresa para Junio del 2000 incluía la puesta en venta de la participación patrimonial que H.L. Boulton & Co. posee en Terminales Maracaibo y en Avenza. Dicha venta se plantea asumiendo como precio de venta en conjunto 787,80 millones de bolívares. Esta decisión le acarrea una pérdida al patrimonio de H.L. Boulton & Co. de 860,42 millones bolívares<sup>53</sup>, la cual resulta de

---

<sup>53</sup> El método para registrar las inversiones que una compañía mantenga en acciones de otra compañía varía dependiendo del porcentaje del capital social que se tenga sobre la otra sociedad. Refiriéndose a esto, Catacora (1998) comenta "En los grupos económicos, es frecuente encontrarse que existan empresas que poseen un alto porcentaje del capital social de otra entidad relacionada al grupo, por lo cual su tratamiento debe ser diferente". Más adelante: "Hasta un 20% de posesión: el principio para su contabilización debe ser el del **costo histórico**, es decir, el efectivo desembolsado en la fecha en la cual se hizo la inversión en acciones". Con respecto a las inversiones que impliquen entre un 20% y un 50% de posesión, el autor señala: "el método contable para reflejar el valor de la inversión en acciones debe ser el del costo histórico, es decir, el valor del efectivo o sus equivalentes desembolsado en la fecha de adquisición y los posteriores aumentos o disminuciones que se tengan en el patrimonio de la entidad en la cual se tenga la inversión, este método contable es conocido como **método de la participación patrimonial** para contabilizar la inversión en acciones de una sociedad". Catacora, Fernando (1998). *Contabilidad, la base para las decisiones Gerenciales*. McGraw Hill, Caracas. P. 144. Sin embargo -y a pesar de que la participación patrimonial que mantiene para el año 2000 H.L. Boulton & Co. sobre Terminales Maracaibo y Avenza es de 9,6% y 8,92% respectivamente- en las notas de los estados financieros se observa que aquellas participaciones en las cuales se posee menos del 20% del capital y se ejerce influencia significativa en las políticas de la compañía receptora, también se contabilizan por el método de la participación patrimonial. En ese sentido, hasta el 30 de Junio de 1999, las inversiones que H.L. Boulton & Co. mantiene sobre C.I. Carabobo, Terminales Maracaibo y Avenza se registran bajo este método (en el caso específico de C.I. Carabobo, dicho método se utiliza igualmente en el 2000). Como ya se ha comentado con anterioridad, durante el año 2000 H.L. Boulton & Co. decidió poner en venta la participación que mantiene sobre Terminales Maracaibo y Avenza. Ese cambio en la intencionalidad de la inversión provoca un necesario cambio en el método contable utilizado para su registro. Esto se debe a que al pasar dichas inversiones de Inversiones en Compañías Afiliadas (las cuales se consideran permanentes y por lo tanto, de Largo Plazo) a Inversiones en títulos valores (consideradas de Corto Plazo), las inversiones no pueden seguir siendo registradas bajo el método de la participación patrimonial. En ese sentido, el registro de estas inversiones se realiza bajo la **regla de costo o mercado el más bajo**. Acorde a los Principios Contables Generalmente Aceptados, cuando existe la certeza de que la pérdida de valor de una inversión es permanente o importante, se debe efectuar un registro para llevar su valor al valor entre el costo histórico y el que resulte de aplicar su valor de mercado. Siguiendo a Catacora (1998). "... las

reconocer la pérdida de valor sobre las acciones de Terminales Maracaibo ocasionadas por las fluctuaciones de su acción en el mercado bursátil; en el caso de Avenza, dicha pérdida se origina por la situación financiera de la empresa.

Para el desarrollo del método de estimación de valor planteado, se requiere del formulamiento de distintos escenarios hipotéticos, en los que se realizan o no la venta de las filiales de H.L. Boulton & Co. sujetas a distintos supuestos. Para ello, se requerirá la elaboración de cinco escenarios hipotéticos distintos, a saber:

- Escenario #1 o Escenario Base: En este escenario –el cual parte de la situación real de la empresa reflejada en sus Informes Financieros- se asume que la empresa realiza la venta durante el año 2001 de Avenza y de Terminales Maracaibo<sup>54</sup>, aceptando el castigo por pérdida de valor. Los resultados de esa venta implican además la pérdida de los ingresos patrimoniales futuros que le generan Terminales Maracaibo y Avenza a H.L. Boulton, así como un ingreso extraordinario producto de dicha venta.
- Escenario #2: En este escenario se parte de una situación hipotética, en la cual H.L. Boulton & Co. no coloca a la venta las participaciones que

---

cuentas de inversiones deben ser reducidas cuando se tenga una baja que se considere permanente en el valor de mercado, por lo cual las inversiones a corto plazo son valoradas al menor entre su costo histórico y el valor del mercado.” *Ibíd.*, pág.148. Debido a esto, al momento de pasar las inversiones de ser consideradas permanentes a disponibles para la venta, se debe asumir como una pérdida por fluctuación de valores (o como una cuenta de castigo en inversiones en compañías afiliadas, como en el caso que nos corresponde) la cual registre la diferencia en el valor del costo a la que estaban registradas previamente en libros (bajo el método del valor patrimonial) y el valor real de esas inversiones en el mercado.

detenta sobre las empresas Terminales Maracaibo y Avenza, por lo que dichas empresas continúan perteneciendo al grupo. Esto supone el plantear un Balance General y un Estado de Ganancias y Pérdidas para 1999 reestructurado, en el cual se vuelven a registrar en libros las participaciones patrimoniales sobre las empresas por el monto establecido por el método de la participación patrimonial; de esa forma, se eliminan los castigos y el ingreso extraordinario que genera la venta de las empresas. Por último, se reintroducen en el Estado de Ganancias y Pérdidas los ingresos patrimoniales que generan Terminales Maracaibo y Avenza a H.L. Boulton.

- Escenario #3: En este escenario, el cual se deriva directamente de los supuestos del escenario #2, difiere únicamente en que el castigo sobre Avenza –el cual anteriormente era reversado- se supone como una pérdida permanente en el patrimonio, esto debido a la situación financiera de dicha empresa.
- Escenario #4: Dicho escenario se deriva nuevamente del escenario #2. En este caso, los castigos a las inversiones derivados de la puesta en venta de Terminales Maracaibo y Avenza se asumen como pérdidas patrimoniales permanentes.

---

<sup>54</sup> Se asume que la venta se realiza en efecto durante el año 2001, para poder de esa forma poder obtener un mayor rango de observación del efecto de la venta en los flujos futuros de la empresa.

- Escenario #5: En este caso, el escenario se deriva de los supuestos establecidos en el escenario #4. En este caso se plantea la venta de la Participación Patrimonial que sobre C.I. Carabobo posee H.L. Boulton & Co. Dicha venta, como pudimos observar en la valoración de C.I. Carabobo, supondrá igualmente un castigo por la pérdida de valor de la acción de C.I. Carabobo.

El objetivo que se persigue con esto es el de evaluar los efectos de la venta de las empresas no medulares sobre el precio de la empresa. En ese sentido, de ser verdadera la hipótesis de que la diversificación destruye valor, la simple venta de las empresas que “destruyen” dicho valor debería implicar una inmediata creación de valor para la compañía. En caso contrario, de resultar que la venta de las empresas resulta desfavorable para el valor de la empresa, se entiende que la diversificación generará valor a la empresa. El planteamiento de diversos escenarios hipotéticos se realiza con la intención de observar el efecto que sobre el valor de H.L. Boulton & Co. supone la venta de sus participaciones patrimoniales asumiendo las pérdidas que esto ocasionaría, dada la sobrevaloración con la que H.L. Boulton & Co. registra sus participaciones patrimoniales en libros, esto debido al método de la participación patrimonial.

## Estudio de Escenarios

### Escenario #1 (Escenario Base)

Se produce la venta de Avenza y de Terminales Maracaibo en el 2001. Se pierden los ingresos patrimoniales de ambas empresas y se produce un ingreso extraordinario para H.L. Boulton por el monto de la venta de sus participaciones patrimoniales; además, se incurre en un castigo por pérdida de valor patrimonial originado por la diferencia entre el valor en libros y el valor del mercado de las empresas a la venta (basado en la regla del costo o mercado el más bajo).

El valor de H.L. Boulton en el escenario planteado sería el siguiente:

Tabla #9. Valoración de H.L. Boulton & Co. Escenario #1

	2001	2002	2003	2004	2005
CAPITAL	6.660.674	8.291.799	9.855.195	13.570.949	17.048.762
DEUDA	20.759.165	19.801.869	18.640.222	16.253.780	14.399.158
D/(D+C)	75,71%	70,49%	65,41%	54,50%	45,79%
C/(D+C)	24,29%	29,51%	34,59%	45,50%	54,21%
Kd	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
T	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Ke	33,52%	28,86%	28,67%	30,35%	29,30%
BETA	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Rf	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
(Rm-Rf)	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Rp	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
T.local	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
T.ext:	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
WACC	24,97%	22,39%	22,50%	24,92%	24,93%
WACC ACOM.	1,249659027	1,529479372	1,873545369	2,340373636	
FCF	5.462.629	5.550.056	6.339.515	5.188.461	4.917.483
FCF. DECONT	4.371.296	3.628.722	3.383.700	2.216.937	8.427.790
<b>VAN</b>	<b>22.028.445</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes y la beta.

**Escenario #2**

Se reestructura el balance general del año 2000. Se eliminan los efectos de la puesta en venta de Avenza y de Terminales Maracaibo (se vuelven a registrar las inversiones como inversiones permanentes en compañías afiliadas). Se elimina el ingreso extraordinario por la venta de Terminales Maracaibo y Avenza, y se reintegran al Estado de Ganancias y Pérdidas los ingresos por la participación patrimonial en estas compañías.

El efecto sobre los flujos esperados de caja de este escenario reestructurado sería el siguiente:

Tabla #10. Valoración de H.L. Boulton & Co. Escenario #2

	2001	2002	2003	2004	2005
<b>CAPITAL</b>	6.879.338	8.301.768	9.302.157	12.039.198	14.211.097
<b>DEUDA</b>	22.664.889	21.980.569	21.400.788	20.046.528	19.552.519
<b>D/(D+C)</b>	76,72%	72,59%	69,70%	62,48%	57,91%
<b>C/(D+C)</b>	23,28%	27,41%	30,30%	37,52%	42,09%
<b>Kd</b>	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
<b>T</b>	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
<b>Ke</b>	33,52%	28,86%	28,67%	30,35%	29,30%
<b>BETA</b>	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
<b>Rf</b>	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
<b>(Rm-Rf)</b>	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
<b>Rp</b>	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
<b>T.local</b>	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
<b>T.ext:</b>	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
<b>WACC</b>	24,85%	22,20%	22,09%	24,12%	23,78%
<b>WACC ACOM.</b>	1,248522122	1,525681677	1,862713835	2,312015684	
<b>FCF</b>	5.357.967	6.199.724	6.921.624	5.532.265	5.338.386
<b>FCF. DECONT</b>	4.291.447	4.063.576	3.715.882	2.392.832	9.711.514
<b>VAN</b>	<b>24.175.251</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes y la beta.

Como podemos observar, el valor de quedarse con las filiales, es mayor al valor de venderlas. Esto estaría contraviniendo con la hipótesis planteada de que la diversificación de actividades destruye valor. Sin embargo, en este segundo escenario hipotético planteado se parte del supuesto de que al no disponer a la venta H.L. Boulton & Co. su participación en Terminales Maracaibo y Avenza, se estaría reversando el registro del castigo sobre ambas empresas. Dicho supuesto se sustituye en el Escenario

#3, y se asume que dada la situación financiera de Avenza, el castigo sobre el valor patrimonial de esta empresa se asume como una pérdida permanente<sup>55</sup>.

El planteamiento de este tercer escenario implicaría que la comprobación de las hipótesis se realizaría al comparar los resultados obtenidos en los escenarios #1 (Base) y el escenario #3.

### **Escenario #3**

Se reversa el registro de venta de Avenza y de Terminales Maracaibo. Se asume una pérdida patrimonial sobre el castigo de Avenza.

Los resultados por la aplicación de este escenario sobre los flujos de caja esperados son los siguientes:

---

<sup>55</sup> Este supuesto se asume dada la condición financiera de la empresa. Para una mayor explicación, referirse al análisis financiero contenido en los anexos de esta investigación.

Tabla #11.- Valoración de H.L. Boulton & Co. Escenario #3

	2001	2002	2003	2004	2005
CAPITAL	6.175.744	7.792.664	9.007.469	11.967.908	14.377.567
DEUDA	22.485.772	21.586.743	20.797.981	19.213.160	18.477.464
D/(D+C)	78,45%	73,48%	69,78%	61,62%	56,24%
C/(D+C)	21,55%	26,52%	30,22%	38,38%	43,76%
Kd	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
T	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Ke	33,52%	28,86%	28,67%	30,35%	29,30%
BETA	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Rf	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
(Rm-Rf)	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Rp	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
T.local	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
T.ext:	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
WACC	24,66%	22,12%	22,08%	24,21%	23,93%
WACC ACOM.	1,246559382	1,522264825	1,858432323	2,308295636	
FCF	5.405.076	6.237.465	6.876.061	5.456.467	5.209.954
FCF. DECONT	4.335.996	4.097.490	3.699.925	2.363.851	9.429.981
<b>VAN</b>	<b>23.927.243</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes y la beta.

En este caso, el valor obtenido al no realizar las ventas sigue siendo mayor al valor obtenido en el Escenario #1 (Base) en el cual se suponía la venta de Terminales Maracaibo y de Avenza. Al igual que para los resultados obtenidos anteriormente (comparación de Escenario #1 (base) y Escenario #2), los resultados de la comparación de los Escenarios #1 y #3 contravienen con nuestras hipótesis.

Basándonos en los supuestos anteriormente expuestos, se construye un nuevo escenario alternativo en el cual se asumen como permanentes las pérdidas de valor sobre Terminales Maracaibo y Avensa.

La comprobación de un cuarto escenario, requerirá la comprobación de los resultados obtenidos con el Escenario #1.

***Escenario #4***

En este escenario se consideran como permanentes el castigo por la pérdida de valor de las inversiones en Terminales Maracaibo y Avensa; no se realiza la venta de ninguna de las dos empresas.

Tabla #12. Valoración de H.L. Boulton & Co. Escenario #4

	2001	2002	2003	2004	2005
CAPITAL	6.072.168	7.730.347	8.992.293	12.000.986	14.461.616
DEUDA	22.418.034	21.473.825	20.638.986	19.004.543	18.217.142
D/(D+C)	78,69%	73,53%	69,65%	61,29%	55,75%
C/(D+C)	21,31%	26,47%	30,35%	38,71%	44,25%
Kd	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
T	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Ke	33,52%	28,86%	28,67%	30,35%	29,30%
BETA	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Rf	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
(Rm-Rf)	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Rp	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
T.local	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
T.ext:	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
WACC	24,63%	22,11%	22,10%	24,24%	23,98%
WACC ACOM.	1,246295099	1,521880071	1,858144339	2,30853843	
FCF	5.405.640	6.233.738	6.856.075	5.431.235	5.173.558
FCF. DECONT	4.337.367	4.096.077	3.689.743	2.352.672	9.344.763
<b>VAN</b>	<b>23.820.622</b>				

Expresado en miles de bolívars, con excepción de los porcentajes y la beta.

Los resultados obtenidos en este escenario siguen siendo consecuentes con los resultados precedentes. En ese sentido, los resultados de los distintos escenarios suponen que el quedarse con las empresas filiales le resulta más beneficioso a la empresa que el realizar la venta de las filiales; lo que se implicaría la generación de valor como producto de la diversificación de actividades.

Continuemos con el estudio de nuestros escenarios. En ese sentido, planteemos el escenario #5, en el cual evaluaremos los efectos que sobre el valor de H.L. Boulton &

Co. generaría una hipotética venta de C.I. Carabobo. En este escenario, nos basaremos en los supuestos previamente planteados. Para la comparación de los resultados, este escenario deberá ser comparado con el escenario propuesto #4. En ambos se supone la pérdida permanente de valor sobre Terminales Maracaibo y Avenza. El escenario #5 se distingue del escenario #4 en que ahora se supone la venta de C.I. Carabobo.

#### Escenario #5

En este escenario, se plantea la venta de C.I. Carabobo, asumiendo ahora el castigo por la venta de la inversión de la misma, además de asumirse como permanente los castigos sobre el valor de Terminales Maracaibo y Avenza.

Tabla #14. Valoración de H.L. Boulton & Co. Escenario #5

	2001	2002	2003	2004	2005
<b>CAPITAL</b>	2.416.081	4.079.356	5.068.161	7.555.769	9.461.709
<b>DEUDA</b>	16.137.227	14.915.796	14.285.476	12.981.499	12.608.371
<b>D/(D+C)</b>	86,98%	78,52%	73,81%	63,21%	57,13%
<b>C/(D+C)</b>	13,02%	21,48%	26,19%	36,79%	42,87%
<b>Kd</b>	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
<b>T</b>	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
<b>Ke</b>	33,52%	28,86%	28,67%	30,35%	29,30%
<b>BETA</b>	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
<b>Rf</b>	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
<b>(Rm-Rf)</b>	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
<b>Rp</b>	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
<b>T.local</b>	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
<b>T.ext:</b>	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
<b>WACC</b>	23,69%	21,65%	21,70%	24,05%	23,85%
<b>WACC ACOM.</b>	1,236930684	1,504776357	1,831348221	2,271748279	
<b>FCF</b>	6.634.596	4.819.974	4.832.232	3.909.425	3.999.299
<b>FCF. DECONT</b>	5.363.757	3.203.116	2.638.620	1.720.888	7.381.306
<b>VAN</b>	<b>20.307.687</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes y la beta.

El resultado de este escenario es similar a los resultados obtenidos en los escenarios anteriores. Este escenario supone –al igual que los anteriores- que se estaría generando una creación de valor con la diversificación corporativa, lo cual se contrapone con las hipótesis planteadas.

Estos resultados parecen ser concluyentes en rechazar el cumplimiento de nuestras hipótesis. Sin embargo, se establece la salvedad de que acorde al método de la participación patrimonial -el cual como quedo establecido es el usado para el registro de las acciones e inversiones permanentes en compañías afiliadas- al pasar la participación patrimonial a disponible para la venta –y por ende asumirse el castigo derivado de la aplicación de la regla de costo o mercado el más bajo- se crea algunos factores de distorsión lo suficientemente fuertes para restarle validez a nuestro método. En ese sentido, el castigo obtenido por reflejar al valor de mercado la inversión patrimonial, afecta significativamente el patrimonio de H.L. Boulton & Co. Esto genera una distorsión en la relación de capital-deuda de la empresa. En ese sentido, y refiriéndonos por ejemplo al Escenario #1, el escenario planteado supone que la relación capital-deuda de la empresa pasa del 57,33% al 75,57 %<sup>56</sup>. Evaluando un caso extremo, el cual correspondería la escenario #5, donde se asumen pérdidas permanentes en todas las inversiones patrimoniales, la relación de capital-deuda pasaría de un 57,33% en 1999 a

94,94% en el 2000 (el capital estaría disminuyendo de 14.74 millardos a 1,02 millardos. Esto nos hace pensar que los resultados obtenidos en nuestro modelo son espurios, y los mismos estarían explicándose por la variación en la estructura de capital que estaría ejerciendo un efecto directo muy grande sobre la tasa de descuento del WACC. Esto nos señala que la existencia de la sobrevaloración de las participaciones patrimoniales por parte de H.L. Boulton & Co. -las cuales se hayan escudadas por el método contable de la participación patrimonial- estarían escondiendo un grave problema de descapitalización de la empresa. Todos estos factores de distorsión nos llevan a rechazar los resultados obtenidos a través de este método, por considerarlos espurios y productos de los profundos cambios en la relación deuda-capital de la empresa.

Por esos motivos, se plantea la realización de un modelo de valoración alternativo, para de esa forma corroborar los resultados obtenidos por el método anterior de valoración. En ese sentido, resulta lógico pensar de que de ser ciertos los resultados previamente logrados por nosotros, los resultados de aplicar los mismos casos a un método de valoración de distinta estructura, deberán ofrecer iguales resultados.

#### *4.3.2) Método de estimación de valor por Flujos de Caja Incrementales*

Volvamos entonces al modelo de valoración de sinergias que planteamos anteriormente en el marco metodológico. Para ello, recordemos de Ross, Westerfield y

---

<sup>56</sup> La relación planteada proviene de estimar el total de deuda entre el total de deuda y capital, tanto para 1999 como para 2000.

Jaffe (1995), según los cuales la sinergia se podría definir como la diferencia entre la valoración de la empresa y la sumatoria del valor de cada una de sus unidades de negocios. Es decir, se asume que la sinergia es el valor actual de los Flujos de Caja incrementales.

Representando la sinergia matemáticamente, a través de la ecuación fundamental de la sinergia, obtenemos:

$$\text{Sinergia} = V_{ab} - (V_a + V_b + \dots + V_n)$$

Donde:

$V_{ab}$ : es el valor del grupo de unidades de producción.

$V_i$ : es el valor de la unidad de producción  $i$  (con  $i=1,2,3,\dots,n$ ).

Como se estableció en el marco teórico, se asume que si la diferencia entre el valor del grupo empresarial completo y la sumatoria del valor de las empresas pertenecientes al grupo diversificado separadamente es positivo, estamos en presencia de sinergia. Queda establecido además que la presencia de sinergia implica *per se* la existencia de creación de valor en una empresa diversificada.

Para determinar la creación o no de sinergia entre las distintas empresas del grupo, aplicaremos este modelo basado en el hecho de que al tener H.L. Boulton una participación en el patrimonio de una compañía filial –como sería para el caso de C.I.

Carabobo, Terminales Maracaibo y Avenza - es dueño en parte de todos los activos productivos de la empresa, por lo que será dueño de una parte de los flujos de caja que esta genere.

Podemos suponer entonces que a los flujos de caja provenientes de las actividades operativas de H.L. Boulton, se les podría agregar la participación en los flujos de caja de las filiales. Esto, al descontarlo a través de una tasa de descuento WACC<sup>57</sup> que asuma la participación que posee H.L. Boulton en la relación deuda-capital de sus filiales, debería reflejar el valor actual de todos los flujos de caja que espera obtener H.L. Boulton (correspondería esto con el término  $V_{ab}$  de la fórmula de la sinergia antes planteada). Ahora bien, de no existir sinergia –y por lo tanto, creación de valor- entre Terminales Maracaibo, H.L. Boulton y C.I. Carabobo, podemos suponer que la sumatoria de los flujos de caja descontados a la tasa WACC particular para cada uno de ellos, debería ser la misma que el valor actual de los todos los flujos de caja sobre los que H.L. Boulton posee derechos.

Se procede a calcular la cantidad de capital, la cantidad de deuda y el porcentaje de los flujos de caja sobre los cuales H.L. Boulton posee un porcentaje de participación. Para ello, asumimos entonces que los porcentajes accionarios del 2000 se mantienen constantes en el tiempo. Por ello, establecemos que:

---

<sup>57</sup> Para el término  $K_e$  usaremos la Beta característica de empresa diversificada.

la empresa sobre los flujos de sus filiales<sup>58</sup>. Adicionalmente a esto, se le agregan a la relación deuda-capital la participación de H.L. Boulton sobre la deuda y el capital de sus filiales. De esta forma se obtiene el valor actual del conglomerado (Vab):

Tabla #15. Valoración de los flujos de caja  
Incrementales H.L. Boulton & Co. conglomerada

	2001	2002	2003	2004	2005
CAPITAL	16.736.561	19.673.428	22.149.012	27.010.635	30.372.466
DEUDA	22.961.073	21.948.999	20.694.693	18.166.109	16.166.646
D/(D+C)	57,84%	52,73%	48,30%	40,21%	34,74%
C/(D+C)	42,16%	47,27%	51,70%	59,79%	65,26%
Kd	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
T	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Ke	33,52%	28,86%	28,67%	30,35%	29,30%
BETA	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Rf	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
(Rm-Rf)	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Rp	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
T.local	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
T.ext:	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
WACC	26,98%	24,02%	24,11%	26,34%	25,98%
WACC ACOM.	1,269841557	1,574865798	1,954597773	2,469475416	
FCF	6.888.372	7.070.882	7.389.795	5.741.155	5.186.345
FCF. DECONT	5.424.592	4.489.831	3.780.724	2.324.848	8.082.424
<b>VAN</b>	<b>24.102.419</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes y la beta.

<sup>58</sup> La participación que se asume de Avenza se toma en cuenta cuando se incorpora el castigo por pérdida patrimonial en la estimación del flujo de caja de H.L. Boulton.

Ahora bien, ya hemos calculado con anterioridad el valor actual de los flujos de caja de Terminales Maracaibo y C.I. Carabobo. Por ende, podemos calcular el total de la participación de H.L. Boulton, multiplicando dichos valores por el porcentaje accionario característico.

- Valor actual del 9,6% de los FOCF de Terminales Maracaibo.
- Valor actual del 35.76% de los FOCF de C.I. Carabobo.

El valor actual de las actividades medulares de H.L. Boulton se muestra en la siguiente tabla<sup>59</sup>:

Tabla #16. Valoración de los flujos de caja medulares de H.L. Boulton & Co.

	2001	2002	2003	2004	2005
<b>CAPITAL</b>	6.660.674	8.291.799	9.855.195	13.570.949	17.048.762
<b>DEUDA</b>	20.759.165	19.801.869	18.640.222	16.253.780	14.399.158
<b>D/(D+C)</b>	75,71%	70,49%	65,41%	54,50%	45,79%
<b>C/(D+C)</b>	24,29%	29,51%	34,59%	45,50%	54,21%
<b>Kd</b>	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
<b>T</b>	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
<b>Ke</b>	33,52%	28,86%	28,67%	30,35%	29,30%
<b>BETA</b>	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
<b>Rf</b>	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
<b>(Rm-Rf)</b>	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
<b>Rp</b>	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
<b>T.local</b>	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
<b>T.ext:</b>	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
<b>WACC</b>	24,97%	22,39%	22,50%	24,92%	24,93%
<b>WACC ACOM.</b>	1,249659027	1,529479372	1,873545369	2,340373636	

<sup>59</sup> Se utiliza para ello la proyección del escenario #3, el cual, como recordamos, mantiene la participación de Terminales Maracaibo en H.L. Boulton & Co. y asume como permanente la pérdida sobre Avena. Dado que compararemos el valor únicamente de las operaciones medulares de H.L. Boulton & Co., restaremos de los flujos de caja del escenario #3, los ingresos que le generan las participaciones patrimoniales en Terminales Maracaibo y C.I. Carabobo.

<b>FCF</b>	5.386.596	5.660.655	5.977.021	4.549.070	4.360.277
<b>FCF. DECONT</b>	4.310.453	3.701.034	3.190.219	1.943.736	7.472.828
<b>VAN</b>	<b>20.618.271</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes.

La sumatoria de los valores actuales del negocio medular de H.L. Boulton junto con las participaciones en filiales se muestra a continuación:

Tabla #17. Sumatoria de los valores actuales de las empresas Terminales Maracaibo, C.I. Carabobo y H.L. Boulton & Co.

<b>Empresas</b>	<b>VAN</b>	<b>Participación</b>	<b>Total</b>
<b>H.L. Boulton</b>	20.618.271	100,00%	20.618.271
<b>Terminales Maracaibo</b>	11.529.862	9,60%	1.106.867
<b>C.I. Carabobo</b>	8.369.278	35,76%	2.992.854
<b>Total</b>			<b>24.717.992</b>

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes.

Por lo tanto, la sumatoria de los valores actuales de las empresas por separado, acorde a la participación accionaria de H.L. Boulton en ellas, será igual a 24.717.992 M de bolívares.

Con estos resultados se procede a calcular la sinergia que originan las filiales en H.L. Boulton.

$$\text{Sinergia} = \text{Vab} - (\text{Va} + \text{Vb} + \dots + \text{Vn}) = 24.102.419 - 24.717.992$$

$$\text{Sinergia} = -615.573$$

Con el resultado que se obtiene por este método se demuestra que, tanto para H.L. Boulton como para sus filiales, el actuar por separado como empresas independientes les genera más valor que cuando se encuentran juntas bajo el concepto de empresas afiliadas. Esto debido a que al operar en conjunto, desarrollan una sinergia negativa, lo cual estaría implicando destrucción de valor.

Ahora bien, esta conclusión no puede ser extrapolada para el caso de cada empresa individualmente; esto debido a que dichas conclusiones se refieren a la sinergia existente entre H.L. Boulton & Co., Terminales Maracaibo y C.I. Carabobo en conjunto. Por ello, procederemos a realizar la comprobación de la existencia de sinergia con cada una de las filiales:

#### Demostración de sinergia entre H.L. Boulton & Co. y Terminales Maracaibo

El conglomerado constaría de las actividades medulares de H.L. Boulton y la participación de Terminales Maracaibo. Es decir:

Tabla #18. Valoración de los flujos de caja incrementales de Terminales Maracaibo y H.L. Boulton & Co.

	2001	2002	2003	2004	2005
CAPITAL	7.857.130	9.633.492	11.350.602	15.225.451	18.868.854
DEUDA	22.572.902	21.621.811	20.426.407	17.964.578	16.041.406
D/(D+C)	74,18%	69,18%	64,28%	54,13%	45,95%
C/(D+C)	25,82%	30,82%	35,72%	45,87%	54,05%
Kd	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
T	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Ke	33,52%	28,86%	28,67%	30,35%	29,30%
BETA	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Rf	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
(Rm-Rf)	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Rp	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
T.local	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
T.ext:	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
WACC	25,14%	22,51%	22,60%	24,95%	24,92%
WACC ACOM.	1,251385877	1,533093844	1,879615646	2,348652443	
FCF	5.430.178	5.924.946	6.253.041	4.859.004	4.712.816
FCF. DECONT	4.339.331	3.864.699	3.326.766	2.068.848	8.053.575
<b>VAN</b>	<b>21.653.218</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes.

La sumatoria de los valores actuales de las actividades medulares de H.L. Boulton y de la participación de Terminales Maracaibo se indica en la siguiente tabla:

Tabla #19. Sumatoria de los valores actuales  
de las empresas Terminales Maracaibo y H.L. Boulton & Co.

Empresas	VAN	Participación	Total
H.L. Boulton	20.618.271	100,00%	20.618.271
Terminales Maracaibo	11.529.862	9,60%	1.106.867
<b>Total</b>	<b>21.725.138</b>		

Como podemos observar, el valor esperado de los flujos de caja de las dos unidades de negocio por separado es mayor que el flujo de caja del conglomerado. Dado esto, podemos estimar un valor para la sinergia de:

$$\text{Sinergia} = V_{ab} - (V_a + V_b + \dots + V_n) = 21.653.218 - 21.725.138$$

$$\text{Sinergia} = -71.920$$

Se establece entonces la existencia de una sinergia negativa entre H.L. Boulton & Co. y Terminales Maracaibo. Por este método, se estaría comprobando la hipótesis sobre la destrucción de valor que le genera Terminales Maracaibo a H.L. Boulton & Co.

Demostración de sinergia entre H.L. Boulton & Co. y C.I. Carabobo:

El conglomerado estaría formado por las actividades medulares de H.L. Boulton y la participación de C.I. Carabobo, como se muestra a continuación:

Tabla #20. Valoración de los flujos de caja incrementales de C.I.Carabobo y H.L. Boulton & Co.

	2001	2002	2003	2004	2005
CAPITAL	15.540.106	18.331.735	20.653.605	25.356.134	28.552.374
DEUDA	21.147.336	20.129.057	18.908.508	16.455.312	14.524.397
D/(D+C)	57,64%	52,34%	47,79%	39,36%	33,72%
C/(D+C)	42,36%	47,66%	52,21%	60,64%	66,28%
Kd	33,67%	29,82%	29,13%	30,88%	29,94%
T	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Ke	33,52%	28,86%	28,67%	30,35%	29,30%
BETA	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Rf	5,04%	5,26%	5,22%	5,18%	5,22%
(Rm-Rf)	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%	5,30%
Rp	5,13%	5,38%	5,34%	5,28%	5,33%
T.local	23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
T.ext:	5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
WACC	27,01%	24,06%	24,16%	26,43%	26,08%
WACC ACOM.	1,270065208	1,575605878	1,956272774	2,473260412	
FCF	6.844.791	6.806.591	7.113.774	5.431.221	4.833.806
FCF. DECONT	5.389.322	4.319.983	3.636.392	2.195.976	7.493.450
<b>VAN</b>	<b>23.035.123</b>				

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes.

Por otro lado la suma de los valores actuales de las actividades medulares de H.L.Boulton y la participación de C.I.Carabobo resulta:

Tabla #21. Sumatoria de los valores actuales

de las empresas C.I. Carabobo y H.L. Boulton & Co.

Empresas	VAN	Participación	Total
H.L. Boulton	20.618.271	100,00%	20.618.271
C.I. Carabobo	8.369.278	35,76%	2.992.854
<b>Total</b>			<b>23.611.125</b>

Expresado en miles de bolívares, con excepción de los porcentajes.

Nuevamente, se observa que el valor actual agregado de los flujos de caja de las dos unidades de negocio por separado es mayor que el valor actual de los flujos de caja en conjunto. Dado esto, calculemos el valor de la sinergia para este caso:

$$\text{Sinergia} = V_{ab} - (V_a + V_b + \dots + V_n) = 23.035.123 - 23.611.125$$

$$\text{Sinergia} = -576.002$$

Se comprueba igualmente la existencia de una sinergia negativa entre H.L. Boulton & Co. y C.I. Carabobo. De esta forma, se estaría comprobando la hipótesis sobre la destrucción de valor que le genera C.I. Carabobo a H.L. Boulton & Co.

Los resultados obtenidos al realizar el análisis de sinergia por separado es consistente al que se obtuvo al realizar el análisis de sinergia del conglomerado. De esta forma, se comprueba que Terminales Maracaibo, C.I. Carabobo y H.L. Boulton & Co. son más valiosas estando separadas que unidas.

## CONCLUSIONES

El objetivo principal de nuestra investigación se centró en intentar determinar la relación empírica existente entre la diversificación corporativa y la creación de valor. Por esto, realizamos un estudio de caso para la empresa venezolana H.L. Boulton y algunas empresas pertenecientes a su rama de inversiones estratégicas no operativas, integrada por Terminales Maracaibo, Avenza y Corporación Industrial Carabobo.

Para intentar establecer dicha relación, se plantearon dos metodologías de estimación, ambas basadas en su estructura en el modelo mixto de valoración a través del descuento de flujo de caja. La primera metodología aplicada, consistió en la construcción de diversos escenarios hipotéticos de ventas de filiales. La lógica subyacente a este método radica en partir bajo el supuesto de que la diversificación destruye valor *per se*. Para dicho supuesto, nos basamos en las hipótesis de Lang y Stultz (1993) y Berger y Ofek (1995). De cumplirse esta hipótesis, el valor obtenido por la corporación al analizar algunos casos hipotéticos sobre ventas de filiales, nos permitiría concluir que el valor de la empresa luego de la venta de las filiales debería ser entonces mayor al valor de la empresa en caso de que dicha venta no se realizase. Como posibles fuentes explicativas a esto, nos referimos a las hipótesis de eficiencia, especialización y financiamiento planteadas Schingemann, Stulz y Walkling (2000) y a los estudios de Lang y Stulz (1993), Comment y Jarrell (1995), John y Ofek (1995) y Daley, Mehrotra y Sivakumar (1997), sobre los efectos sobre valor de la empresa con la venta de divisiones

no relacionadas con el negocio medular. Los resultados obtenidos a través de esta metodología resultaron contradictorios con la hipótesis de destrucción de valor. Sin embargo, dichos resultados son espurios, debido a los efectos negativos que sobre el valor de venta de la filial y sobre el patrimonio genera el cambio de intención de las inversiones patrimoniales, las cuales al pasar de inversiones en compañías afiliadas<sup>60</sup> a inversiones en acciones disponibles para la venta<sup>61</sup>, generan profundas pérdidas patrimoniales que afectan significativamente la relación deuda-capital de la empresa. En ese sentido, se estableció que escudados en el método contable de la participación patrimonial, H.L. Boulton & Co. mantiene una sobrevaluación de sus participaciones patrimoniales que les permite ocultar un grave problema de descapitalización de la empresa. De esa forma, quedo establecido que el registro de las participaciones patrimoniales que la empresa mantiene sobre Terminales Maracaibo, Avenza y C.I. Carabobo a su precio de mercado implicaría la aceptación de pérdidas patrimoniales que modificarían la relación deuda-capital de un 57,33% en 1999 a 94,94% en el 2000 (el capital disminuiría de 14.74 millardos a 1,02 millardos). Por estos motivos, se establece que dicha pérdida estaría crea un efecto indirecto por el cambio que sobre el *WACC* produce la variación en la estructura de capital-deuda.

Se desarrolló un método alternativo de valoración con la intención de validar o rechazar los resultados obtenidos por primer método utilizado. Dicho método, el cual

---

<sup>60</sup> las cuales se consideran permanentes y por lo tanto registradas a través del método contable de la participación patrimonial.

<sup>61</sup> lo que supondría la valuación de dichas inversiones a través de la aplicación de la regla contable de costo o mercado el más bajo.

denominamos método de valoración de sinergia, se basa en el concepto fundamental de la sinergia expuesto por diversos autores, entre los cuales encontramos a Ross, Jaffe y Westerfield (1995) y a Damodaran (2000). Este concepto establece que si el valor presente neto de los flujos de caja de la empresa diversificada son mayores que la sumatoria de los valores presentes de caja de cada unidad de negocios por separado, se estaría estableciendo una fuente de creación de valor conocida como sinergia. Para el desarrollo de este método, se parte del hecho de que la participación patrimonial en una empresa implica la participación en los flujos de caja que generen los activos de dicha empresa. Dado esto, se construyó artificialmente un flujo de caja incremental que incluía todos los flujos a los que tiene derecho H.L. Boulton por su condición de accionista patrimonial en dichas compañías. Dicho flujo sirvió para calcular un valor actual de los flujos de caja incrementales de la empresa diversificada. Este flujo se descontó a valor presente neto a través de una tasa que ponderaba la composición de capital-deuda asociada al flujo de cada empresa por separado. Ese valor se comparó con el valor de la sumatoria de los flujos de caja descontados de las unidades de negocios individuales. Los resultados obtenidos demostraron la existencia de destrucción de valor para las compañías estudiadas, al resultar estos últimos mayores que los primeros.

Posteriormente se desarrolló el mismo método para elaborar la comprobación de existencia de sinergia entre H.L. Boulton & Co. y cada filial separadamente. Esto se realizó debido a que los resultados previamente obtenidos solo referían la existencia de sinergia entre H.L. Boulton & Co. y sus filiales en conjunto. Los resultados obtenidos

demonstraron que no existe la creación de sinergia entre H.L. Boulton & Co. y sus filiales por separado.

Los resultados obtenidos en este modelo de valoración de sinergia nos permiten validar la Hipótesis General, la cual establecía que la diversificación de actividades resta valor a la empresa diversificada.

De igual forma, los resultados obtenidos en

Sin embargo -y a pesar de que los resultados obtenidos a través del método de valoración de sinergia parecen concluyentes, al afirmar la destrucción de valor que sucedería al mantener a H.L. Boulton & Co. y a sus inversiones no medulares juntas- la venta de las unidades no medulares generaría una descapitalización de H.L. Boulton & Co. que afectaría los resultados obtenidos por la separación de los negocios no medulares. Esto no permite rechazar ni aceptar las hipótesis específicas. Como recomendación, se establece que dichas unidades deberían ser vendidas dado que se demuestra la destrucción de valor que ellas le originan a H.L. Boulton & Co. Se recomienda la venta de dichas unidades luego de realizada una capitalización de la empresa, así como la eliminación de las distorsiones contables que genera la sobrevaloración de las empresas escudados en el método de la participación patrimonial.

## ANEXOS

### *Análisis Financieros*

#### *Análisis Financiero de H.L.Boulton:*

#### Principales Indicadores Financieros H.L. Boulton & Co.

<i>En millones de VEB</i>	30/06/98	30/06/99	30/06/00	30/06/99	30/06/00
Ventas Netas	19.540,0	19.091,4	18.457,0	-2%	-3%
Utilidad Neta	2.313,3	-9.392,9	-4.839,0	-506%	-48%
Margen Operativo	-8,7%	-11,0%	0,2%	27%	-102%
SGA/Ventas	102,2%	101,7%	87,5%	0%	-14%
EBITDA/Ventas	-2,2%	-1,7%	12,5%	-23%	-841%
Días de Cobro	175,8	130,6	56,4	-26%	-57%
Días de Inventario	0,0	0,0	0,0	-	-
Días de Pago	20,4	63,4	50,1	211%	-21%
NOCF	-	2.745,3	3.917,0	-	43%
EVITAD	-427,1	-321,1	2300,7	-25%	-816%
Deuda CP	5680,0	4010,8	5953,8	-29%	48%
Deuda LP	2964,5	6063,2	4705,8	105%	-22%
Concentración CP	68,8%	47,6%	59,4%	-31%	25%
Gastos en intereses	-1355	-2792	-2053	106%	-26%
Razón de liquidez	1,4	0,8	0,5	-43%	-43%
Total de Capital	21525	14747	6238	-31%	-58%
Total de Pasivos	13614	19820	19298	46%	-3%
Apalancamiento	0,63	1,34	3,09	113%	130%

Actualmente, H.L. Boulton & Co. se encuentra bajo un fuerte proceso de reestructuración de sus operaciones, en vista de poder enfrentar aquellas dificultades financieras a las que se enfrentan. En parte, dicho proceso a implicado la venta de importantes activos fijos y la desincorporación de diversas unidades de negocios, todo esto con la intención de mejorar las operaciones de la compañía.

#### **Ganancias y Pérdidas:**

*Ventas Netas:* Las Ventas Netas de la Compañía muestran una tendencia negativa, decreciendo a razón de 2% y 3% para los años 1999 y 2000 respectivamente. Las perspectivas del sector se muestran favorables para los próximos años. La sobrevaluación de la moneda *vis a vis* con el dólar, además de los signos de recuperación macroeconómica, pueden traducirse en un incremento de las importaciones totales del país. Dado que uno de los negocios principales de H.L. Boulton en el país es la agencia aduanera, en donde la empresa muestra un sólido posicionamiento dada su vasta experiencia de más de 170 años, aunado a la profunda reforma fiscal que lleva a cabo el Seniat en las Aduanas -que incluye la eliminación de aduanas paralelas y al automatización de las operaciones- las perspectivas lucen favorables para la empresa. La utilidad de la compañía muestra un comportamiento desfavorable, mostrando unas altas pérdidas al cierre de los ejercicios del año 1999 y 2000. Los costos de Administración y Ventas muestran una tendencia negativa, que se remarca para el año 2000, al caer de un 101,7% a 87,5% como porcentaje de las ventas, esto producto de la

reforma operativa que la empresa viene llevando a cabo. Esto se refleja en la razón de EBITDA/Ventas, la cual, luego de dos años con márgenes negativos (-2.2% y -1,7% para 1998 y 1999 respectivamente), se ha recuperado para alcanzar un 12,5%.

**1998:** Se registraron pérdidas operativas de más de 1,6 MMM; la utilidad neta (VEB 2,13 MMM) obtenida ese año se explica fundamentalmente en los ingresos no operativos derivados en la venta de inmuebles y activos fijos, que implicaron ingresos de más de 2,5 MMM, así como el beneficio obtenido por las compañías relacionadas, que estuvo en el orden de 1.6 MMM.

**1999:** Se finalizó el año con pérdidas históricamente altas de más de 9,1 MMM. La compañía presenta pérdidas operativas de 2,1 MMM. Aunado a esto, se incluyen los resultados adversos obtenidos por las filiales (-4 MMM) y pérdidas producto de posicionamiento monetarios (-2,1 MMM). Se crearon reservas para contingencias por un monto de 190,71 MM de Bs. y se incrementan en un 686,52% a 1500 MM de Bs. (110% de las pérdidas no operativas) en un año. Ese año se comienza la revisión de la cartera de cuentas por cobrar, y se incluyen en el ejercicio pérdidas por cuentas incobrables de 1,8 MMM. Esas pérdidas se ven paliadas por un ingreso proveniente de inversiones en activos financieros de 4,5 MMM.

**2000:** Los resultados de las reformas operativas se empiezan a observar, al obtenerse beneficios en operaciones por primera vez en tres años. Sin embargo, la pérdida neta se ve fuertemente influenciada por la pérdida extraordinaria originada en la reestructuración de la cartera de cuentas por cobrar iniciada el período anterior (VEB 4,9

MM), pérdida que representaba un aproximado del 70% de la cartera de cuentas por cobrar de la compañía. Se incrementó el monto de la Reserva para Contingencia, el cual se elevó a 1,5 MMM. Dicho monto se origina por las reservas constituidas por los posibles problemas tecnológicos e informáticos relacionados con el problema del año 2000 (Y2K). Se registraron pérdidas por operaciones discontinuas debido al cierre de operaciones de la división de logística de carga. Se pasó la cartera de clientes a Fritz de Venezuela C.A y se constituye Fritz-Boulton S.A. (Octubre 1999). Esta operación implica cierre de la división, liquidación de personal y venta de activos, lo cual representa unas pérdidas netas de 442 MM para el año 2000 (32,5% de las pérdidas no operativas).

#### **Balance General:**

Los activos totales de H.L. Boulton & Co. muestran una fuerte tendencia a la baja, con una reducción del orden del 26% en el último periodo, cuando en el período anterior la reducción fue de solo 1.63%. Esta tendencia se debe, entre otros, a la disminución en el efectivo, que tiene en los dos últimos periodos descensos de 45.25% y 55.25% respectivamente; las cuentas por cobrar se redujeron en los dos últimos años en 11.22% en 1999 y 57.28% en el 2000, esto como producto de la revisión y paso a pérdidas de cuentas incobrables por fuertes montos (señalado en el punto anterior). Como colación, se puede observar una fuerte caída de los activos circulantes, que caen de 14, 5 MMM en 1998 a 5,7 MMM en el 2000, una reducción de más del 60% en tres años. Esto origina graves problemas de liquidez a la empresa (ver análisis de ratios). El

activo fijo, luego de un fuerte incremento del 68.38% en 1999, se reduce en 23.36% en el 2000. Se observa además una reducción de las Inversiones en Subsidiarias y Filiales, que registran una disminución total de más del 33% en los tres años. Esto se debe principalmente a la venta y desincorporación de inversiones, así como también a los graves problemas financieros que enfrentan algunas de las divisiones del negocio como Avenza. En el año 2000 se reclasifican las inversiones patrimoniales que la compañía mantiene en Avenza y Terminales Maracaibo, como inversiones a la venta. Ello implica en ambos casos un fuerte castigo por pérdida de valor de las inversiones, por el orden de 860 MM de bolívares. La puesta en venta de Avenza se realiza debido a la profunda crisis que la empresa atraviesa (ver análisis de Avenza); mientras que la puesta en venta de Terminales Maracaibo se debe a la búsqueda de efectivo para solucionar el problema de liquidez, dado que su desempeño se considera adecuado (ver análisis de Empresas Terminales Maracaibo).

Los pasivos muestran un incremento de 45.59% en el año 1999 y luego disminuyen 2.63% en el 2000. Estos movimientos se deben en mayor medida a la deuda de largo plazo, que se incrementa en 191.70% en 1999, por un préstamo con Hewlett Packard (relacionado a mejoras en los sistemas informáticos administrativos, que incluyen la incorporación de la tecnología SAP) y con la CAF. En el año 2000, se vencen 4,76 MMM de deuda de largo plazo, lo que incrementa los problemas de liquidez de la empresa. Las reservas para contingencias se incrementa en los últimos años en 227.87% y 560.66% en 1999 y 2000 respectivamente, esto es ocasionado en mayor medida por la preparación de los sistemas por el fenómeno del Y2K. Se muestra

una alta concentración de la Deuda en el Corto Plazo en el orden del 68,8%, 47,6% y 59,4% para los años 1998, 1999 y 2000.

El patrimonio total se reduce en 31,49% y 57,60% en 1999 y 2000 respectivamente, principalmente vinculado con la caída de los activos. En el patrimonio, las caídas más fuertes suceden en las utilidades retenidas de -70.78% en 1999 y -137.50% en 2000. Se registraron además pérdidas en la cuenta de participaciones patrimoniales a afiliadas, que se redujo en 375.32% para el año 2000.

#### **Análisis de ratios:**

##### **Ratios de solvencia:**

##### ***Razón de Liquidez:***

	30/06/98	30/06/99	30/06/00
Liquidez	1.389	0.798	0.451

La razón de liquidez, que refleja la composición de los activos y pasivos circulantes de la empresa, refleja una progresiva disminución a través del período. Esto se debe principalmente a la fuerte reducción de las cuentas por cobrar, producto del paso a incobrable de un importante porcentaje de su composición; lo que ha ocasionado indirectamente una caída de los días de cobro de 175,8 a 56,4 del 1998 a 2000, sin implicar esto mejoras en los medios de recaudo o ingresos de efectivo por ese factor. Por el lado de los pasivos, se observan fuertes variaciones en los rubros de deudas bancarias y de vencimiento de deuda a Largo Plazo. La deuda bancaria a corto plazo se

reduce progresivamente en el período, disminuyendo durante 1999 en casi 3 MMM (a un monto de 1,7 MMM), para luego reducirse a 1,19 MMM en el año 2000. Sin embargo, se observa un incremento sostenido en el vencimiento de la deuda a Largo Plazo, que pasa de algo más de 800 MM en el año de 1998 a más de 4,7 MMM para el año 2000.

***Razón de la prueba ácida:***

	30/06/98	30/06/99	30/06/00
Prueba ácida	1.39	0.80	0.45

Este indicador refleja los problemas de liquidez en que esta incurriendo la corporación, esto debido a la falta de activos rápidamente liquidables para honrar el total de su deuda de corto plazo y otros pasivos circulantes. El 45% de las exigencias de liquidez que afectan a Corto Plazo a la empresa se ven cubiertas en el 2000 y para 1998 las exigencias de liquidez eran cubiertas sin problema con una a una razón de 139%.

***Días de Cobro:***

	30/06/98	30/06/99	30/06/00
Días de Cobro	175.84	130.84	56.43

Estos resultados se deben a la caída que se presenta en las cuentas por cobrar comerciales, los cuales están ocasionados principalmente por las pérdidas que implican las cuentas incobrables (hecho citado anteriormente). La disminución no indica en el

agregado entrada de efectivo, lo que se evidencia en la persistencia de los problemas de liquidez que reflejan los dos primeros indicadores de liquidez.

**Ratios sobre las actividades:**

**Apalancamiento Financiero:**

**Razón Deuda Capital (Razón de Apalancamiento):** indica que porcentaje representa el Total Deuda del Total de Capital.

	30/06/98	30/06/99	30/06/00
Apalancamiento	0,63	1,34	3,09

A pesar de que los pasivos no han aumentado significativamente para los períodos estudiados, se observa un sobredimensionado incremento con respecto al histórico bajo (1998) del apalancamiento financiero de la empresa. Esto se debe a las pérdidas acumuladas durante el período. El total del capital de la empresa disminuyó progresivamente en 31% y 58% para 1999 y 2000. Esto refleja un importante cambio en la composición orgánica del capital financiero de la empresa.

**Ratios sobre el Rendimiento:**

**Margen de Beneficio:**

	1.998	1.999	2.000
Margen de Beneficio Neto	0,12	(0,49)	(0,26)
Margen de Beneficio Bruto	(0,09)	(0,21)	(0,29)

Dado que la empresa de nuestro análisis presenta pérdidas estos indicadores resultan poco significativos.

## *Análisis Financiero de C.I. Carabobo S.A.C.A.*

### **Estado de ganancias y pérdidas:**

Ingreso en operaciones: los ingresos por operaciones de C.I. Carabobo muestran un comportamiento altamente volátil. Debido a su condición de tenedora de acciones, títulos y otros tipos de activo, sus ingresos estarán relacionados a la venta de estos. De esa forma, los ingresos aumentaron en más de 228 % en el año 1999, debido a la puesta en venta de una importante cartera de acciones. El año siguiente, los ingresos disminuyeron en un 93,7%, debido a que este año solo se realizaron operaciones sobre algunos terrenos que poseía la compañía. Igualmente, los costos de operación de la empresa están atados a las operaciones que esta realice durante el año. Por ejemplo, los costos de venta representaron un total del 4% aproximadamente para el año 1998, mientras representaron un 39,9% en 1999 y un 85% en el 2000. Sin embargo, las tasas de variación de dichos costos fueron de 3285% para el año 1999 y del -86.9% para el año 2000. En contraposición a esto, los gastos administrativos reflejan un comportamiento más constante en el año, aunque demuestran tener un cierto componente rígido. En ese sentido, los gastos de administración se mantuvieron estables alrededor de un promedio de 950 MM de bolívares, con una pronunciada caída de más del 50%, debido en parte a controles estrictos sobre sus operaciones. Las utilidades de la

empresa presentan movimientos positivos de 172.62% en 1999 y para el año 2000, se disminuye en 90.77%. En 1999, se debe principalmente al aumento de los ingresos operativos, dada la venta de una importante cartera de acciones de Seguros la Seguridad, Inverserca, Merinvest, H.L.Boulton S.A.C.A. que originó el 88.62% de los ingresos operativos.

En el periodo siguiente, los ingresos operativos disminuyeron en 93.77% y las pérdidas registradas por la participación de compañías relacionadas ocasionaron una reducción en los beneficios operativos del periodo de 114.71%. La compañía presentó además ingresos por posicionamiento monetario y por intereses recibidos de una importante cuantía.

#### **Balance General:**

Los movimientos que se presentan en el activo de la empresa muestran una disminución en 1999 del 25.5% que luego se estabiliza y crece un 1.76% el periodo siguiente, la variación de 1999 se debe a una reducción de las inversiones en acciones por 36.6%, producto de la venta de las acciones de Seguros la Seguridad, Inversora de Seguros y Reaseguros, C.A., Merinvest, H.L.Boulton S.A.C.A. En el 2000, se produce una recomposición importante de activos, pasando una parte de sus activos de largo plazo el activo circulante, que aumenta 767.79% en las inversiones en acciones disponibles para la venta.

Sobre los pasivos, representan aproximadamente el 5% del capital. No tienen pasivos de importancia a Largo Plazo ni deuda comercial de algún tipo. Sus pasivos se

limitan a unas pequeñas cuentas por pagar a afiliadas, gastos acumulados por pagar y acumulaciones por prestaciones sociales.

El capital muestra una tendencia decreciente durante todo el periodo estudiado, terminando con una disminución total de 14.29%. La cartera de inversiones a Largo Plazo de la compañía parece ser sólida y no presenta, a pesar de tener una pérdida no realizada (aún no realizada por la fecha de cierre del balance) por su participación del 7,56% sobre las acciones de Avenza.

#### **Análisis de los ratios:**

##### **Ratios de solvencia:**

##### *Razón de Liquidez:*

	1998	1999	2000
Liquidez	0.40	8.53	7.70

El indicador de liquidez muestra un incremento en el grado de liquidez de la empresa. Los resultados obtenidos en 1998 pueden ser considerados resultados anómalos para una compañía de su tipo, y pueden ser el resultado de las actividades del año 1997, en el cual la empresa obtuvo ingresos por ventas de acciones de más de 25 mil millones de bolívares. El aumento del año 1999, representó un cambio notorio en la

liquidez de la empresa, el activo circulante es aproximadamente ocho veces mayor que el pasivo circulante.

**Ratios sobre las actividades:**

**Apalancamiento Financiero:**

El cálculo y análisis de ratios de apalancamiento y de razones deuda-capital y cobertura de intereses carece en nuestra opinión de valor analítico. Es claro que al ser C.I. Carabobo una empresa tenedora de acciones, esta no poseerá más de alguna poca cantidad de pasivos, esto reflejo de gastos o compromisos menores de sus operaciones.

**Ratios sobre el Rendimiento:**

***Margen de Beneficio:***

	1.998	1.999	2.000
<b>Margen de Beneficio Neto</b>	0,67	0,56	0,82
<b>Margen de Beneficio Bruto</b>	0,47	0,43	(1,02)

Se observa que la empresa a incrementado su margen de ganancias, mientras que si nos guiamos por el margen de beneficio bruto el resultado es antagónico, indicándonos que los beneficios no operativos de la empresa son mayores que los operativos.

***Rentabilidad del Activo (ROA):***

	1.999	2.000
ROA neta	0,12	0,01
ROA bruta	1,94	(63,25)

El deterioro que presenta la empresa en sus ingresos operativos y BAII afecta el rendimiento de los activos en el año 2000.

***Rentabilidad del Capital (ROE):***

El rendimiento del capital de la empresa se ha incrementado en el tiempo en contraposición de los rendimientos de los activos.

	1.999	2.000
ROE	0,05	0,15

***Análisis Financiero de Terminales Maracaibo C.A.***

**Estado de ganancias y pérdidas:**

**Ventas:** Las ventas se mantuvieron estables durante el periodo 1998-1999. Sin embargo, crecieron de manera significativa (53% con respecto al 1999) durante el año 2000, debido principalmente al contrato que mantiene la empresa con PDVSA Petróleo y Gas. De hecho, las características de dicho contrato los obligo a realizar gestiones -que

incluyeron la contratación de nueva deuda – para comprar un barco que les permitiese cumplir con el contrato estipulado. Las ventas de la empresa se encuentran, como en el caso general de las contratistas petroleras, atadas a la evolución del precio del petróleo en los mercados internacionales. La empresa intenta diversificar dicho riesgo al mantener contratos con otras industrias, como Bauxilum o Carbones del Guasare. Sin embargo, el 96% de su cartera de inversión esta directamente relacionado a contratos con el sector petrolero, por lo que esto representa un riesgo importante para la operatividad de la empresa. De hecho, en aquellos momentos de baja producción petrolera, la empresa se ve en la necesidad de trasladar parte de su flota a los principales puertos del país debido a la reducción de las actividades operativas.

Los costos generales de producción han variado de un 48% con respecto a las ventas en el año 98, a 69% en el 1999 y a 59% para el año 2000. La empresa presenta una relación de EBITDA/Ventas promedio del 26%, lo que le arroja beneficios operativos de en promedio 5,4 MMM de Bolívares.

Las utilidades registradas por la empresa presentan variaciones de 1.41% de 1998 a 1999, la utilidad de 1998 proviene principalmente de sus actividades operativas que es 1.90 veces la Utilidad Neta de ese año. Durante 1999, el beneficio en operaciones neto de depreciación sufre una caída importante del orden de 63%, esto principalmente relacionado con el incremento de sus costos operativos, que significaron una caída del EBITDA/Ventas del 34% en 1998 a 19% en 1999. Ese año, la compañía tiene ingresos extraordinarios por actividades no operativas, gracias a la venta una de sus acciones de Marítima Tortuga Internacional C.A a su filial Manta Ltd, la misma, registró ganancias

por la venta de sus acciones de Marítima Tortuga Internacional C.A. a Remolques Orinoco C.A. Durante ese período la compañía registró una pérdida en la venta de un remolcador efectuada por Delta Remolques y Salvamento C.A. a Panamerican Towing & Salvatage, Co.

Para el año 2000, si bien sus ingresos operativos se incrementaron, este incremento se vio contrarrestado por los gastos de venta, la depreciación, y las pérdidas en filiales que reducen la Utilidad Neta en ese periodo a 1,874.377.000 Bs.

#### **Balance General:**

Los activos de la empresa se elevaron en un 35.46% y 4.44% para 1999 y 2000, respectivamente. En 1999, esta variación se explica en buena parte por el aumento en la participación patrimonial que la empresa tiene sobre Remolques Orinoco C.A, cuya participación en el capital de dicha empresa aumenta de un 59.70% en 1998 a un 94.53% en 1999. Ese mismo año, se registra una compra importante en activos fijos, producto de la adquisición de equipos marinos, lo explica en 30.75% la variación de los activos fijos. El efectivo en este período muestra un decrecimiento de 90.18% que ocasionó la variación negativa del 38.89% en las principales cuentas operativas del activo circulante. La disminución del efectivo se utilizó principalmente en l compra de Activos así como en la reducción de los pasivos que se explica más adelante.

La variación del Activo para el año 2000 se deriva del aumento conjunto del Activo Circulante y del Activo Fijo; en ese sentido, entre las principales cuentas del

Activo Circulante, resalta una variación del efectivo del 27.30% y en los Activos Fijos la compra de Instalaciones causó un aumento de 45.85%.

Los Pasivos de esta empresa se incrementan en 26.65% y 17.24% para los años 1999 y 2000 respectivamente, estos movimientos se deben a los Pasivos Circulantes que representan el 96.70% y el 94.60% del total de Pasivos en los años 1999 y 2000 respectivamente. La Deuda a largo plazo se vence en el 2000, y la debe empresa pasar a financiarse a través de créditos bancarios de corto plazo, estos suscritos con entidades financieras extranjeras y con un 100% de concentración en dólares. La razón de dichos créditos se centra en el financiamiento de Capital de Trabajo y la compra de equipos marinos para el cumplimiento de contratos nuevos con las empresas Petroleras. Entre los créditos de la empresa, destacan dos suscritos con el Middenbank Curacao N.V. y con el CFM Bank, N.V., ambos firmados originalmente por corto plazo y a LIBOR + 2,5%. Dichos préstamos al término de su duración no pudieron ser honrados por la empresa, por lo que se firmaron sendos contratos de pagos con condicionamientos. Dicho préstamos se renuevan semanalmente e implican un elevado costo financiero, dado que estos generaron intereses a tasas que oscilaron entre el 10,45% y el 11,68%. Igualmente, la empresa tiene un préstamo conjunto con el Middenbank Curacao N.V. y el CMF Bank, N.V. con un outstanding conjunto de USD 18 MM, que se renueva por renegociación semanalmente también.

La compañía presenta graves problemas de iliquidez (ver análisis de ratios) ocasionados por los altos pasivos circulante y por una mala planificación financiera, todo lo cual ensombrece un poco el adecuado comportamiento operativo de la empresa.

La serie de condicionamientos impuestos por los acreedores les impone una camisa de fuerza operativa que limita tenazmente su libertad de acción. Además, el estar 100% atados a la divisa norteamericana, se corre un importante riesgo de que ante un empobrecimiento de los los términos de cambio que actualmente muestra la economía venezolana, con una constante disminución de sus reservas internacionales y el riesgo inminente de control cambiario o de una devaluación, se haga insoportable la deuda financiera. Para la fecha del 30 de Abril de 2000, la compañía se encontraba negociando los términos de un préstamo reestructurado a LP que los ayude a solventar su frágil situación de insolvencia actual.

El Capital de la Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada en Junio de 1998 aprobó el incremento del Capital Social mediante la emisión de nuevas acciones y la compensación de Cuentas Patrimoniales de la Compañía. El incremento del Capital Social para este año fue de 61.98% mientras que para el período que finaliza en Abril del 2000 el Capital Social se incremento en 10.83% motivado por una aprobación de Dividendos por Acciones que realizó la Asamblea General Ordinaria de 1999, en esta Asamblea también se aprobó una distribución de Dividendos en Efectivo con base en los resultados de los Estados Financieros de fecha 30 de Abril de 1999. Estos movimientos justifican las variaciones en Patrimonio los cuales fueron para 1999 y 2000, de 36.24% y 12.76% respectivamente.

#### **Análisis de Ratios:**

##### **Ratios de solvencia:**

***Razón de Liquidez:***

	1998	1999	2000
Liquidez	1.7	0.37	0.53

El grado de liquidez de la empresa disminuyó significativamente durante el año 1999, producto de las caídas del efectivo por los activos y de la alta porción de deuda de Largo Plazo con vencimiento en el año, así como a la acumulación de las cuentas por pagar (los días de pago aumentaron de 30,1 a 97,1 para el periodo de dos años 1998-1999). Dicha acumulación se debió a la insolvencia temporal que les origino la falta de efectivo para honrar sus obligaciones, lo cual motivó que Terminales Maracaibo realizase una acumulación de facturas como medio de financiamiento. El indicador muestra una leve disminución de los problemas de iliquidez durante el año 2000. La empresa presentó problemas de liquidez en 1999, que mantiene en el 2000 con un ligero aumento en los Activos Circulantes.

**Ratios sobre las actividades:**

**Apalancamiento Financiero:**

***Razón Deuda Capital:***

	30/04/1998	30/04/1999	30/04/2000
Apalancamiento	1,42	1,46	1,59

Como podemos observar, la compañía actualmente posee una relación de 3:2 bolívares deuda/capital. Dicha relación se muestra algo estable en el tiempo, con un incremento relativamente significativo para el 2000.

**Cobertura de Intereses:** Indica la capacidad de la empresa para generar beneficios suficientes para cubrir los gastos de intereses.

CI = Beneficio antes de Intereses e Impuestos / Gasto de Intereses.

CI (2000) = -3.30

CI (1999) = -1.73

Para el caso estudiado la empresa cuenta con capacidad de endeudamiento y esta capacidad se incrementa en el último año del análisis por el aumento en los beneficios antes de intereses e impuestos, este indicador expresa claramente la disminución de las probabilidades de que la empresa no cumpla con sus obligaciones financieras.

#### **Ratios sobre el Rendimiento:**

##### ***Margen de Beneficio:***

	1.998	1.999	2.000
<b>Margen de Beneficio Neto</b>	0,14	0,15	0,07
<b>Margen de Beneficio Bruto</b>	0,27	0,10	0,16

La empresa analizada mantiene positivos sus márgenes de beneficios netos y brutos, aunque los cambios en las tasas de beneficios sean ambiguos para ambos índices, se mantienen positivos. El margen de beneficios neto indica un deterioro en los beneficios del año 2000 respecto a sus ingresos operativos, mientras que en este mismo periodo el margen de beneficio bruto se incremento indicando que los beneficios en operaciones mejoraron con respecto a los ingresos operativos. La comparación entre ambos márgenes en el mismo periodo, permite analizar que se produjo un deterioro en las gestiones de gastos no operativos y una mejora en las gestiones de las actividades operativas.

*Análisis financiero de Aerovías Venezolanas S.A. (AVENSA)*

Para el caso de Avenza, resulta imposible el realizar un análisis financiero como para el resto de las empresas del grupo H.L. Boulton & Co., dado que al no ser una empresa de capital publico, esta no posee mayor información financiera disponible. Sin embargo, podemos aventurarnos a realizar un pequeño análisis, basándonos para ello en los problemas financieros y operativos que esta empresa posee –los cuales se hacen públicos a través de la prensa especializada y a través de cierta escasa información que al respecto se refleja en los estados de H.L. Boulton & Co. En ese sentido, la empresa posee elevadas deudas por 28 MM de dólares y 25 MM de dólares ante acreedores

extranjeros y nacionales respectivamente. De las cuales, 5 MM de dólares de la deuda que se mantiene con acreedores locales debían ser canceladas en el 2000<sup>62</sup>. De igual forma, la empresa presenta varias demandas en tribunales venezolanos y extranjeros. La más importante de ellas resulta la realizada por British Petroleum International (BP) en tribunales en Miami. Dicha demanda se origina por el incumplimiento por parte de la empresa del pago de cuentas originadas por la compra de combustible. Dicha demanda es por un millón de dólares, y mientras el tribunal no dicte un veredicto, se mantendrán embargadas dos unidades aéreas como respaldo<sup>63</sup>. Sobre los resultados operativos de la empresa, en las notas de los informes financieros auditados de H.L. Boulton & Co. se registra una pérdida por participación patrimonial por más de 3.38 MMM de bolívares. A pesar de ello, cierta información aparecida en diversos diarios (como en el Universal y el Nacional) muestra algunos planes -especialmente uno que estaría por llevar a cabo el gobierno- para reflotar la empresa. Estos planes tienen de trasfondo el aprovechamiento de los derechos de explotación de las rutas que posee la aerolínea. Sin embargo, y dado que no podemos establecer con claridad el futuro de la empresa, asumiremos como supuesto que H.L. Boulton & Co. realiza venta de esta en el 2001.

Para valorar la empresa, dado la carencia de información financiera, no podremos emplear el método mixto de valoración a través de Descuentos de Flujos de Caja utilizado para las otras empresas. Sin embargo, haremos uso de cierta información contenida en las notas de H.L. Boulton & Co. para lograr una estimación de valor para

---

<sup>62</sup> Esta información salió publicada en el diario El Universal, edición del 29 de Abril de 2000. Disponible On-line en [www.eud.com](http://www.eud.com)

Avensa. Para dicha estimación, nos basaremos en el método de Valoración Patrimonial Ajustado, ya presentado en el marco teórico. Como sabemos, en dicho método se valora a precios de mercado los activos y pasivos de la empresa, para de esa forma lograr reflejar de una manera más adecuada la cantidad de recursos utilizados por los accionistas para financiar y adquirir los activos de la empresa. Preferimos este método al método de Valor de Liquidación debido a que nos basamos en el supuesto de que H.L. Boulton & Co. vende su participación en la empresa, por lo que no se llegaría a liquidarla.

Para llevar a cabo la valoración a través de este método, nos guiaremos por la información que H.L. Boulton & Co. ofrece en las notas de sus Estados Financieros sobre la puesta en venta de Avensa. H.L. Boulton & Co. posee una participación patrimonial sobre el 8,53% de las acciones de Avensa; es decir, poseen 3.522.151 acciones del total de 41.339.800 acciones de la empresa. Al poner en venta su participación patrimonial, se estableció como valor de venta por acción 1 Bs. Esto significó para la empresa el reconocer un castigo por su inversión en el orden de los 14 MMM<sup>64</sup> de bolívares. Ahora bien, estableciendo como valor de mercado de la acción el establecido por la gerencia de H.L. Boulton & Co., podemos calcular fácilmente el valor del patrimonio ajustado de Avensa, que será el producto de multiplicar el número de sus

---

<sup>63</sup> Ibid.

<sup>64</sup> Esto en bolívares ajustados por inflación. Utilizaremos en este caso la información de los informes ajustados por inflación, debido al hecho de que estos reconocen la pérdida de poder adquisitivo del bolívar con respecto a la inflación, lo cual se ajusta a nuestro entender con el concepto implícito en el método del valor contable ajustado. Sin embargo, a la hora de realizar nuestras proyecciones, deberán ser usados los valores en bolívares históricos, los cuales corresponden a 780.000.000 bolívares de castigo y a 1.386.000

acciones por el valor de mercado de la acción. Por ende, el valor de mercado del patrimonio ajustado de Avenza para el año 2000 es de 41.339.800 Bs.

---

bolívares por la venta de Avenza. Por practicidad, y dado lo bajo del monto, se asumirá como supuesto que el valor de venta de Avenza es cero.

### *Supuestos de Proyección*

Partamos de algunos supuestos generales para todas las proyecciones realizadas. El primero de ellos, basándonos en los lineamientos dados por Damodaran (2000), se establece un periodo de ajuste de 5 años, durante el cual las compañías sujetas a estudio lograrán una mejoría en general de sus cuentas. Dicho supuesto se plantea como necesario, principalmente para asegurarnos la continuidad de las compañías. Nos basamos que al final de ese período de ajuste, se logra un escenario de márgenes sustentables establecido de una manera discrecional. Dicho escenario se plantea basándonos -en buena parte- en el mejor de los tres años históricos de cuya información disponemos.

Los supuestos de proyección macroeconómica vienen dados por el escenario planteado en el cuerpo del trabajo. La utilización de algunos supuestos es discrecional, como por ejemplo en el caso de PIB; su utilización es discrecional para lograr estimados en el crecimiento de las ventas. Otros supuestos, como el Tipo de interés (sea en moneda local como en moneda foránea) se utilizan para el cálculo de los intereses cancelados por las empresas para los préstamos que estas poseen. Los supuestos sobre el ISLR se utilizan de manera discrecional, dado los problemas intrínsecos al cálculo del monto del impuesto expuestos con anterioridad en la sección de la tesis referente a la teoría de las proyecciones. El monto del IVA se utiliza para el cálculo de las cuentas por pagar. Los supuestos en torno al tipo de cambio se utilizan para la estimación de la pérdida o

ganancia por posicionamiento monetario y para el calculo de la deuda sindicada en dólares.

Luego de explicados los supuestos básicos que caracterizan a cada proyección, se incluyen tablas de resumen de dichos supuestos.

#### *Supuestos de proyección Terminales Maracaibo*

Se parte de la situación financiera que presenta la empresa y la cual se estudia en el análisis financiero. En el período de ajuste de 5 años, se tenderá a solventar el problema de iliquidez principalmente y de apalancamiento –en menor medida- que presenta la empresa. El supuesto básico es que al cabo de cinco años es que la empresa recupera la liquidez (a márgenes sustentables del 1998) y reduce el nivel de apalancamiento.

Las ventas de la empresa se suponen muy relacionadas a la variación del PIB. Estas se mantienen con respecto al año anterior y crecen con cierta tendencia positiva. El mantener las ventas a ese elevado nivel, se debe al criterio de que estas son sustentables en el tiempo, dadas las nuevas inversiones realizadas por la compañía, así como los contratos que esta detenta (de varios años de duración) y a apreciación de perspectivas favorables del sector petrolero en los próximos años. Los costos se mantienen aproximadamente iguales a los registrados en el año 2000 y muestran una suave tendencia hacia la baja. Los gastos administrativos se contraen poco a poco hasta alcanzar el nivel que estos presentaban en 1999. El efectivo contra el total de activos se

mantiene creciendo durante el período. Los días de cobro se incrementan desde los 70 días registrado en el 2000 (que se debieron principalmente al fuerte aumento de las ventas) y crecen hasta niveles más concordantes con los niveles históricos. Los días de pago igualmente aumentan, hasta llegar a niveles sustentables de 1998. El capital social se incrementa año tras año, basándonos en el comportamiento histórico de dicha cuenta. El monto del crecimiento vendrá dado por el promedio móvil de las variaciones totales de la cuenta en los períodos previos.

Sin embargo, a nuestro entender el supuesto más importante de proyección se relaciona con el nivel de deuda de largo plazo. Se asume que la empresa logra un préstamo a largo plazo durante el año 2002, esto debido a que la grave crisis de liquidez que la empresa soporta se debe principalmente a un elevado nivel de deuda a corto plazo. De hecho, y como puede observarse en el análisis financiero de la empresa, a momentos de emisión del Estado Financiero del 30 de Junio de 2000, la empresa se hallaba negociando desde hace 16 meses un préstamo con instituciones financieras extranjeras. Dicho préstamo implica la condonación inmediata de un monto similar de deuda a corto plazo.

### *Supuestos de proyección C.I. Carabobo*

Los ingresos operativos crecen en 1120%, debido a la puesta en venta por parte de C.I. Carabobo de una importante parte de su cartera de inversiones de largo plazo. Se supone que la venta de parte de esta cartera se realiza durante en el primer año de proyección, y la venta rezagada de una segunda parte en el segundo año de proyección. Luego, las ventas van reduciéndose paulatinamente hasta acercarse aproximadamente al promedio de sus ingresos operativos históricos.

En el 2001 y 2002, los costos de venta son altos con respecto a los costos del 2000, esto debido a los costos asociados a la venta de la cartera de inversiones a largo plazo. Para este supuesto, nos basamos en la información histórica de la empresa; en ese sentido, en 1999 se realizó la venta de una importante cartera de acciones, lo cual arrojó costos de aproximadamente 2,5 MM de bolívares. Asumiremos un supuesto similar. Los costos luego caen paulatinamente, manteniendo una tendencia hacia la baja, hasta alcanzar al final del período de ajuste un monto similar a la media histórica (como porcentaje de las ventas). Los gastos se mantienen fluctuando alrededor de los márgenes históricos.

La proyección de las otras cuentas del activo se realizan de manera discrecional. Se supone una recuperación de la cartera de inversiones de largo plazo de la compañía, basándonos en los montos históricos de esa cuenta. El activo fijo aumenta progresivamente hasta situarse cercano a sus montos históricos.

Con respecto al patrimonio, se suponen aumentos en el segundo y cuarto año en el capital social. Dichos aumentos por un monto de 1 MMM están basados en el comportamiento que ha caracterizado esa cuenta en los años precedentes (1995-2000), los cuales implican aumentos por aproximadamente dicho monto cada dos años.

Se supone una pérdida extraordinaria en el año 2001 debido a que C.I. Carabobo aún no ha reconocido la pérdida patrimonial originada por Avenza en el año 2000. Se mantiene constante el monto cancelado a los directivos de la empresa. Debido a los comportamientos erráticos de los ingresos por concepto de otros ingresos, se mantienen bajos y con tendencia decreciente.

*Supuestos de proyección H.L. Boulton & Co.*

El análisis de H.L. Boulton & Co. requiere la proyección de varios escenarios distintos. En ese sentido, y para intentar mantener de esa forma la consistencia entre una proyección y otra -y así evitar que estas puedan verse viciadas por cambios importantes de los supuestos- hemos decidido intentar en lo posible mantener las proyecciones de los diversos casos basándonos en los mismos supuestos. Por dicha razón, expondremos en este apartado los supuestos básicos que se tomaron en cuenta al realizar la proyección del escenario #1, a partir del cual se originan los escenarios subsecuentes.

Los ingresos operativos se mantienen iguales durante el primer año de proyección con respecto al último año histórico. Luego, dichos ingresos presentan un crecimiento originado en la percepción favorable de la industria debido a la reforma fiscal que adelanta el SENIAT en las aduanas. De igual forma, se espera que los ingresos de H.L. Boulton & Co. se incrementen en los próximos años, debido a la reactivación económica esperada de la economía no petrolera. Los Gastos administrativos como porcentaje de las ventas se suponen mayores en el primer año proyectado, para luego ir disminuyendo y lograr así al cabo de los cinco años el margen sustentable del año 2000. Las cuentas por cobrar aumentan significativamente durante el período de ajuste, dado que estimamos que los días de cobro del año 2000 son significativamente muy bajos comparados a los días de cobro históricos. Dicha baja se entiende como coyuntural, en parte debido a la reducción por pérdidas incobrables acaecidas durante 1999 y 2000. Eso nos hace suponer que el monto de dichas cuentas se elevará conforme pasen los años hasta recuperar un nivel acorde con el histórico; sin embargo, supondremos que este no llega a alcanzar el máximo del período, como precaución por parte de la gerencia de H.L. Boulton & Co.

Los ingresos por inversiones patrimoniales dependerán directamente del  
escenario evaluado.

**TERMINALES MARACAIBO**

Supuestos de Proyección .- Cuadro Resumen	Históricos			Proyectados				
	30/04/98	30/04/99	30/04/00	30/06/01	30/06/02	30/06/03	30/06/04	30/06/05
<b>Escenario Macroeconómico</b>								
Inflación Internacional				4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Inflación Doméstica	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Tipo de Cambio punta a punta	535,00	589,00	674,00	761,6	845,4	929,9	1022,9	1125,2
Tipo de Cambio medio del periodo	507,88	562,00	631,50	716,8	797,0	877,5	965,3	1061,8
I.V.A. %		0,0%		14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
I.S.L.R. %	25,6%	11,0%	24,2%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
<b>Supuestos Operativos</b>								
<b>Ventas</b>								
Como crecimiento total %	0,0%	-0,7%	52,7%	0,6%	1,2%	1,2%	1,2%	2,9%
<b>Costos</b>								
Como Costos/Ventas %	48,2%	69,0%	59,0%	59,0%	58,8%	58,5%	58,3%	58,1%
<b>Gastos Administración</b>								
Como Gastos/Ventas %	17,9%	12,0%	16,9%	16,9%	15,6%	14,2%	12,8%	11,5%
<b>Supuestos de Capital de Trabajo Efectivo</b>								
Efectivo/Total Activos %	16,1%	1,2%	8,1%	8,4%	8,7%	8,9%	9,2%	9,5%
Días de Cobro	96	94	70	73	77	80	83	87
Días de Inventarios	20	12	13	13	14	14	14	14
Días de Pago	30	97	17	20	22	24	27	29
<b>Activos Fijos, Depreciación y Amortización</b>								
Gastos relacionados con la expansión del Capital		- 1.609.114	2.390.758	1.999.936	1.873.218	1.746.500	1.619.782	1.493.064
Depreciación / Total de Activos	11,6%	11,9%	12,1%	11,9%	12,0%	12,0%	11,9%	11,9%
Amortización		0,0%		20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
<b>Supuestos del Capital</b>								
Incremento del Capital		743.702	210.547	477.125	343.836	410.480	377.158	393.819
<b>Deuda a Largo Plazo</b>								
Deuda a Largo Plazo en moneda Extranjera		3.185.180	1.299.059	-	5.000.000	4.433.898	3.888.152	3.482.478
<b>Supuestos de tasas de Interés</b>								
Tasa de Interés Local				23,91%	19,20%	19,30%	20,80%	19,77%
Tasa de Interés Foráneo				5,64%	5,73%	5,90%	5,76%	5,80%
<b>Otras Cuentas</b>								
Otros Activos circulantes (operativos)/Total de Ventas	1,9%	0,0%	0,5%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
Otros Activos de LP/Activos	0,0%	30,7%	0,7%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%
Activos Diferidos / Total de Activos	5,9%	1,2%	0,4%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,4%
Otros pasivos circulantes (operativos) / Total de Ventas	-15,6%	-12,4%	-6,8%	-6,4%	-6,4%	-6,4%	-6,4%	-6,4%
Otros pasivos circulantes (no operativos) / Total de Pasivos	0,0%	0,0%	8,1%	8,0%	8,0%	9,0%	9,5%	10,0%
Otros Pasivos de LP / Total de Pasivos	1,0%	0,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Intereses minoritarios / Total de Capital	18,5%	0,0%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Ingresos por Inversiones y relacionadas	0,0%	22,7%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Ingresos por Intereses Minoritarios en Filiales	15,2%	0,0%	1,2%	1,0%	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%
Otros Ingresos	-4,6%	-5,5%	0,1%	-2,2%	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,1%

**C.I. Carabobo**

<i>Supuestos de proyección.- Cuadro Resumen</i>									
Fecha	31/12/98	31/12/99	31/12/00	30/06/01	30/06/02	30/06/03	30/06/04	30/06/05	
<b>Escenario Macroeconómico</b>									
Inflación Internacional				4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Inflación Doméstica	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Tipo de Cambio punta a punta	563,50	647,25	698,75	789,6	876,4	964,1	1060,5	1166,5	
Tipo de Cambio medio del periodo	533,38	605,38	673,00	763,9	849,4	935,2	1028,7	1131,6	
I.V.A.%		0,0%		14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	
I.S.L.R.%	3,6%	1,0%	-15,2%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	
<b>Operaciones</b>									
<b>Ventas</b>									
Como crecimiento total %	0,0%	228,5%	-93,8%	1120,0%	-15,0%	-20,0%	-20,0%	-10,0%	
<b>Costos</b>									
Como Costos/Ventas %	3,9%	40,0%	83,5%	42,5%	26,0%	16,0%	17,0%	17,0%	
<b>Gastos Administración</b>									
Como Gastos/Ventas %	47,9%	16,7%	114,1%	-803.792,7	-765.964,2	-672.145,6	-747.300,8	-728.470	
<b>Supuestos sobre el capital de trabajo</b>									
Efectivo/Total Activos %	10,0%	5,1%	45,5%	7,0%	8,0%	15,0%	16,0%	18,0%	
Días de Cobro	0	8	151	15	21	30	43	30	
Días de Inventarios	0	0	0	0	0	0	0	0	
Total de Cuentas por Pagar (Valor)		164260	187700	194530	232593	270656	308719	346782	
<b>Supuestos sobre el Activo Fijo y al Amortización</b>									
Gastos relacionados con la expansión del Capital	-	- 60.227	- 180.429	15.000	58.590	102.180	145.771	189.361	
Depreciación (Total)				- 5.428	- 17.562	- 77.990	- 92.084	- 155.690	
<b>Supuestos sobre el Capital</b>									
Dividendos (absolutos)	-	-	900.000	900.000	900.000	900.000	900.000	900.000	
<b>Otras Cuentas</b>									
Otras Cuentas por Cobrar (no comerciales)/Ventas	898.566	730.617	560.340	729841,0	777744,0	825647,0	873550,0	921453,0	
Otros Activos circulantes (operativos)/Total de Ventas	0,4%	37,8%	1927,9%	130,0%	130,0%	130,0%	130,0%	150,0%	
Otros Activos circulantes (No operativos)/Total de Ventas	2,9%	2,2%	2,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Otros Activos de LP/Activos	92,8%	82,1%	63,4%	63,0%	68,0%	73,0%	77,0%	80,0%	
Otros pasivos circulantes (operativos) / Total de Ventas	148.274	329.423	1.037.992	955229,7	777711,3	600192,8	422674,4	245156,0	
Otros pasivos circulantes (no operativos) / Total de Pasivos	94,9%	28,6%	11,2%	12,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	
Ingresos por Intereses Minoritarios en Filiales	0,0%	-1,9%	-71,4%	-1,0%	-1,0%	-1,5%	-2,0%	-2,5%	
Otros Ingresos	-10,6%	3,0%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Beneficio para empleados / Ventas	-4,3%	-0,8%	-12,3%	-48000,0	-48000,0	-48000,0	-48000,0	-48000,0	

**H.L. Boulton & Co. (ESCENARIO #1)**

<i>Supuestos de Proyección .- Cuadro Resumen</i>									
	30/06/98	30/06/99	30/06/00	30/06/01	30/06/02	30/06/03	30/06/04	30/06/05	

<b>Escenario Macroeconómico</b>								
Inflación Internacional				4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Inflación Doméstica	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Tipo de Cambio punta a punta	546,50	605,00	681,00	769,5	854,2	939,6	1033,6	1136,9
Tipo de Cambio medio del periodo	515,63	575,75	643,00	729,8	811,5	893,5	982,9	1081,1
I.V.A. %		0,0%		14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
I.S.L.R. %	8,2%	-3,0%	-9,4%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
<b>Operaciones</b>								
<b>Ventas</b>								
Como crecimiento total %	0,0%	-2,3%	-3,3%	0,0%	1,6%	3,3%	4,9%	6,5%
<b>Costos</b>								
Como Costos/Ventas %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gastos Administración</b>								
Como Gastos/Ventas %	102,2%	101,7%	87,5%	93,2%	91,0%	89,7%	88,4%	88,0%
<b>Supuestos de Capital de Trabajo</b>								
Efectivo/Total Activos %	8,1%	3,0%	2,2%	6,3%	7,7%	7,8%	8,7%	9,4%
Días de Cobro	176	131	56	75	80	85	93	100
Días de Inventarios	0	0	0	0	0	0	0	0
Días de Pago	20	63	50	52	54	56	55	56
<b>Activos Fijos, Depreciación y Amortización</b>								
Gastos relacionados con la expansión del Capital	-	1.774.151	164.885	-	350.000	400.000	450.000	500.000
Expansión del Capital	-	4.106.229	-	1.100.000	1.200.000	1.300.000	1.400.000	1.500.000
Depreciación	21,1%	17,5%	29,4%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
<b>Deuda a Largo Plazo Total</b>								
Deuda a Largo Plazo Total: Final del periodo	1.942.706	5.666.849	4.483.262	4.724.075	4.090.498	3.387.763	3.111.418	2.904.645
<b>Otras Cuentas</b>								
Otras Cuentas por Cobrar (no comerciales)/Ventas	2,2%	6,3%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%
Otros Activos circulantes (operativos)/Total de Ventas	2,1%	2,6%	2,7%	2,7%	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%
Otros Activos de LP/Activos	0,0%	5,9%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Activos Diferidos	6,7%	3,0%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%
Pagares sindicados	4,3%	7,8%	5,0%	4,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,0%
Otros pasivos circulantes (operativos) / Total de Ventas	-9,7%	-19,0%	-15,6%	-16,0%	-15,0%	-14,0%	-13,0%	-12,0%
Otros pasivos circulantes (no operativos) / Total de Pasivos	7,1%	4,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Otros pasivos a LP	0,5%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Ingresos por Intereses Minoritarios en Inversiones	8,6%	-21,3%	6,8%	-84.529,8	436.537,0	721.304,6	685.345,4	574.728,6
Otros Ingresos	1,3%	24,0%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
	3,2%	-3,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

**H.L. Boulton & Co. (ESCENARIO #2)**

Supuestos de Proyección .- Cuadro Resumen	30/06/98	30/06/99	30/06/00	30/06/01	30/06/02	30/06/03	30/06/04	30/06/05
<b>Escenario Macroeconómico</b>								
Inflación Internacional				4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Inflación Doméstica	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Tipo de Cambio punta a punta	546,50	605,00	681,00	769,5	854,2	939,6	1033,6	1136,9
Tipo de Cambio medio del periodo	515,63	575,75	643,00	729,8	811,5	893,5	982,9	1081,1
I.V.A.%		0,0%		14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
I.S.L.R.%	8,2%	-3,0%	-9,4%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
<b>Operaciones</b>								
<b>Ventas</b>								
Como crecimiento total %	0,0%	-2,3%	-3,3%	0,0%	1,6%	3,3%	4,9%	6,5%
<b>Costos</b>								
Como Costos/Ventas %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gastos Administración</b>								
Como Gastos/Ventas %	102,2%	101,7%	87,5%	93,2%	91,0%	89,7%	88,4%	88,0%
<b>Supuestos de Capital de Trabajo</b>								
Efectivo/Total Activos %	8,1%	3,0%	2,2%	6,3%	7,7%	7,8%	8,7%	9,4%
Días de Cobro	176	131	56	75	80	85	93	100
Días de Inventarios	0	0	0	0	0	0	0	0
Días de Pago	20	63	50	52	54	56	55	56
<b>Activos Fijos, Depreciación y Amortización</b>								
Gastos relacionados con la expansión del Capital	-	1.774.151	164.885	350.000	400.000	450.000	500.000	500.000
Expansión del Capital	-	4.106.229	-	1.100.000	1.200.000	1.300.000	1.400.000	1.500.000
Depreciación	21,1%	17,5%	29,4%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
<b>Deuda a Largo Plazo Total</b>								
Deuda a Largo Plazo Total: Final del período	1.942.706	5.666.849	4.483.262	4.724.075	4.090.498	3.387.763	3.111.418	2.904.645
<b>Otras Cuentas</b>								
<b>Otras Cuentas por Cobrar (no comerciales)/Ventas</b>								
Otros Activos circulantes (operativos)/Total de Ventas	2,2%	6,3%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%
Otros Activos de LP/Activos	0,0%	5,9%	7,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Activos Diferidos	6,7%	3,0%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%
Pagares sindicados	4,3%	7,8%	5,0%	4,0%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%
<b>Otros pasivos circulantes (operativos) / Total de Ventas</b>								
Otros pasivos circulantes (no operativos) / Total de Pasivos	-9,7%	-19,0%	-15,6%	-16,0%	-15,0%	-14,0%	-13,0%	-12,0%
Otros pasivos a LP	7,1%	4,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Ingresos por Intereses Minoritarios en Inversiones	0,5%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Otros Ingresos	8,6%	-21,3%	6,8%	-84.529,8	436.537,0	721.304,6	685.345,4	574.728,6

**H.L. Boulton & Co. (ESCENARIO #3)**

Supuestos de Proyección .- Cuadro Resumen
---

	30/06/98	30/06/99	30/06/00	30/06/01	30/06/02	30/06/03	30/06/04	30/06/05
<b>Escenario Macroeconómico</b>								
Inflación Internacional				4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Inflación Doméstica	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Tipo de Cambio punta a punta	546,50	605,00	681,00	769,5	854,2	939,6	1033,6	1136,9
Tipo de Cambio medio del periodo	515,63	575,75	643,00	729,8	811,5	893,5	982,9	1081,1
I.V.A.%		0,0%		14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
I.S.L.R.%	8,2%	-3,0%	-9,4%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
<b>Operaciones</b>								
<b>Ventas</b>								
Como crecimiento total %	0,0%	-2,3%	-3,3%	0,0%	1,6%	3,3%	4,9%	6,5%
<b>Costos</b>								
Como Costos/Ventas %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gastos Administración</b>								
Como Gastos/Ventas %	102,2%	101,7%	87,5%	93,2%	91,0%	89,7%	88,4%	88,0%
<b>Supuestos de Capital de Trabajo</b>								
Efectivo/Total Activos %	8,1%	3,0%	2,2%	6,3%	7,7%	7,8%	8,7%	9,4%
Días de Cobro	176	131	56	75	80	85	93	100
Días de Inventarios	0	0	0	0	0	0	0	0
Días de Pago	20	63	50	52	54	56	55	56
<b>Activos Fijos, Depreciación y Amortización</b>								
Gastos relacionados con la expansión del Capital	-	1.774.151	164.885	350.000	400.000	450.000	500.000	500.000
Expansión del Capital	-	4.106.229	-	1.100.000	1.200.000	1.300.000	1.400.000	1.500.000
Depreciación	21,1%	17,5%	29,4%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
<b>Deuda a Largo Plazo Total</b>								
Deuda a Largo Plazo Total: Final del período	1.942.706	5.666.849	4.483.262	4.724.075	4.090.498	3.387.763	3.111.418	2.904.645
<b>Otras Cuentas</b>								
Otras Cuentas por Cobrar (no comerciales)/Ventas	2,2%	6,3%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%
Otros Activos circulantes (operativos)/Total de Ventas	2,1%	2,6%	2,7%	2,7%	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%
Otros Activos de LP/Activos	0,0%	5,9%	7,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Activos Diferidos	6,7%	3,0%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%
Pagares sindicados	4,3%	7,8%	5,0%	4,0%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%
Otros pasivos circulantes (operativos) / Total de Ventas	-9,7%	-19,0%	-15,6%	-16,0%	-15,0%	-14,0%	-13,0%	-12,0%
Otros pasivos circulantes (no operativos) / Total de Pasivos	7,1%	4,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Otros pasivos a LP	0,5%	0,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Ingresos por Intereses Minoritarios en Inversiones	8,6%	-21,3%	6,8%	-84.529,8	436.537,0	721.304,6	685.345,4	574.728,6
Otros Ingresos	1,3%	24,0%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
	3,2%	-3,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

## BIBLIOGRAFÍA

Bannock, Graham; Baxter, R. y Ray Rees. "Diccionario de Economía". Editorial Trillas. México. 1995.

Berger, Philip y Eli Ofek. "Bust-up takeovers of value-destroying diversified firms". Journal of Financial Economics No. 37, 39-66. 1995.

Berger, Philip y Eli Ofek. "Diversification's effect on firm value". Journal of Finance No. 51, 1175-1200. 1996.

Berger, Philip y Eli Ofek. "Diversification's effect on firm value". Journal of Financial Economics No. 37, 39-66. 1995.

Blasko, Matej; Netter, Jeffry y Joseph Sinkey. "Value creation and challenges of an international transaction: The DaimlerChrysler merger". International Review of Financial Analysis No. 77-102. 2000.

Brealey, Richard y D. Myer. "Principles of Corporate Finance". McGraw-Hill. Nueva York. 1991.

Bruner, R. "An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault". Journal of Financial Economics. No. 51. Pags. 125-166. 1999.

Campa, José y Simi Kedia. "Explaining the diversification discount". Harvard Business School. Working Paper. 1999.

Catacora, Fernando. "Contabilidad. La Base para las decisiones Gerenciales". McGraw-Hill. Caracas. 1999.

Chillida, Carmelo. "Análisis e Interpretación de Balances". Universidad Central de Venezuela. Caracas.1994

Comment, Robert y Gregg Jarrel. "Corporate focus and stock returns". Journal of Financial Economics No.37, págs. 67-87. 1995.

Daley, Lane; Mehrotra, Vikas y Ranjini Sivakumar. "Corporate Focus and value creation: Evidence from spinoff". Journal of Financial Economics. No. 45, págs.257-281.1997.

Damodaran, Answath. "The Dark Side of Valuation" [on-line]. Disponible en <http://www.damodaran.com>. 2000

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. "Valuing Private firms" [on-line]. Disponible en <http://www.damodaran.com>. 2000

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. "Estimating Riskfree Rates" [on-line]. Disponible en <http://www.damodaran.com>. 2000

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. "Estimating Risk Premiums" [on-line]. Disponible en <http://www.damodaran.com>. 1999

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. "Estimating Risk Parameters" [on-line]. Disponible en <http://www.damodaran.com>. 1999

Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas". Ediciones Gestión 2000, Barcelona. 1999.

Gitman, Lawrence. "Administración Financiera Básica".Harla. México. 1987.

Graham, John; Lemmon, Paul y Jack Wolf. "Does Corporate Diversification Destroy Value?". Social Science Research Network. Julio, 2000.

Grinblatt, M y S. Titman. "Financial Markets and Corporate Strategy". Irwin-McGraw-Hill.1998.

Hadlock, Charles; Ryngaert Michael y Shawn Thomas. "Corporate Structure and Equity Offering: Are the Benefits to diversification?" Journal of Financial Economic. Enero, 1998.

Healy, Paul; Palepu, Krishna y Richard Rubak. "Does Corporate performance improve after Mergers?". National Bureau of Economic Research Working Paper No.3348. Mayo 1990.

Hubbard, Glenn y Darius Palia. "A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: An internal capital markets view". Journal of Finance No.54, págs.1131-1152. 1999.

John, Kose y Eli Ofek. "Assets sales and increase in focus". Journal of Financial Economics No.37, págs.105-126. 1995.

Kaplan, Steven y Luigi Zingales. "Do financing constraints explain why investment is correlated to cash flow?". National Bureau of Economic Research. Working Papers Series N° 5267. Septiembre 1995.

Lamont, Owen. "Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets". Journal of Finance No.52, págs. 83-110.1997.

Lamont, Owen y Christopher Polk. "The diversification discount: cash flow vs. Returns". National Bureau of Economic Research, Working Papers N° 7396. Octubre 1999.

Lamont, Owen y Christopher Polk "Does diversification destroy value? Evidence for Industry shocks". National Bureau of Economic Research. Working Papers N° W7083. 2000.

Lang, Larry y René Stulz. "Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance". National Bureau of Economic Research. Working Papers N°4376. 1993.

Lewellen, Wilbur. "A pure financial rationale for the conglomerate merger". Journal of Finance No 26, págs. 521-537. 1971.

Maksimovic, Vojislav y Gordon Phillips. "Optimal Firm Size and the Growth of Conglomerates and Single Industry Firm". University of Maryland. Working Paper. 1998.

Maquiera, C.; Meggison, W y L. Nail. "Wealth creation vs. Wealth redistributions in pure stock- for-stock mergers". Journal of Financial Economics. No. 48, Pags. 3-33. 1998.

Morck, Randall; Schleifer, Andrei y Robert Vishny. "Do managerial objectives drive bad acquisitions?". Journal of Finance No.45, págs. 31-48. 1990.

Myers, Stewart y Nicholas Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have". Journal of Financial Economics 13, 187-221. 1984.

Myers, Stewart. "Capital Structure Puzzle". National Bureau of Economic Research Working Paper No.1393. Julio 1984.

Rajan, Raghuram; Servaes, Henri y Luigi Zingales. "The Cost of Diversity: Diversification Discount and Inefficient Investment

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph y Jeffrey Jaffe. "Finanzas Corporativas". IRWIN, Tercera Edición, 1995.

Scharftein, David y Jeremy Stein. "The Dark Side of Internal Capital Markets: divisional rent seeking and inefficient investment". Massachusetts Institute of Technology Working Paper. 1997

Scharftein, David. "The Dark Side of Internal Capital Markets II". National Bureau of Economic Research. Working Paper N°6352. 1998.

Schिंगemann, Frederik; Stulz, Rene y Ralph Walkling. "Asset Liquidity and Segment Divestitures". National Bureau of Economic Research. Working Paper No. W7873. Septiembre 2000

Servaes, Henri, "The value of diversification during the conglomerate merger wave". Journal of Finance No. 51, págs. 1201-1225. 1996.

Shin, Hyun-Han y Rene Stulz. "Are internal capital markets efficient?". Quarterly Journal of Finance No. 113, págs. 531-552. 1998.

Shleifer, Andrei y Robert, Vishny. "The Limit of Arbitrage". Journal of Finance. No. 52, Págs. 35-55.1997.

Stein, Jeremy. "Internal capital markets and the competition for Corporate resources". Journal of Finance No.52, págs.111-133. 1997.

Stulz, René. "Managerial Discretion and Optimal Financial policies". Journal of Financial Economics No.26, págs. 3-27. 1990.

Vélez Pareja, Ignacio. "Decisiones de Inversión. Enfocado a la Valoración de Empresas". Universidad Javeriana. C.E.J.A. Colombia. 2001

Weston, Fred. "Diversification and merger trends". Business Economics No.5, págs. 50-57. 1970.

## INDICE

INTRODUCCIÓN.....	2
Hipótesis General .....	9
Hipótesis Específicas.....	9
Objetivos.....	10
Objetivo General.....	10
Objetivos Específicos .....	10
Justificación De La Investigación .....	11
Limitaciones .....	12
CAPÍTULO 1. Antecedentes del Estudio.....	15
1.1) Teoría tradicional de la diversificación.....	15
1.2) Teorías Emergentes .....	17
CAPÍTULO 2. .... Bases Teóricas	
25	
2.1) La Sinergia y el Valor.....	25
2.2) Metodologías de Valoración.....	30
2.2.1) Métodos basados en el Balance General.....	31
- Valor Contable .....	33
- Valor Contable Ajustado.....	34
- Valor de Liquidación.....	34
- Valor Substancial .....	35
2.2.2)..... Métodos basados en el Estado de Ganancias y Pérdidas	
36	
- Valor de los Beneficios. PER.....	37
- Valor de los dividendos:.....	37
2.2.3)..... Métodos basados en el descuento de Flujos de Caja:	
38	
- El Flujo de Caja.....	40
- Método de valoración basado en el descuento del Flujo de Caja	
Libre, o FOCF .....	47
CAPITULO 3. .... La Empresa	
49	
3.1) Factores de estudio .....	49
3.2) Breve Reseña Histórica: .....	51
3.3) Análisis organizacional de la empresa .....	59

3.3.1)	.....C.I. Carabobo	
	60	
3.3.2)	Terminales Maracaibo C.A. y sus filiales.....	60
3.3.3)	..... Aerovías de Venezuela (Avensa)	
	61	
CAPÍTULO 4. ....La Diversificación y la Creación de Valor		
	63	
4.1)	Estimación de la tasa de descuento histórica.....	63
4.1.1)	Estimación de la rentabilidad exigida al capital para el mercado de Estados Unidos. ....	67
	- Cálculo de la prima del mercado estadounidense:.....	67
	- Estimación de la prima de riesgo norteamericana .....	69
	- Estimación de la tasa libre de riesgo para la economía norteamericana.....	69
	- Determinación de la prima por riesgo país .....	70
	- Clasificación de Riesgo País para Venezuela según Standard & Poor's.....	71
	- Beta por sector industrial .....	72
4.1.2)	Estimación de la rentabilidad exigida al capital para el mercado Venezolano. ....	74
4.1.3)	Estimación de la tasa de retorno de la deuda .....	76
4.1.4)	Estimación del WACC o Promedio Ponderado del Costo de Capital:.....	76
4.2)	Análisis de las Variables Macroeconómicas .....	77
4.3)	Modelos de Valoración.....	80
4.3.1)	Modelo de estimación de valor por análisis de ventas de filiales .....	81
	- Valoración de C.I. Carabobo.....	82
	- Valoración de Terminales Maracaibo .....	86
	- Valoración de H.L. Boulton & Co. ....	89
4.3.2)	Método de estimación de valor por Flujos de Caja Incrementales.....	103
CONCLUSIONES .....		115
ANEXOS .....		119
Análisis Financieros .....		119
Análisis Financiero de H.L.Boulton:.....		119

Análisis Financiero de C.I. Carabobo S.A.C.A.....	127
Análisis Financiero de Terminales Maracaibo C.A. ....	131
Análisis financiero de Aerovías Venezolanas S.A. (AVENSA).....	138
Supuestos de Proyección .....	142
Supuestos de proyección Terminales Maracaibo .....	143
Supuestos de proyección C.I. Carabobo.....	145
Supuestos de proyección H.L. Boulton & Co. ....	146
BIBLIOGRAFÍA .....	153

## Proyección de Terminales Maracaibo

Company Name: Terminales Maracaibo  
 Amounts in 1= mill, 2= thous, 3=actuals: 1  
 Currency: Bs  
 Statements Purchasing Power Date: 30/04/1998 30/04/1999 30/04/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005  
 Statement Date: 30/04/1998 30/04/1999 30/04/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

### BALANCE SHEET

	Amounts in Bs millions							
<b>ASSETS</b>								
Cash	3.321.827	326.367	2.373.678	2.632.863	2.856.167	3.058.825	3.233.547	3.426.274
Marketable Secs	-	-	-	-	-	-	-	-
Acct Receivables	4.883.492	4.773.985	5.416.371	6.534.065	6.909.648	7.293.065	7.684.448	8.222.977
Inventory	485.249	418.457	592.177	608.784	626.795	645.041	663.522	693.976
Other Receivables-non-operating	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Current Assets-(operating)	354.519	8.960	126.104	227.152	283.580	344.243	406.276	477.781
Other Curr Assets-(non-operating)	-	-	299.552	-	-	-	-	-
<b>Total Current Assets</b>	<b>9.045.086</b>	<b>5.527.769</b>	<b>8.807.882</b>	<b>10.002.864</b>	<b>10.676.190</b>	<b>11.341.174</b>	<b>11.987.793</b>	<b>12.821.008</b>
Net Fixed Assets	10.343.142	13.524.044	19.725.002	20.662.672	21.426.718	21.889.485	21.988.338	21.953.605
Investments in Subs & Affiliates	-	-	-	-	-	-	-	-
Other LT assets	2.384	8.586.911	190.487	204.345	296.403	376.016	455.718	540.991
Intangibles (inc. Goodwill)	-	-	397.950	370.094	336.785	303.107	272.796	245.516
Deferred Assets	1.209.146	347.082	108.317	116.197	197.602	273.466	350.552	504.925
<b>Total Assets</b>	<b>20.599.758</b>	<b>27.985.806</b>	<b>29.229.638</b>	<b>31.356.172</b>	<b>32.933.699</b>	<b>34.183.248</b>	<b>35.055.197</b>	<b>36.066.045</b>
<b>LIABILITIES</b>								
Short-Term Debt	-	55.691	12.287.218	12.566.533	6.757.087	5.978.106	4.673.165	3.389.877
Current maturities of LT debt	3.604.558	7.558.952	-	-	-	566.102	1.345.746	1.945.674
Accts Payables-suppliers	1.535.989	4.920.629	1.340.486	1.754.988	1.989.025	2.228.255	2.472.768	2.769.485
Interest Bearing Payables	-	-	-	-	-	-	-	-
Income Taxes Payables	452.428	-	-	-	-	-	-	-
Other current Liabilities-(operating)	2.861.601	2.256.285	1.885.175	1.794.100	1.814.912	1.835.964	1.857.262	1.911.122
Other current liabilities- (non-operating)	-	-	1.450.661	1.488.850	1.491.277	1.642.773	1.655.868	1.667.704
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>8.454.576</b>	<b>14.791.557</b>	<b>16.963.540</b>	<b>17.604.470</b>	<b>12.052.300</b>	<b>12.251.201</b>	<b>12.004.809</b>	<b>11.683.863</b>
Long Term Senior Debt	3.185.180	1.299.059	-	-	5.550.000	4.933.898	4.331.542	3.871.293
Long Term Subordinated Debt	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital Lease Obligations	-	-	-	-	-	-	-	-
LT Deferred Reserves	320.987	477.180	773.680	804.627	836.812	870.285	905.096	941.300
LT Deferred Taxes	-	-	-	-	-	-	-	-
Other LT Liabilities	115.639	26.042	194.171	201.526	201.855	197.654	188.744	180.588
<b>Total Liabilities</b>	<b>12.076.382</b>	<b>16.593.838</b>	<b>17.931.391</b>	<b>18.610.624</b>	<b>18.640.967</b>	<b>18.253.038</b>	<b>17.430.191</b>	<b>16.677.044</b>
Minority Interest	1.332.249	-	250.398	282.474	316.763	353.054	390.615	429.710
Preferred Stock	-	-	-	-	-	-	-	-
Common Stock	1.200.000	1.943.702	2.154.249	2.631.374	2.975.209	3.385.689	3.762.847	4.156.666
Capital Surplus	76.541	280.311	-	140.156	140.156	140.156	140.156	140.156
Reserves	141.828	173.359	173.359	173.359	173.359	173.359	173.359	173.359
Retained Earnings	5.449.363	8.246.228	8.210.101	8.720.803	9.752.766	10.873.595	12.075.786	13.320.695
Capital Revaluation	323.394	748.368	510.140	797.384	934.478	1.004.358	1.082.244	1.168.415
REI Neto	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Net Worth</b>	<b>7.191.126</b>	<b>11.391.968</b>	<b>11.047.849</b>	<b>12.463.075</b>	<b>13.975.968</b>	<b>15.577.156</b>	<b>17.234.391</b>	<b>18.959.291</b>
<b>Total Liabilities + Min. Int. + N.Worth</b>	<b>20.599.758</b>	<b>27.985.806</b>	<b>29.229.638</b>	<b>31.356.172</b>	<b>32.933.699</b>	<b>34.183.248</b>	<b>35.055.197</b>	<b>36.066.045</b>

<b>INCOME STATEMENT</b>											
<b>Terminales Maracaibo</b>											
Period:											
Statement Date: 30/04/1998 12 Annual 30/04/1999 12 Annual 30/04/2000 12 Projected Base Case 30/06/2001 12 Projected Base Case 30/06/2002 12 Projected Base Case 30/06/2003 12 Projected Base Case 30/06/2004 12 Projected Base Case 30/06/2005 12											
No of Months in Period: 12											
<b>Bs millions</b>											
Net Sales	18.374.822	18.248.902	27.871.159	28.032.812	28.357.992	28.686.945	29.019.714	29.861.285			
Cost of Goods Sold (exclude Depreciation)	(8.851.868)	(12.597.022)	(16.441.467)	(16.536.828)	(16.665.489)	(16.794.911)	(16.925.093)	(17.349.407)			
Selling & Admin Expenses (exclude Dep.)	(3.282.799)	(2.184.790)	(4.714.828)	(4.742.174)	(4.410.344)	(4.070.177)	(3.721.525)	(3.422.103)			
<b>Operating Profit Bef Non-Cash Charge</b>	<b>6.240.155</b>	<b>3.467.090</b>	<b>6.714.864</b>	<b>6.753.810</b>	<b>7.282.159</b>	<b>7.821.857</b>	<b>8.373.096</b>	<b>9.089.775</b>			
Depreciation	(1.203.685)	(1.609.114)	(2.390.758)	(2.344.391)	(2.472.908)	(2.569.336)	(2.615.403)	(2.627.214)			
<b>Operating Profit</b>	<b>5.036.470</b>	<b>1.857.976</b>	<b>4.324.106</b>	<b>4.409.419</b>	<b>4.809.251</b>	<b>5.252.520</b>	<b>5.757.692</b>	<b>6.462.561</b>			
Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-			
Gross Interest Expense	-	(1.076.233)	(1.327.275)	(1.491.225)	(1.440.931)	(1.289.112)	(1.144.636)	(1.049.669)			
Inflation income / (loss) (REI)	-	-	-	-	-	-	-	-			
FX income / (loss)	-	(901.472)	(588.975)	(745.224)	(667.099)	(706.161)	(686.630)	(696.396)			
<b>Integral financing income / (loss)</b>	<b>-</b>	<b>(1.977.705)</b>	<b>(1.916.250)</b>	<b>(2.236.449)</b>	<b>(2.108.030)</b>	<b>(1.995.273)</b>	<b>(1.831.266)</b>	<b>(1.746.065)</b>			
Investment & Related Co income / (loss)	-	4.135.593	71.290	71.703	72.535	73.377	74.228	76.380			
Goodwill Amortization	-	-	-	(79.590)	(74.019)	(67.357)	(60.621)	(54.559)			
Other Income / (Expenses)	(839.554)	(998.264)	21.783	(616.722)	(595.518)	(602.426)	(619.087)	(630.405)			
<b>Net Income bef Extraordinary Items</b>	<b>4.196.916</b>	<b>3.017.600</b>	<b>2.500.929</b>	<b>1.548.362</b>	<b>2.104.219</b>	<b>2.660.841</b>	<b>3.320.946</b>	<b>4.107.912</b>			
Gain / (loss) on Sale of Fixed Assets	-	-	-	-	-	-	-	-			
Gain / (loss) on Debt Repurchase	-	-	-	-	-	-	-	-			
Gain / (loss) on Sale of Investments	-	-	-	-	-	-	-	-			
Other extraordinary gain / (loss)	-	-	-	-	-	-	-	-			
Employee Profit Sharing	-	-	-	-	-	-	-	-			
Minority interest	(639.114)	-	(29.638)	(15.484)	(16.834)	(15.965)	(16.605)	(16.432)			
<b>Net Income bef income taxes</b>	<b>3.557.802</b>	<b>3.017.600</b>	<b>2.471.291</b>	<b>1.532.879</b>	<b>2.087.385</b>	<b>2.644.876</b>	<b>3.304.341</b>	<b>4.091.481</b>			
Income Tax	(910.659)	(333.235)	(596.913)	(459.864)	(626.216)	(793.463)	(991.302)	(1.227.444)			
<b>Net Income (Loss)</b>	<b>2.647.143</b>	<b>2.684.365</b>	<b>1.874.378</b>	<b>1.073.015</b>	<b>1.461.170</b>	<b>1.851.413</b>	<b>2.313.039</b>	<b>2.864.037</b>			

CASH FLOW Terminates Maracaibo	Annual		Projected		Projected		Projected		Projected	
	30/04/1999		30/06/2001		30/06/2002		30/06/2003		30/06/2004	
	12	30/04/2000	12	12	12	12	12	12	12	12
Statement Date:	30/04/1999	30/04/2000	30/06/2001	30/06/2002	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005			
No of Months in Period:	12	12	12	12	12	12	12			
<b>Bs millions</b>										
<b>Net Income</b>	<b>2.684.365</b>	<b>1.874.378</b>	<b>1.073.015</b>	<b>1.461.170</b>	<b>1.851.413</b>	<b>2.313.039</b>	<b>2.864.037</b>			
Less: Gain (loss) from extraordinary items	-	29.638	15.484	16.834	15.965	16.605	16.432			
<b>Net Income from Continuing Operations</b>	<b>2.684.365</b>	<b>1.904.016</b>	<b>1.088.499</b>	<b>1.478.004</b>	<b>1.867.378</b>	<b>2.329.644</b>	<b>2.880.468</b>			
Plus: Depreciation & Goodwill Amortization	1.609.114	2.390.758	2.423.981	2.546.927	2.636.693	2.676.024	2.681.774			
Plus: Deferred taxes										
Plus: Other non-cash charges (Section below)	(3.077.928)	814.185	(1.637.875)	(644.443)	(969.428)	(1.095.952)	(1.156.660)			
<b>Funds from Operations (FFO)</b>	<b>1.215.551</b>	<b>5.108.959</b>	<b>1.874.605</b>	<b>3.380.487</b>	<b>3.534.643</b>	<b>3.909.715</b>	<b>4.405.582</b>			
Less: Change in accounts receivable	(109.507)	642.386	1.117.694	375.583	383.417	391.383	538.529			
Less: Change in inventories	(66.792)	173.720	16.607	18.011	18.245	18.481	30.454			
Less: Change in other current op. assets	(345.559)	117.144	101.048	56.428	60.663	62.033	71.505			
Plus: Change in accounts payable	3.384.640	(3.580.143)	414.502	234.037	239.231	244.513	296.717			
Plus: Change in other current op. liabilities	(605.316)	(371.110)	(91.075)	20.812	21.053	21.297	53.861			
<b>Net Operating Cash Flow (NOCF)</b>	<b>4.516.732</b>	<b>224.456</b>	<b>962.682</b>	<b>3.185.314</b>	<b>3.332.601</b>	<b>3.703.629</b>	<b>4.115.672</b>			
Less: Maintenance Capital Expenditures	(1.609.114)	(2.390.758)	(1.999.936)	(1.873.218)	(1.746.500)	(1.619.782)	(1.493.064)			
<b>Free Operating Cash Flow (FOCF)</b>	<b>2.907.618</b>	<b>(2.166.302)</b>	<b>(1.037.254)</b>	<b>1.312.096</b>	<b>1.586.101</b>	<b>2.083.847</b>	<b>2.622.608</b>			

Company Name: Corporación Industrial Carabobo

Amounts in 1= mill, 2= thous, 3=actuals: 1

Currency: Bs

Statements Purchasing Power Date: 31/12/1998 31/12/1999 31/12/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

Statement Date: 31/12/1998 31/12/1999 31/12/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

**BALANCE SHEET**

Amounts in Bs millions

**ASSETS**

Cash	190.586	321.744	178.202	334.243	324.693	487.039	415.607	420.802
Marketable Secs	-	-	-	-	-	-	-	-
Acct Receivables	-	164.260	187.700	222.737	266.319	309.901	353.483	397.065
Inventory	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Receivables-non-operating	898.566	730.617	560.340	729.841	777.744	825.647	873.550	921.453
Other Current Assets-(operating)	7.327	2.375.194	7.545.706	6.207.366	5.276.261	4.221.009	3.376.807	3.506.684
Other Curr Assets-(non-operating)	951.883	537.044	535.239	777.483	869.725	928.414	1.005.597	975.575
<b>Total Current Assets</b>	<b>2.048.362</b>	<b>4.128.859</b>	<b>9.007.187</b>	<b>8.271.670</b>	<b>7.514.742</b>	<b>6.772.011</b>	<b>6.025.044</b>	<b>6.221.580</b>
Net Fixed Assets	287.088	202.648	7.154	17.656	60.627	90.880	153.655	202.691
Investments in Subs & Affiliates	-	-	-	-	-	-	-	-
Other LT assets	30.110.366	19.840.580	15.584.265	17.626.786	21.415.470	24.084.247	27.341.199	26.094.890
Intangibles (inc. Goodwill)	-	-	-	-	-	-	-	-
Deferred Assets	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Assets</b>	<b>32.445.816</b>	<b>24.172.087</b>	<b>24.598.606</b>	<b>25.916.112</b>	<b>28.990.839</b>	<b>30.947.138</b>	<b>33.519.898</b>	<b>32.519.160</b>

**LIABILITIES**

Short-Term Debt	-	-	-	-	-	-	-	-
Current maturities of LT debt	-	-	-	-	-	-	-	-
Accts Payables-suppliers	68.154	-	-	-	-	-	-	-
Interest Bearing Payables	-	-	-	-	-	-	-	-
Income Taxes Payables	22.009	-	-	-	-	-	-	-
Other current Liabilities-(operating)	148.274	329.423	1.037.992	955.230	777.711	600.193	422.674	245.156
Other current liabilities- (non-operating)	4.845.862	154.739	131.476	130.259	137.243	150.048	140.891	105.067
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>5.084.299</b>	<b>484.162</b>	<b>1.169.468</b>	<b>1.085.488</b>	<b>914.954</b>	<b>750.241</b>	<b>563.566</b>	<b>350.223</b>
Long Term Senior Debt	-	-	-	-	-	-	-	-
Long Term Subordinated Debt	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital Lease Obligations	-	-	-	-	-	-	-	-
LT Deferred Reserves	23.332	57.018	-	-	-	-	-	-
LT Deferred Taxes	-	-	-	-	-	-	-	-
Other LT Liabilities	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Liabilities</b>	<b>5.107.631</b>	<b>541.180</b>	<b>1.169.468</b>	<b>1.085.488</b>	<b>914.954</b>	<b>750.241</b>	<b>563.566</b>	<b>350.223</b>
Minority Interest	-	-	-	0	0	0	0	0

Preferred Stock	-	-	-	-	-	-	-	-
Common Stock	12.000.000	12.000.000	12.900.000	12.900.000	13.900.000	13.900.000	14.900.000	14.900.000
Capital Surplus	1.362.598	(7.093.627)	2.481.918	2.481.918	2.481.918	2.481.918	2.481.918	-
Reserves	1.575.912	1.582.693	1.582.693	1.582.693	1.582.693	1.582.693	1.582.693	1.582.693
Retained Earnings	10.421.609	13.802.910	2.613.235	3.822.157	5.865.224	7.773.934	9.310.451	10.770.911
Capital Revaluation	1.978.066	3.338.931	3.851.292	4.043.857	4.246.049	4.458.352	4.681.269	4.915.333
REI Neto	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Net Worth</b>	<b>27.338.185</b>	<b>23.630.907</b>	<b>23.429.138</b>	<b>24.830.624</b>	<b>28.075.884</b>	<b>30.196.897</b>	<b>32.956.332</b>	<b>32.168.937</b>
<b>Total Liabilities + Min. Int. + N.Worth</b>	<b>32.445.816</b>	<b>24.172.087</b>	<b>24.598.606</b>	<b>25.916.112</b>	<b>28.990.838</b>	<b>30.947.138</b>	<b>33.519.898</b>	<b>32.519.160</b>

**INCOME STATEMENT**

Corporación Industrial Carabobo	Period:	Annual	Annual	Projected	Projected	Projected	Projected	Projected	
	Statement Date:	31/12/1998	31/12/1999	31/12/2000	30/06/2001	30/06/2002	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005
	No of Months in Period:	12	12	12	12	12	12	12	12

**Bs millions**

Net Sales	1.913.105	6.283.606	391.385	4.774.897	4.058.662	3.246.930	2.597.544	2.337.790
Cost of Goods Sold (exclude Depreciation)	(74.200)	(2.511.744)	(326.962)	(2.027.600)	(1.055.252)	(519.509)	(441.582)	(397.424)
Selling & Admin Expenses (exclude Dep.)	(917.278)	(1.047.420)	(446.680)	(803.793)	(765.964)	(672.146)	(747.301)	(728.470)
<b>Operating Profit Bef Non-Cash Charges</b>	<b>921.627</b>	<b>2.724.442</b>	<b>(382.257)</b>	<b>1.943.504</b>	<b>2.237.446</b>	<b>2.055.276</b>	<b>1.408.661</b>	<b>1.211.895</b>

**promedio Ebitda/ventas**

Depreciation	(14.579)	(24.213)	(15.065)	(5.428)	(17.562)	(77.990)	(92.084)	(155.690)
<b>Operating Profit</b>	<b>907.048</b>	<b>2.700.229</b>	<b>(397.322)</b>	<b>1.938.077</b>	<b>2.219.884</b>	<b>1.977.286</b>	<b>1.316.576</b>	<b>1.056.205</b>

Interest Income	376.973	300.767	379.433	414.846	494.310	582.411	670.511	758.612
Gross Interest Expense	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflation income / (loss) (REI)	-	-	-	-	-	-	-	-
FX income / (loss)	332.483	513.026	138.844	328.118	364.867	401.718	441.890	486.079
<b>Integral financing income / (loss)</b>	<b>709.456</b>	<b>813.793</b>	<b>518.277</b>	<b>742.964</b>	<b>859.177</b>	<b>984.129</b>	<b>1.112.401</b>	<b>1.244.691</b>

Investment & Related Co income / (loss)	-	(118.047)	(279.604)	(47.749)	(40.587)	(48.704)	(51.951)	(58.445)
Goodwill Amortization	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Income / (Expenses)	(201.956)	187.776	1.484	18.105	15.389	12.311	9.849	8.864
<b>Net Income bef Extraordinary Items</b>	<b>1.414.548</b>	<b>3.583.751</b>	<b>(157.165)</b>	<b>2.651.397</b>	<b>3.053.863</b>	<b>2.925.022</b>	<b>2.386.876</b>	<b>2.251.315</b>

Gain / (loss) on Sale of Fixed Assets	-	-	-	-	-	-	-	-
Gain / (loss) on Debt Repurchase	-	-	-	-	-	-	-	-
Gain / (loss) on Sale of Investments	-	-	-	-	-	-	-	-
Other extraordinary gain / (loss)	-	-	-	(859.481)	-	-	-	-
Employee Profit Sharing	(83.000)	(50.000)	(48.000)	(48.000)	(48.000)	(48.000)	(48.000)	(48.000)
Minority interest	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net Income bef income taxes</b>	<b>1.331.548</b>	<b>3.533.751</b>	<b>(205.165)</b>	<b>1.743.915</b>	<b>3.005.863</b>	<b>2.877.022</b>	<b>2.338.876</b>	<b>2.203.315</b>

Income Tax	(48.255)	(35.227)	(31.216)	(523.175)	(901.759)	(863.107)	(701.663)	(660.995)
<b>Net Income (Loss)</b>	<b>1.283.293</b>	<b>3.498.524</b>	<b>(236.381)</b>	<b>1.220.741</b>	<b>2.104.104</b>	<b>2.013.916</b>	<b>1.637.213</b>	<b>1.542.321</b>

CASH FLOW		Annual		Projected	Projected	Projected	Projected	Projected
Corporación Industrial Carabobo		Annual	Annual	Base Case				
Statement Date:		31/12/1999	31/12/2000	30/06/2001	30/06/2002	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005
No of Months in Period:		12	12	12	12	12	12	12
<b>Bs millions</b>								
<b>Net Income</b>		<b>3.498.524</b>	<b>(236.381)</b>	<b>1.220.741</b>	<b>2.104.104</b>	<b>2.013.916</b>	<b>1.637.213</b>	<b>1.542.321</b>
Less: Gain (loss) from extraordinary items		50.000	48.000	907.481	48.000	48.000	48.000	48.000
<b>Net Income from Continuing Operations</b>		<b>3.548.524</b>	<b>(188.381)</b>	<b>2.128.222</b>	<b>2.152.104</b>	<b>2.061.916</b>	<b>1.685.213</b>	<b>1.590.321</b>
Plus: Depreciation & Goodwill Amortization		24.213	15.065	5.428	17.562	77.990	92.084	155.690
Plus: Deferred taxes		-	-	-	-	-	-	-
Plus: Other non-cash charges (Section below)		(361.293)	83.742	738.535	466.200	306.964	212.238	118.513
<b>Funds from Operations (FFO)</b>		<b>3.211.444</b>	<b>(89.574)</b>	<b>2.872.184</b>	<b>2.635.866</b>	<b>2.446.869</b>	<b>1.989.535</b>	<b>1.864.524</b>
Less: Change in accounts receivable		164.260	23.440	35.037	43.582	43.582	43.582	43.582
Less: Change in inventories		-	-	-	-	-	-	-
Less: Change in other current op. assets		2.367.867	5.170.512	(1.338.340)	(931.105)	(1.055.252)	(844.202)	129.877
Plus: Change in accounts payable		(68.154)	-	-	-	-	-	-
Plus: Change in other current op. liabilities		181.149	708.569	(82.762)	(260.281)	(177.518)	(177.518)	(177.518)
<b>Net Operating Cash Flow (NOCF)</b>		<b>792.312</b>	<b>(4.574.957)</b>	<b>4.092.725</b>	<b>3.263.108</b>	<b>3.281.021</b>	<b>2.612.636</b>	<b>1.513.547</b>
Less: Maintenance Capital Expenditures		60.227	180.429	(15.000)	(58.590)	(102.180)	(145.771)	(189.361)
<b>Free Operating Cash Flow (FOCF)</b>		<b>852.539</b>	<b>(4.394.528)</b>	<b>4.077.725</b>	<b>3.204.518</b>	<b>3.178.841</b>	<b>2.466.866</b>	<b>1.324.186</b>
Equity Increase (Decrease)		(7.205.802)	934.612	(5.899.011)	(4.260.544)	(5.402.874)	(4.816.462)	(8.839.121)
Dividends from Subsidiaries & Affiliates		-	-	-	-	-	-	-
Sale of investments in Subs. & Affil.		-	-	-	-	-	-	-
Sale of fixed assets		-	-	-	-	-	-	-
Increase in S.T. Bk.&Financ. Debt		-	-	-	-	-	-	-
Increase in LT Bk. & Financ. Debt		513.026	138.844	328.118	364.867	401.718	441.890	486.079
Change in non-oper-non-fin curr Liabs.		(4.691.123)	(23.263)	(1.217)	6.985	12.805	(9.157)	(35.825)
Change in taxes payable		(22.009)	-	-	-	-	-	-
Change in other LT liabilities + def. reserves & taxes		-	-	-	-	-	-	-
Change in Minority Interest (Equity increase)		-	-	-	-	-	-	-
Other non-operating sources		(50.000)	(48.000)	(907.481)	(48.000)	(48.000)	(48.000)	(48.000)
<b>Total Non-Operating Sources</b>		<b>(11.455.908)</b>	<b>1.002.193</b>	<b>(6.479.592)</b>	<b>(3.936.693)</b>	<b>(5.036.351)</b>	<b>(4.431.728)</b>	<b>(8.436.866)</b>
Growth of inv. in Subs., Aff. & Intangibles. (cash effe		118.047	279.604	57.299	48.704	58.445	62.341	70.134
Dividends Paid		-	900.000	11.819	61.037	105.205	100.696	81.861
Expansionary Capital Expenditures		-	-	-	-	-	-	-
Change in non-oper-non-fin curr assets		(582.788)	(172.082)	411.745	140.145	106.592	125.086	17.881
Change in other LT assets		(10.269.786)	(4.256.315)	16.566	1.849.737	527.231	848.529	(3.980.430)
Reduction in S.T. Bk.&Financ. Debt		-	-	-	-	-	-	-
Reduction in LT Bk. & Financ. Debt		-	-	(3.055.338)	(5.126.436)	(6.746.618)	(7.138.437)	(7.449.673)
Less: Inf. Adjust. LT liabs. & N.worth		-	-	-	2.304.188	3.929.289	4.108.357	4.142.351
<b>Total Non-Operating Needs</b>		<b>(10.734.527)</b>	<b>(3.248.793)</b>	<b>(2.557.909)</b>	<b>(722.625)</b>	<b>(2.019.857)</b>	<b>(1.893.429)</b>	<b>(7.117.877)</b>
<b>Net Increase (Decrease) in Cash and Equivalent</b>		<b>131.158</b>	<b>(143.542)</b>	<b>156.041</b>	<b>(9.550)</b>	<b>162.346</b>	<b>(71.434)</b>	<b>5.196</b>

**ESCENARIO 1**

Company Name: H.L. Boulton

Units in 1= mill, 2= thous, 3=actuals: 1

Currency: Bs

Statements Purchasing Power Date: 30/06/1998 30/06/1999 30/06/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

Statement Date: 30/06/1998 30/06/1999 30/06/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

**BALANCE SHEET**

Amounts in Bs millions

**ASSETS**

Cash	2.831.413	1.044.595	571.864	1.727.450	2.172.234	2.222.643	2.594.751	2.956.104
Marketable Secs	1.019.041	4.130	787.801	-	-	-	-	-
Acct Receivables	9.544.299	6.928.229	2.892.890	4.402.758	4.772.590	5.235.680	6.007.712	6.879.799
Inventory	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Receivables-non-operating	772.788	2.190.417	1.002.733	1.096.794	1.151.840	1.196.808	1.282.463	1.383.708
Other Current Assets-(operating)	409.738	502.185	500.705	498.338	562.707	639.095	731.182	843.602
Other Curr Assets-(non-operating)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Current Assets</b>	<b>14.577.279</b>	<b>10.669.556</b>	<b>5.755.993</b>	<b>7.725.340</b>	<b>8.659.372</b>	<b>9.294.225</b>	<b>10.616.109</b>	<b>12.063.214</b>

Net Fixed Assets	6.004.799	10.111.028	7.687.178	7.360.973	6.983.217	6.646.070	6.416.238	6.325.478
Investments in Subs & Affiliates	12.193.750	10.688.844	8.191.636	8.183.183	8.226.837	8.298.967	8.367.502	8.424.975
Other LT assets	-	2.054.796	1.975.545	2.121.275	2.173.404	2.204.485	2.307.324	2.432.899
Intangibles (inc. Goodwill)	-	-	-	-	-	-	-	-
Deferred Assets	2.365.187	1.043.030	1.925.764	2.029.068	2.050.838	2.051.670	2.117.556	2.201.354
<b>Total Assets</b>	<b>35.141.015</b>	<b>34.567.254</b>	<b>25.536.116</b>	<b>27.419.839</b>	<b>28.093.668</b>	<b>28.495.418</b>	<b>29.824.729</b>	<b>31.447.919</b>
	20.563.736	23.897.698	19.780.123	27.419.839	28.093.668	28.495.418	29.824.729	31.447.919

**LIABILITIES**

Short-Term Debt	4.794.741	1.722.997	1.191.871	3.016.433	3.331.340	3.258.864	2.471.487	1.209.171
Current maturities of LT debt	885.252	2.287.815	4.761.909	3.902.314	3.354.919	2.867.993	1.460.350	850.655
Accts Payables-suppliers	1.106.968	3.360.272	2.568.728	3.052.579	3.221.498	3.449.389	3.552.948	3.852.688
Interest Bearing Payables	845.450	1.492.486	928.934	738.279	562.707	484.163	507.766	432.616
Income Taxes Payables	-	-	-	-	-	-	-	-
Other current Liabilities-(operating)	1.888.056	3.627.822	2.887.185	2.953.116	2.813.536	2.711.310	2.640.381	2.595.697
Other current liabilities- (non-operati	972.373	875.601	401.877	432.308	412.372	388.181	338.483	299.861
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>10.492.840</b>	<b>13.366.993</b>	<b>12.740.504</b>	<b>14.095.029</b>	<b>13.696.372</b>	<b>13.159.900</b>	<b>10.971.415</b>	<b>9.240.688</b>

Long Term Senior Debt	1.942.706	5.666.849	4.483.262	4.385.623	3.714.817	2.974.514	2.656.844	2.404.614
Long Term Subordinated Debt	799.404	302.412	211.019	338.451	375.681	413.249	454.574	500.032
Capital Lease Obligations	222.387	93.918	11.568	13.072	14.510	15.961	17.557	19.312
LT Deferred Reserves	83.693	274.407	1.812.911	1.885.427	1.960.845	2.039.278	2.120.849	2.205.683
LT Deferred Taxes	-	-	-	-	-	-	-	-
Other LT Liabilities	72.724	115.565	38.636	41.562	39.645	37.319	32.541	28.828
<b>Total Liabilities</b>	<b>13.613.754</b>	<b>19.820.144</b>	<b>19.297.900</b>	<b>20.759.165</b>	<b>19.801.869</b>	<b>18.640.222</b>	<b>16.253.780</b>	<b>14.399.158</b>
<b>Minority Interest</b>	<b>1.926</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Preferred Stock	-	-	-	-	-	-	-	-
Common Stock	7.195.274	9.154.102	9.154.102	9.154.102	10.154.102	10.154.102	11.154.102	11.154.102
Capital Surplus	760.638	822.509	(2.264.534)	(1.702.265)	(1.139.996)	(577.726)	(15.457)	546.812
Reserves	239.118	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128
Retained Earnings	12.656.686	3.698.690	(1.386.972)	(1.526.783)	(1.517.507)	(599.790)	1.457.772	4.263.006
Capital Revaluation	673.619	832.681	496.492	496.492	556.071	639.482	735.404	845.715
REI Neto	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Net Worth</b>	<b>21.525.335</b>	<b>14.747.110</b>	<b>6.238.216</b>	<b>6.660.674</b>	<b>8.291.799</b>	<b>9.855.195</b>	<b>13.570.949</b>	<b>17.048.762</b>
<b>Total Liabilities + Min. Int. + N.W</b>	<b>35.141.015</b>	<b>34.567.254</b>	<b>25.536.116</b>	<b>27.419.839</b>	<b>28.093.668</b>	<b>28.495.417</b>	<b>29.824.730</b>	<b>31.447.920</b>

**INCOME STATEMENT**

H.L. Boulton

	Period:		Annual		Annual		Projected		Projected		Projected	
	30/06/1998		30/06/1999		30/06/2000		Base Case		Base Case		Base Case	
	12	12	12	12	12	12	30/06/2001	30/06/2002	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005	

Statement Date: 30/06/1998 30/06/1999 30/06/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

No of Months in Period: 12 12 12 12 12 12 12 12

Bs millions

Net Sales	19,540.046	19,091.367	18,456.978	18,456.978	18,756.904	19,366.503	20,310.620	21,630.811
Cost of Goods Sold (exclude Depreciation)	-	-	-	-	-	-	-	-
Selling & Admin Expenses (exclude Dep.)	(19,967.130)	(19,412.511)	(16,156.315)	(17,201.903)	(17,068.783)	(17,371.753)	(17,954.588)	(19,035.113)
<b>Operating Profit bef Non-Cash Charges</b>	<b>(427.084)</b>	<b>(321.144)</b>	<b>2,300.663</b>	<b>1,255.075</b>	<b>1,688.121</b>	<b>1,994.750</b>	<b>2,356.032</b>	<b>2,595.697</b>

Depreciation	(1,264.035)	(1,774.151)	(2,258.965)	(2,075.538)	(1,987.463)	(1,885.469)	(1,794.439)	(1,732.384)
<b>Operating Profit</b>	<b>(1,691.119)</b>	<b>(2,095.295)</b>	<b>41,698</b>	<b>(820.464)</b>	<b>(299.341)</b>	<b>109,281</b>	<b>561,593</b>	<b>863,313</b>

Interest Income	-	-	-	-	-	-	-	-
Gross Interest Expense	(1,355.234)	(2,791.661)	(2,053.454)	(2,199.144)	(2,169.597)	(1,919.338)	(1,208.838)	(741.221)
Inflation income / (loss) (REI)	-	-	-	-	-	-	-	-
FX income / (loss)	482.244	(2,111.782)	1,653.454	524.542	357.992	258.349	171.550	120.956
<b>Integral financing income / (loss)</b>	<b>(872.990)</b>	<b>(4,903.443)</b>	<b>(400.000)</b>	<b>(1,674.602)</b>	<b>(1,811.605)</b>	<b>(1,660.989)</b>	<b>(1,037.288)</b>	<b>(620.265)</b>

Related Co income / (loss)	1,677.219	(4,066.437)	1,251.061	(84.530)	436.537	721.305	685.345	574.729
Investment income / (loss)	246.320	4,584.583	1,907.709	1,907.709	1,938.709	2,001.717	2,099.301	2,235.756
Goodwill Amortization	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Income / (Expenses)	621.716	(576.688)	43.185	43.185	43.887	45.313	47.522	50.611
<b>Net Income bef Extraordinary Items</b>	<b>(18,854)</b>	<b>(7,057.280)</b>	<b>2,843.653</b>	<b>(628.701)</b>	<b>308.187</b>	<b>1,216.627</b>	<b>2,356.473</b>	<b>3,104.143</b>

Gain / (loss) on Sale of Fixed Assets	2,548.281	15.101	93.987	-	-	-	-	-
Gain / (loss) on Debt Repurchase	-	-	-	-	-	-	-	-
Gain / (loss) on Sale of Investments	-	-	-	787.801	-	-	-	-
Other extraordinary gain / (loss)	-	(2,078.032)	(7,360.140)	-	-	-	-	-
Employee Profit Sharing	-	-	-	-	-	-	-	-
Minority interest	(8,577)	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net Income bef income taxes</b>	<b>2,520.850</b>	<b>(9,120.211)</b>	<b>(4,422.500)</b>	<b>159.100</b>	<b>308.187</b>	<b>1,216.627</b>	<b>2,356.473</b>	<b>3,104.143</b>

Income Tax	(207.537)	(272.664)	(416.530)	(298.910)	(298.910)	(298.910)	(298.910)	(298.910)
<b>Net Income (Loss)</b>	<b>2,313.313</b>	<b>(9,392.875)</b>	<b>(4,839.030)</b>	<b>(139.811)</b>	<b>9,276</b>	<b>917,716</b>	<b>2,057,563</b>	<b>2,805,233</b>

CASH FLOW H.L. Boulton	Annual		Projected		Projected		Projected		Projected					
	30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002		30/06/2003		30/06/2004		30/06/2005	
	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Statement Date:	30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002		30/06/2003		30/06/2004		30/06/2005	
No of Months in Period:	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12

Bs millions

<b>Net Income</b>	<b>(9,392.875)</b>	<b>(4,839.030)</b>	<b>(139.811)</b>	<b>9,276</b>	<b>917,716</b>	<b>2,057,563</b>	<b>2,805,233</b>
Less: Gain (loss) from extraordinary items	2,062,931	7,266,153	(787,801)	-	-	-	-
<b>Net Income from Continuing Operation</b>	<b>(7,329,944)</b>	<b>2,427,123</b>	<b>(927,612)</b>	<b>9,276</b>	<b>917,716</b>	<b>2,057,563</b>	<b>2,805,233</b>
Plus: Depreciation & Goodwill Amortization	1,774,151	2,258,965	2,075,538	1,987,463	1,885,469	1,794,439	1,732,384
Plus: Deferred taxes	-	-	-	-	-	-	-
Plus: Other non-cash charges (Section belk)	1,784,350	(3,273,720)	2,020,007	886,114	859,499	(226,233)	(706,634)
<b>Funds from Operations (FFO)</b>	<b>(3,771,443)</b>	<b>1,412,368</b>	<b>3,167,933</b>	<b>2,882,853</b>	<b>3,662,684</b>	<b>3,625,769</b>	<b>3,830,984</b>
Less: Change in accounts receivable	(2,616,070)	(4,035,339)	1,509,868	369,832	463,090	772,032	872,087
Less: Change in inventories	-	-	-	-	-	-	-
Less: Change in other current op. assets	92,447	(1,480)	(2,367)	64,369	76,387	92,088	112,419
Plus: Change in accounts payable	2,253,304	(791,544)	483,851	168,919	227,891	103,559	299,740
Plus: Change in other current op. liabilities	1,739,766	(740,637)	65,931	(73,649)	(102,225)	(70,930)	(44,683)
<b>Net Operating Cash Flow (NOCF)</b>	<b>2,745,250</b>	<b>3,917,006</b>	<b>2,210,214</b>	<b>2,543,922</b>	<b>3,248,872</b>	<b>2,794,278</b>	<b>3,101,533</b>
Less: Maintenance Capital Expenditures	(1,774,151)	164,885	350,000	400,000	450,000	500,000	500,000
<b>Free Operating Cash Flow (FOCF)</b>	<b>971,099</b>	<b>4,081,891</b>	<b>2,560,214</b>	<b>2,943,922</b>	<b>3,698,872</b>	<b>3,294,278</b>	<b>3,601,533</b>

**ESCENARIO 2**

Company Name: H.L. Boulton

Units in 1= mill, 2= thous, 3=actuals: 1

Currency: Bs

Local Curr enter 0, US\$ enter 1 0

Statements Purchasing Power Date:	30/06/1998	30/06/1999	30/06/2000	30/06/2001	30/06/2002	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005
Statement Date:	30/06/1998	30/06/1999	30/06/2000	30/06/2001	30/06/2002	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005

**BALANCE SHEET**

Amounts in Bs millions

**ASSETS**

Cash	2.831.413	1.044.595	571.864	1.861.286	2.345.886	2.394.830	2.791.458	3.173.780
Marketable Secs	1.019.041	4.130	-	-	-	-	-	-
Acct Receivables	9.544.299	6.928.229	2.892.890	4.402.758	4.772.590	5.235.680	6.007.712	6.879.799
Inventory	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Receivables-non-operating	772.788	2.190.417	1.002.733	1.181.769	1.241.576	1.289.524	1.379.686	1.485.599
Other Current Assets-(operating)	409.738	502.185	500.705	498.338	562.707	639.095	731.182	843.602
Other Curr Assets-(non-operating)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Current Assets</b>	<b>14.577.279</b>	<b>10.669.556</b>	<b>4.968.192</b>	<b>7.944.152</b>	<b>8.922.759</b>	<b>9.559.128</b>	<b>10.910.039</b>	<b>12.382.780</b>

Net Fixed Assets	6.004.799	10.111.028	7.687.178	7.360.973	6.983.217	6.646.070	6.416.238	6.325.478
Investments in Subs & Affiliates	12.193.750	10.688.844	9.839.860	9.841.708	9.899.389	9.989.293	10.080.033	10.165.000
Other LT assets	-	2.054.796	1.975.545	2.211.121	2.266.362	2.297.841	2.401.330	2.526.905
Intangibles (inc. Goodwill)	-	-	-	-	-	-	-	-
Deferred Assets	2.365.187	1.043.030	1.925.764	2.186.273	2.210.611	2.210.612	2.278.087	2.363.453
<b>Total Assets</b>	<b>35.141.015</b>	<b>34.567.254</b>	<b>#####</b>	<b>29.544.227</b>	<b>30.282.338</b>	<b>#####</b>	<b>32.085.727</b>	<b>33.763.616</b>
	20.563.736	23.897.698	#####	29.544.227	30.282.338	#####	32.085.727	33.763.616

**LIABILITIES**

Short-Term Debt	4.794.741	1.722.997	1.191.871	4.878.655	5.460.307	5.956.414	6.279.211	6.353.051
Current maturities of LT debt	885.252	2.287.815	4.761.909	3.902.314	3.354.919	2.867.993	1.460.350	850.655
Accts Payables-suppliers	1.106.968	3.360.272	2.568.728	3.052.579	3.221.498	3.449.389	3.552.948	3.852.688
Interest Bearing Payables	845.450	1.492.486	928.934	738.279	562.707	484.163	406.212	324.462
Income Taxes Payables	-	-	-	-	-	-	-	-
Other current Liabilities-(operating)	1.888.056	3.627.822	2.887.185	2.953.116	2.813.536	2.711.310	2.640.381	2.595.697
Other current liabilities- (non-operating)	972.373	875.601	401.877	471.994	457.743	445.669	417.467	407.179
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>10.492.840</b>	<b>13.366.993</b>	<b>#####</b>	<b>15.996.938</b>	<b>15.870.710</b>	<b>#####</b>	<b>14.756.569</b>	<b>14.383.733</b>

Long Term Senior Debt	1.942.706	5.666.849	4.483.262	4.385.623	3.714.817	2.974.514	2.656.844	2.404.614
Long Term Subordinated Debt	799.404	302.412	211.019	338.451	375.681	413.249	454.574	500.032
Capital Lease Obligations	222.387	93.918	11.568	13.072	14.510	15.961	17.557	19.312
LT Deferred Reserves	83.693	274.407	1.812.911	1.885.427	1.960.845	2.039.278	2.120.849	2.205.683
LT Deferred Taxes	-	-	-	-	-	-	-	-
Other LT Liabilities	72.724	115.565	38.636	45.377	44.007	42.846	40.135	39.146
<b>Total Liabilities</b>	<b>13.613.754</b>	<b>19.820.144</b>	<b>#####</b>	<b>22.664.889</b>	<b>21.980.569</b>	<b>#####</b>	<b>20.046.528</b>	<b>19.552.519</b>
Minority Interest	1.926	-	-	0	0	0	0	0

Preferred Stock	-	-	-	-	-	-	-	-
Common Stock	7.195.274	9.154.102	9.154.102	9.154.102	10.154.102	#####	11.154.102	11.154.102
Capital Surplus	760.638	822.509	(1.404.111)	(1.013.926)	(623.742)	(233.557)	156.627	546.812
Reserves	239.118	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128
Retained Earnings	12.656.686	3.698.690	(1.386.972)	(1.996.458)	(2.023.791)	(1.496.998)	(246.063)	1.425.340
Capital Revaluation	673.619	832.681	496.492	496.492	556.071	639.482	735.404	845.715
REI Neto	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Net Worth</b>	<b>21.525.335</b>	<b>14.747.110</b>	<b>7.098.639</b>	<b>6.879.338</b>	<b>8.301.768</b>	<b>9.302.157</b>	<b>12.039.198</b>	<b>14.211.097</b>
<b>Total Liabilities + Min. Int. + N.Wor</b>	<b>35.141.015</b>	<b>34.567.254</b>	<b>#####</b>	<b>29.544.227</b>	<b>30.282.338</b>	<b>#####</b>	<b>32.085.726</b>	<b>33.763.616</b>

**INCOME STATEMENT**

H.L. Boulton

	Period:		Annual		Projected		Projected		Projected		Projected					
	30/06/1998		30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002		30/06/2003		30/06/2004		30/06/2005	
	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12

Statement Date: 30/06/1998 30/06/1999 30/06/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

No of Months in Period: 12 12 12 12 12 12 12 12

Bs millions

Net Sales	19.540.046	19.091.367	18.456.978	18.456.978	18.456.978	18.756.904	19.366.503	20.310.620	21.630.811
Cost of Goods Sold (exclude Depreciation)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Selling & Admin Expenses (exclude Dep.)	#####	(19.412.511)	(16.156.315)	#####	(17.068.783)	(17.371.753)	(17.954.588)	(19.035.113)	(19.035.113)
<b>Operating Profit bef Non-Cash Charge</b>	<b>(427.084)</b>	<b>(321.144)</b>	<b>2.300.663</b>	<b>1.255.075</b>	<b>1.688.121</b>	<b>1.994.750</b>	<b>2.356.032</b>	<b>2.595.697</b>	<b>2.595.697</b>

Depreciation	(1.264.035)	(1.774.151)	(2.258.965)	(2.075.538)	(1.987.463)	(1.885.469)	(1.794.439)	(1.732.384)	(1.732.384)
<b>Operating Profit</b>	<b>(1.691.119)</b>	<b>(2.095.295)</b>	<b>41.698</b>	<b>(820.464)</b>	<b>(299.341)</b>	<b>109.281</b>	<b>561.593</b>	<b>863.313</b>	<b>863.313</b>
Interest Income	-0,14623429	(0,24333)	(0,17737)	(0,10073)	(0,12049)	(0,11562)	(0,08951)	(0,07454)	(0,07454)
Gross Interest Expense	(1.355.234)	(2.791.661)	(2.053.454)	(2.282.938)	(2.648.540)	(2.474.388)	(1.794.313)	(1.457.349)	(1.457.349)
Inflation income / (loss) (REI)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FX income / (loss)	482.244	(2.111.782)	1.653.454	524.542	357.992	258.349	171.550	120.956	120.956
<b>Integral financing income / (loss)</b>	<b>(872.990)</b>	<b>(4.903.443)</b>	<b>(400.000)</b>	<b>(1.758.396)</b>	<b>(2.290.548)</b>	<b>(2.216.039)</b>	<b>(1.622.763)</b>	<b>(1.336.393)</b>	<b>(1.336.393)</b>

Related Co income / (loss)	1.677.219	(4.066.437)	1.251.061	18.480	576.809	899.040	907.397	849.676	849.676
Investment income / (loss)	246.320	4.584.583	1.907.709	1.907.709	1.938.709	2.001.717	2.099.301	2.235.756	2.235.756
Goodwill Amortization	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Income / (Expenses)	621.716	(576.688)	43.185	43.185	43.887	45.313	47.522	50.611	50.611
<b>Net Income bef Extraordinary Items</b>	<b>(18.854)</b>	<b>(7.057.280)</b>	<b>2.843.653</b>	<b>(609.486)</b>	<b>(30.484)</b>	<b>839.313</b>	<b>1.993.050</b>	<b>2.662.963</b>	<b>2.662.963</b>

Gain / (loss) on Sale of Fixed Assets	2.548.281	15.101	93.987						
Gain / (loss) on Debt Repurchase	-	-	-						
Gain / (loss) on Sale of Investments	-	-	-						
Other extraordinary gain / (loss)	-	(2.078.032)	(6.499.717)						
Employee Profit Sharing	-	-	-						
Minority interest	(8.577)	-	-						
<b>Net Income bef income taxes</b>	<b>2.520.850</b>	<b>(9.120.211)</b>	<b>(3.562.077)</b>	<b>(609.486)</b>	<b>(27.333)</b>	<b>752.562</b>	<b>1.787.049</b>	<b>2.387.719</b>	<b>2.387.719</b>

CASH FLOW H.L. Boulton	Annual		Projected		Projected		Projected		Projected	
	30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002		30/06/2003	
	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Statement Date: 30/06/1999 30/06/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005										
No of Months in Period: 12 12 12 12 12 12 12										
Bs millions										
<b>Net Income</b>	<b>(9,392.875)</b>	<b>(3,978.607)</b>	<b>(609.486)</b>	<b>(27.333)</b>	<b>526.793</b>	<b>1,250.934</b>	<b>1,671.404</b>			
Less: Gain (loss) from extraordinary items	2,062.931	6,405.730	-	(3,151)	86.751	206.001	275.243			
<b>Net Income from Continuing Operations</b>	<b>(7,329.944)</b>	<b>2,427.123</b>	<b>(609.486)</b>	<b>(30.484)</b>	<b>613.544</b>	<b>1,456.935</b>	<b>1,946.647</b>			
Plus: Depreciation & Goodwill Amortization	1,774.151	2,258.965	2,075.538	1,987.463	1,885.469	1,794.439	1,732.384			
Plus: Deferred taxes										
Plus: Other non-cash charges (Section below)	1,784.350	(3,273.720)	2,198.217	956.327	1,012.995	(89.329)	(418.220)			
<b>Funds from Operations (FFO)</b>	<b>(3,771.443)</b>	<b>1,412.368</b>	<b>3,664.269</b>	<b>2,913.306</b>	<b>3,512.008</b>	<b>3,162.046</b>	<b>3,260.811</b>			
Less: Change in accounts receivable	(2,616.070)	(4,035.339)	1,509.868	369.832	463.090	772.032	872.087			
Less: Change in inventories	-	-	-	-	-	-	-			
Less: Change in other current op. assets	92.447	(1,480)	(2,367)	64.369	76.387	92.088	112.419			
Plus: Change in accounts payable	2,253.304	(791.544)	483.851	168.919	227.891	103.559	299.740			
Plus: Change in other current op. liabilities	1,739.766	(740.637)	65.931	(73.649)	(102.225)	(70.930)	(44.683)			
<b>Net Operating Cash Flow (NOCF)</b>	<b>2,745.250</b>	<b>3,917.006</b>	<b>2,706.550</b>	<b>2,574.375</b>	<b>3,098.196</b>	<b>2,330.555</b>	<b>2,531.361</b>			
Less: Maintenance Capital Expenditures	(1,774.151)	164.885	350.000	400.000	450.000	500.000	500.000			
<b>Free Operating Cash Flow (FOCF)</b>	<b>971.099</b>	<b>4,081.891</b>	<b>3,056.550</b>	<b>2,974.375</b>	<b>3,548.196</b>	<b>2,830.555</b>	<b>3,031.361</b>			

**ESCENARIO 3**

Company Name: H.L. Boulton

Amounts in 1= mill, 2= thous, 3=actuals: 1

Currency: Bs

Local Curr enter 0, US\$ enter 1 0

Statements Purchasing Power Date: 30/06/1998 30/06/1999 30/06/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005  
 Statement Date: 30/06/1998 30/06/1999 30/06/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

**BALANCE SHEET**

Amounts in Bs millions

**ASSETS**

Cash	2.831.413	1.044.595	571.864	1.805.675	2.272.366	2.324.825	2.712.753	3.088.373
Marketable Secs	1.019.041	4.130	-	-	-	-	-	-
Acct Receivables	9.544.299	6.928.229	2.892.890	4.402.758	4.772.590	5.235.680	6.007.712	6.879.799
Inventory	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Receivables-non-operating	772.788	2.190.417	1.002.733	1.146.461	1.204.556	1.251.829	1.340.786	1.445.621
Other Current Assets-(operating)	409.738	502.185	500.705	498.338	562.707	639.095	731.182	843.602
Other Curr Assets-(non-operating)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Current Assets</b>	<b>14.577.279</b>	<b>#####</b>	<b>4.968.192</b>	<b>7.853.233</b>	<b>8.812.218</b>	<b>9.451.429</b>	<b>10.792.433</b>	<b>#####</b>
Net Fixed Assets	6.004.799	#####	7.687.178	7.360.973	6.983.217	6.646.070	6.416.238	6.325.478
Investments in Subs & Affiliates	12.193.750	#####	9.119.249	9.121.097	9.178.778	9.268.682	9.359.422	9.444.389
Other LT assets	-	2.054.796	1.975.545	2.205.261	2.260.496	2.293.277	2.399.119	2.527.916
Intangibles (inc. Goodwill)	-	-	-	-	-	-	-	-
Deferred Assets	2.365.187	1.043.030	1.925.764	2.120.952	2.144.697	2.145.992	2.213.856	2.299.852
<b>Total Assets</b>	<b>35.141.015</b>	<b>#####</b>	<b>25.675.928</b>	<b>28.661.516</b>	<b>29.379.407</b>	<b>29.805.451</b>	<b>31.181.068</b>	<b>#####</b>

**LIABILITIES**

Short-Term Debt	4.794.741	1.722.997	1.191.871	4.703.627	5.075.470	5.367.368	5.464.866	5.302.536
Current maturities of LT debt	885.252	2.287.815	4.761.909	3.902.314	3.354.919	2.867.993	1.460.350	850.655
Accts Payables-suppliers	1.106.968	3.360.272	2.568.728	3.052.579	3.221.498	3.449.389	3.552.948	3.852.688
Interest Bearing Payables	845.450	1.492.486	928.934	738.279	562.707	484.163	406.212	324.462
Income Taxes Payables	-	-	-	-	-	-	-	-
Other current Liabilities-(operating)	1.888.056	3.627.822	2.887.185	2.953.116	2.813.536	2.711.310	2.640.381	2.595.697
Other current liabilities- (non-operating)	972.373	875.601	401.877	468.264	449.542	433.116	400.112	384.791
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>10.492.840</b>	<b>#####</b>	<b>12.740.504</b>	<b>15.818.180</b>	<b>15.477.672</b>	<b>15.313.340</b>	<b>13.924.869</b>	<b>#####</b>
Long Term Senior Debt	1.942.706	5.666.849	4.483.262	4.385.623	3.714.817	2.974.514	2.656.844	2.404.614
Long Term Subordinated Debt	799.404	302.412	211.019	338.451	375.681	413.249	454.574	500.032
Capital Lease Obligations	222.387	93.918	11.568	13.072	14.510	15.961	17.557	19.312
LT Deferred Reserves	83.693	274.407	1.812.911	1.885.427	1.960.845	2.039.278	2.120.849	2.205.683
LT Deferred Taxes	-	-	-	-	-	-	-	-
Other LT Liabilities	72.724	115.565	38.636	45.018	43.218	41.639	38.466	36.993
<b>Total Liabilities</b>	<b>13.613.754</b>	<b>#####</b>	<b>19.297.900</b>	<b>22.485.772</b>	<b>21.586.743</b>	<b>20.797.981</b>	<b>19.213.160</b>	<b>#####</b>
Minority Interest	1.926	-	-	0	0	0	0	0

Preferred Stock	-	-	-	-	-	-	-	-
Common Stock	7.195.274	9.154.102	9.154.102	9.154.102	10.154.102	10.154.102	11.154.102	#####
Capital Surplus	760.638	822.509	(2.124.722)	(1.590.415)	(1.056.108)	(521.802)	12.505	546.812
Reserves	239.118	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128
Retained Earnings	12.656.686	3.698.690	(1.386.972)	(2.123.563)	(2.100.529)	(1.503.441)	(173.232)	1.591.810
Capital Revaluation	673.619	832.681	496.492	496.492	556.071	639.482	735.404	845.715
REI Neto	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Net Worth</b>	<b>21.525.335</b>	<b>#####</b>	<b>6.378.028</b>	<b>6.175.744</b>	<b>7.792.664</b>	<b>9.007.469</b>	<b>11.967.908</b>	<b>#####</b>
<b>Total Liabilities + Min. Int. + N.Worth</b>	<b>35.141.015</b>	<b>#####</b>	<b>25.675.928</b>	<b>28.661.516</b>	<b>29.379.407</b>	<b>29.805.450</b>	<b>31.181.068</b>	<b>#####</b>

**INCOME STATEMENT**

H.L. Boulton

Period: 30/06/1998 19,091.367 18,456.978 18,456.978 18,456.978 19,366.503 20,310.620 21,630.811  
 Statement Date: 30/06/1998 (19,412.511) (16,156.315) (17,201.903) ##### (17,954.588) (19,035.113)  
 No of Months in Period: 12 12 12 12 12 12 12

Bs millions

Net Sales	19,540.046	19,091.367	18,456.978	18,456.978	18,756.904	19,366.503	20,310.620	21,630.811
Cost of Goods Sold (exclude Depreciation)	-	-	-	-	-	-	-	-
Selling & Admin Expenses (exclude Dep.)	(19,967.130)	(19,412.511)	(16,156.315)	(17,201.903)	#####	#####	(17,954.588)	(19,035.113)
<b>Operating Profit bef Non-Cash Charge</b>	<b>(427.084)</b>	<b>(321.144)</b>	<b>2,300.663</b>	<b>1,255.075</b>	<b>1,688.121</b>	<b>1,994.750</b>	<b>2,356.032</b>	<b>2,595.697</b>

Depreciation	(1,264.035)	(1,774.151)	(2,258.965)	(2,075.538)	(1,987.463)	(1,885.469)	(1,794.439)	(1,732.384)
<b>Operating Profit</b>	<b>(1,691.119)</b>	<b>(2,095.295)</b>	<b>41.698</b>	<b>(820.464)</b>	<b>(299.341)</b>	<b>109.281</b>	<b>561.593</b>	<b>863.313</b>
Interest Income	-0,14623429	(0,24333)	(0,17737)	(0,10718)	(0,11958)	(0,11359)	(0,08682)	(0,07080)
Gross Interest Expense	(1,355.234)	(2,791.661)	(2,053.454)	(2,410.043)	(2,581.356)	(2,362.391)	(1,668.007)	(1,308.160)
Inflation income / (loss) (REI)	-	-	-	-	-	-	-	-
FX income / (loss)	482.244	(2,111.782)	1,653.454	524.542	357.992	258.349	171.550	120.956
<b>Integral financing income / (loss)</b>	<b>(872.990)</b>	<b>(4,903.443)</b>	<b>(400.000)</b>	<b>(1,885.501)</b>	<b>(2,223.364)</b>	<b>(2,104.042)</b>	<b>(1,496.458)</b>	<b>(1,187.204)</b>

Related Co income / (loss)	1,677.219	(4,066.437)	1,251.061	18.480	576.809	899.040	907.397	849.676
Investment income / (loss)	246.320	4,584.583	1,907.709	1,907.709	1,938.709	2,001.717	2,099.301	2,235.756
Goodwill Amortization	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Income / (Expenses)	621.716	(576.688)	43.185	43.185	43.887	45.313	47.522	50.611
<b>Net Income bef Extraordinary Items</b>	<b>(18.854)</b>	<b>(7,057.280)</b>	<b>2,843.653</b>	<b>(736.591)</b>	<b>36.700</b>	<b>951.309</b>	<b>2,119.355</b>	<b>2,812.151</b>

Gain / (loss) on Sale of Fixed Assets	2,548.281	15.101	93.987	-	-	-	-	-
Gain / (loss) on Debt Repurchase	-	-	-	-	-	-	-	-
Gain / (loss) on Sale of Investments	-	-	-	-	-	-	-	-
Other extraordinary gain / (loss)	-	(2,078.032)	(7,220.328)	-	-	-	-	-
Employee Profit Sharing	-	-	-	-	-	-	-	-
Minority interest	(8.577)	-	-	-	(3,793)	(98,327)	(219,056)	(290,663)
<b>Net Income bef income taxes</b>	<b>2,520.850</b>	<b>(9,120.211)</b>	<b>(4,282.688)</b>	<b>(736.591)</b>	<b>32.907</b>	<b>852.982</b>	<b>1,900.299</b>	<b>2,521.488</b>

Income Tax	(207.537)	(272.664)	(416.530)	-	(9,872)	(255.895)	(570.090)	(756.446)
<b>Net Income (Loss)</b>	<b>2,313.313</b>	<b>(9,392.875)</b>	<b>(4,699.218)</b>	<b>(736.591)</b>	<b>23.035</b>	<b>597.088</b>	<b>1,330.209</b>	<b>1,765.042</b>

CASH FLOW	Annual	Projected			Annual	Projected		
		Base Case	Base Case	Base Case		Base Case	Base Case	Base Case
H.L. Boulton	30/06/1999	30/06/2000	30/06/2001	30/06/2002	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005	
Statement Date: ##	12	12	12	12	12	12	12	
No of Months in Period:	12	12	12	12	12	12	12	

Bs millions

<b>Net Income</b>	(9,392.875)	(4,699.218)	(736.591)	23,035	597,088	1,330,209	1,765,042
Less: Gain (loss) from extraordinary items	2,062.931	7,126.341	-	3,793	98,327	219,056	290,663
<b>Net Income from Continuing Operations</b>	(7,329.944)	2,427.123	(736.591)	26,828	695,415	1,549,266	2,055,705
Plus: Depreciation & Goodwill Amortization	1,774.151	2,258.965	2,075.538	1,987,463	1,885,469	1,794,439	1,732,384
Plus: Deferred taxes							
Plus: Other non-cash charges (Section below)	1,784,350	(3,273,720)	2,245,326	1,003,939	997,558	(131,152)	(506,522)
<b>Funds from Operations (FFO)</b>	(3,771,443)	1,412,368	3,584,273	3,018,230	3,578,441	3,212,553	3,281,568
Less: Change in accounts receivable	(2,616,070)	(4,035,339)	1,509,868	369,832	463,090	772,032	872,087
Less: Change in inventories	-	-	-	-	-	-	-
Less: Change in other current op. assets	92,447	(1,480)	(2,367)	64,369	76,387	92,088	112,419
Plus: Change in accounts payable	2,253,304	(791,544)	483,851	168,919	227,891	103,559	299,740
Plus: Change in other current op. liabilities	1,739,766	(740,637)	65,931	(73,649)	(102,225)	(70,930)	(44,683)
<b>Net Operating Cash Flow (NOCF)</b>	2,745,250	3,917,006	2,626,553	2,679,299	3,164,630	2,381,062	2,552,117
Less: Maintenance Capital Expenditures	(1,774,151)	164,885	350,000	400,000	450,000	500,000	500,000
<b>Free Operating Cash Flow (FOCF)</b>	971,099	4,081,891	2,976,553	3,079,299	3,614,630	2,881,062	3,052,117

**ESCENARIO 4**

Company Name: H.L. Boulton

Units in 1= mill, 2= thous, 3=actuals: 1

Currency: Bs

 Statements Purchasing Power Date: 30/06/1998 30/06/1999 **30/06/2000** 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005  
 Statement Date: 30/06/1998 30/06/1999 **30/06/2000** 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

**BALANCE SHEET**

Amounts in Bs millions

ASSETS	30/06/1998	30/06/1999	<b>30/06/2000</b>	30/06/2001	30/06/2002	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005
Cash	2.831.413	1.044.595	<b>571.864</b>	1.794.883	2.258.100	2.311.240	2.697.481	3.071.803
Marketable Secs	1.019.041	4.130	-	-	-	-	-	-
Acct Receivables	9.544.299	6.928.229	<b>2.892.890</b>	4.402.758	4.772.590	5.235.680	6.007.712	6.879.799
Inventory	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Receivables-non-operating	772.788	2.190.417	<b>1.002.733</b>	1.139.608	1.197.371	1.244.514	1.333.238	1.437.865
Other Current Assets-(operating)	409.738	502.185	<b>500.705</b>	498.338	562.707	639.095	731.182	843.602
Other Curr Assets-(non-operating)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Current Assets</b>	<b>14.577.279</b>	<b>10.669.556</b>	<b>4.968.192</b>	<b>7.835.587</b>	<b>8.790.768</b>	<b>9.430.528</b>	<b>10.769.613</b>	<b>12.233.070</b>
Net Fixed Assets	6.004.799	10.111.028	<b>7.687.178</b>	7.360.973	6.983.217	6.646.070	6.416.238	6.325.478
Investments in Subs & Affiliates	12.193.750	10.688.844	<b>8.979.437</b>	8.981.285	9.038.966	9.128.870	9.219.610	9.304.577
Other LT assets	-	2.054.796	<b>1.975.545</b>	2.204.081	2.259.316	2.292.358	2.398.674	2.528.120
Intangibles (inc. Goodwill)	-	-	-	-	-	-	-	-
Deferred Assets	2.365.187	1.043.030	<b>1.925.764</b>	2.108.275	2.131.905	2.133.452	2.201.392	2.287.513
<b>Total Assets</b>	<b>35.141.015</b>	<b>34.567.254</b>	<b>#####</b>	<b>28.490.202</b>	<b>#####</b>	<b>29.631.279</b>	<b>31.005.528</b>	<b>32.678.757</b>
	20.563.736	23.897.698	<b>#####</b>	28.490.202	<b>#####</b>	29.631.279	31.005.528	32.678.757
<b>LIABILITIES</b>								
Short-Term Debt	4.794.741	1.722.997	<b>1.191.871</b>	4.637.435	4.965.130	5.212.002	5.261.011	5.048.156
Current maturities of LT debt	885.252	2.287.815	<b>4.761.909</b>	3.902.314	3.354.919	2.867.993	1.460.350	850.655
Accts Payables-suppliers	1.106.968	3.360.272	<b>2.568.728</b>	3.052.579	3.221.498	3.449.389	3.552.948	3.852.688
Interest Bearing Payables	845.450	1.492.486	<b>928.934</b>	738.279	562.707	484.163	406.212	324.462
Income Taxes Payables	-	-	-	-	-	-	-	-
Other current Liabilities-(operating)	1.888.056	3.627.822	<b>2.887.185</b>	2.953.116	2.813.536	2.711.310	2.640.381	2.595.697
Other current liabilities- (non-operating)	972.373	875.601	<b>401.877</b>	466.854	447.190	429.805	395.768	379.370
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>10.492.840</b>	<b>13.366.993</b>	<b>#####</b>	<b>15.750.577</b>	<b>#####</b>	<b>15.154.662</b>	<b>13.716.670</b>	<b>13.051.028</b>
Long Term Senior Debt	1.942.706	5.666.849	<b>4.483.262</b>	4.385.623	3.714.817	2.974.514	2.656.844	2.404.614
Long Term Subordinated Debt	799.404	302.412	<b>211.019</b>	338.451	375.681	413.249	454.574	500.032
Capital Lease Obligations	222.387	93.918	<b>11.568</b>	13.072	14.510	15.961	17.557	19.312
LT Deferred Reserves	83.693	274.407	<b>1.812.911</b>	1.885.427	1.960.845	2.039.278	2.120.849	2.205.683
LT Deferred Taxes	-	-	-	-	-	-	-	-
Other LT Liabilities	72.724	115.565	<b>38.636</b>	44.883	42.992	41.321	38.049	36.472
<b>Total Liabilities</b>	<b>13.613.754</b>	<b>19.820.144</b>	<b>#####</b>	<b>22.418.034</b>	<b>#####</b>	<b>20.638.986</b>	<b>19.004.543</b>	<b>18.217.142</b>
Minority Interest	1.926	-	-	0	0	0	0	0
Preferred Stock	-	-	-	-	-	-	-	-
Common Stock	7.195.274	9.154.102	<b>9.154.102</b>	9.154.102	<b>#####</b>	10.154.102	11.154.102	11.154.102
Capital Surplus	760.638	822.509	<b>(2.264.534)</b>	(1.702.265)	(1.139.996)	(577.726)	(15.457)	546.812
Reserves	239.118	239.128	<b>239.128</b>	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128
Retained Earnings	12.656.686	3.698.690	<b>(1.386.972)</b>	(2.115.289)	(2.078.959)	(1.462.692)	(112.191)	1.675.859
Capital Revaluation	673.619	832.681	<b>496.492</b>	496.492	556.071	639.482	735.404	845.715
REI Neto	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Net Worth</b>	<b>21.525.335</b>	<b>14.747.110</b>	<b>6.238.216</b>	<b>6.072.168</b>	<b>7.730.347</b>	<b>8.992.293</b>	<b>12.000.986</b>	<b>14.461.616</b>
<b>Total Liabilities + Min. Int. + N.Wor</b>	<b>35.141.015</b>	<b>34.567.254</b>	<b>#####</b>	<b>28.490.202</b>	<b>#####</b>	<b>29.631.279</b>	<b>31.005.528</b>	<b>32.678.758</b>

**INCOME STATEMENT**

H.L. Boulton

	Period:		Annual		Projected		Projected		Projected	
	30/06/1998		30/06/2000		Base Case		Base Case		Base Case	
	12	12	12	12	30/06/2001	30/06/2002	30/06/2003	30/06/2004	30/06/2005	

Statement Date: 30/06/1998  
No of Months in Period: 12

Bs millions

Net Sales	19,540,046	19,091,367	18,456,978	18,456,978	18,456,978	19,366,503	20,310,620	21,630,811		
Cost of Goods Sold (exclude Depreciation)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Selling & Admin Expenses (exclude Depreciation)	(19,967,130)	(19,412,511)	(16,156,315)	(17,201,903)	(17,068,783)	(17,371,753)	(17,954,588)	(19,035,113)		
<b>Operating Profit Bef Non-Cash Charges</b>	<b>(427,084)</b>	<b>(321,144)</b>	<b>2,300,663</b>	<b>1,255,075</b>	<b>1,688,121</b>	<b>1,994,750</b>	<b>2,356,032</b>	<b>2,595,697</b>		
Depreciation	(1,264,035)	(1,774,151)	(2,258,965)	(2,075,538)	(1,987,463)	(1,885,469)	(1,794,439)	(1,732,384)		
<b>Operating Profit</b>	<b>(1,691,119)</b>	<b>(2,095,295)</b>	<b>41,698</b>	<b>(820,464)</b>	<b>(299,341)</b>	<b>109,281</b>	<b>561,593</b>	<b>863,313</b>		
Interest Income	-	-	(0,17737)	(0,10714)	(0,11922)	(0,11298)	(0,08607)	(0,06980)		
Gross Interest Expense	(1,355,234)	(2,791,661)	(2,053,454)	(2,401,769)	(2,560,172)	(2,331,835)	(1,635,678)	(1,271,501)		
Inflation income / (loss) (REI)	-	-	-	-	-	-	-	-		
FX income / (loss)	482,244	(2,111,782)	1,653,454	524,542	357,992	258,349	171,550	120,956		
<b>Integral financing income / (loss)</b>	<b>(872,990)</b>	<b>(4,903,443)</b>	<b>(400,000)</b>	<b>(1,877,227)</b>	<b>(2,202,180)</b>	<b>(2,073,486)</b>	<b>(1,464,128)</b>	<b>(1,150,546)</b>		
Related Co income / (loss)	1,677,219	(4,066,437)	1,251,061	18,480	576,809	899,040	907,397	849,676		
Investment income / (loss)	246,320	4,584,583	1,907,709	1,907,709	1,938,709	2,001,717	2,099,301	2,235,756		
Goodwill Amortization	-	-	-	-	-	-	-	-		
Other Income / (Expenses)	621,716	(576,688)	43,185	43,185	43,887	45,313	47,522	50,611		
<b>Net Income bef Extraordinary Items</b>	<b>(18,854)</b>	<b>(7,057,280)</b>	<b>2,843,653</b>	<b>(728,317)</b>	<b>57,884</b>	<b>981,866</b>	<b>2,151,685</b>	<b>2,848,810</b>		
Gain / (loss) on Sale of Fixed Assets	2,548,281	15,101	93,987	-	-	-	-	-		
Gain / (loss) on Debt Repurchase	-	-	-	-	-	-	-	-		
Gain / (loss) on Sale of Investments (Equity Income)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Other extraordinary gain / (loss)	-	(2,078,032)	(7,360,140)	-	-	-	-	-		
Employee Profit Sharing	-	-	-	-	-	-	-	-		
Minority interest	(8,577)	-	-	-	(5,983)	(101,485)	(222,398)	(294,452)		
<b>Net Income bef income taxes</b>	<b>2,520,850</b>	<b>(9,120,211)</b>	<b>(4,422,500)</b>	<b>(728,317)</b>	<b>51,901</b>	<b>880,380</b>	<b>1,929,288</b>	<b>2,554,358</b>		
Income Tax	(207,537)	(272,664)	(416,530)	-	(15,570)	(264,114)	(578,786)	(766,307)		
<b>Net Income (Loss)</b>	<b>2,313,313</b>	<b>(9,392,875)</b>	<b>(4,839,030)</b>	<b>(728,317)</b>	<b>36,331</b>	<b>616,266</b>	<b>1,350,501</b>	<b>1,788,050</b>		

CASH FLOW H.L. Boulton	Annual		Projected		Projected		Projected		Projected					
	30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002		30/06/2003		30/06/2004		30/06/2005	
	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Statement Date:	30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002		30/06/2003		30/06/2004		30/06/2005	
No of Months in Period:	12		12		12		12		12		12		12	
Bs millions														
<b>Net Income</b>	<b>(9,392.875)</b>	<b>(4,839.030)</b>	<b>(728.317)</b>	<b>36.331</b>	<b>616.266</b>	<b>1,350.501</b>	<b>1,788.050</b>							
Less: Gain (loss) from extraordinary items	2,062.931	7,266.153	-	5.983	101.485	222.398	294.452							
<b>Net Income from Continuing Operations</b>	<b>(7,329.944)</b>	<b>2,427.123</b>	<b>(728.317)</b>	<b>42.314</b>	<b>717.752</b>	<b>1,572.899</b>	<b>2,082.503</b>							
Plus: Depreciation & Goodwill Amortization	1,774.151	2,258.965	2,075.538	1,987.463	1,885.469	1,794.439	1,732.384							
Plus: Deferred taxes														
Plus: Other non-cash charges (Section below)	1,784.350	(3,273.720)	2,245.889	1,005.911	985.791	(147.687)	(533.057)							
<b>Funds from Operations (FFO)</b>	<b>(3,771.443)</b>	<b>1,412.368</b>	<b>3,593.110</b>	<b>3,035.687</b>	<b>3,589.011</b>	<b>3,219.651</b>	<b>3,281.830</b>							
Less: Change in accounts receivable	(2,616.070)	(4,035.339)	1,509.868	369.832	463.090	772.032	872.087							
Less: Change in inventories	-	-	-	-	-	-	-							
Less: Change in other current op. assets	92.447	(1,480)	(2,367)	64.369	76.387	92.088	112.419							
Plus: Change in accounts payable	2,253.304	(791.544)	483.851	168.919	227.891	103.559	299.740							
Plus: Change in other current op. liabilities	1,739.766	(740.637)	65.931	(73.649)	(102.225)	(70.930)	(44.683)							
<b>Net Operating Cash Flow (NOCF)</b>	<b>2,745.250</b>	<b>3,917.006</b>	<b>2,635.391</b>	<b>2,696.756</b>	<b>3,175.199</b>	<b>2,388.160</b>	<b>2,552.380</b>							
Less: Maintenance Capital Expenditures	(1,774.151)	164.885	350,000	400,000	450,000	500,000	500,000							
<b>Free Operating Cash Flow (FOCF)</b>	<b>971,099</b>	<b>4,081,891</b>	<b>2,985,391</b>	<b>3,096,756</b>	<b>3,625,199</b>	<b>2,888,160</b>	<b>3,052,380</b>							

**ESCENARIO 5**

Company Name: H.L. Boulton  
 Units in 1= mill, 2= thous, 3=actuals: 1  
 Currency: Bs  
 Statements Purchasing Power Date: 30/06/1998 30/06/1999 30/06/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005  
 Statement Date: 30/06/1998 30/06/1999 30/06/2000 30/06/2001 30/06/2002 30/06/2003 30/06/2004 30/06/2005

**BALANCE SHEET**

	Amounts in Bs millions							
<b>ASSETS</b>								
Cash	2.831.413	1.044.595	571.864	1.168.858	1.446.914	1.509.584	1.786.742	2.074.588
Marketable Secs	1.019.041	4.130	2.574.720	-	-	-	-	-
Acct Receivables	9.544.299	6.928.229	2.892.890	4.402.758	4.772.590	5.235.680	6.007.712	6.879.799
Inventory	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Receivables-non-operating	772.788	2.190.417	1.002.733	742.132	778.801	812.853	883.103	971.084
Other Current Assets-(operating)	409.738	502.185	500.705	498.338	562.707	639.095	731.182	843.602
Other Curr Assets-(non-operating)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Current Assets</b>	<b>14.577.279</b>	<b>10.669.556</b>	<b>7.542.912</b>	<b>6.812.087</b>	<b>7.561.013</b>	<b>8.197.211</b>	<b>9.408.739</b>	<b>10.769.072</b>
				6.812.087	7.561.013	8.197.211	9.408.739	10.769.072
Net Fixed Assets	6.004.799	10.111.028	7.687.178	7.360.973	6.983.217	6.646.070	6.416.238	6.325.478
Investments in Subs & Affiliates	12.193.750	10.688.844	1.193.667	1.203.968	1.217.995	1.235.769	1.257.974	1.285.469
Other LT assets	-	2.054.796	1.975.545	1.803.335	1.846.281	1.881.125	1.996.171	2.145.156
Intangibles (inc. Goodwill)	-	-	-	-	-	-	-	-
Deferred Assets	2.365.187	1.043.030	1.925.764	1.372.945	1.386.646	1.393.462	1.458.146	1.544.906
<b>Total Assets</b>	<b>35.141.015</b>	<b>34.567.254</b>	<b>20.325.066</b>	<b>18.553.308</b>	<b>18.995.152</b>	<b>19.353.637</b>	<b>20.537.268</b>	<b>22.070.080</b>
	20.563.736	23.897.698	12.782.154	18.553.308	18.995.152	19.353.637	20.537.268	22.070.080
<b>LIABILITIES</b>								
Short-Term Debt	4.794.741	1.722.997	1.191.871	-	1.221.801	2.503.524	1.850.455	1.217.417
Current maturities of LT debt	885.252	2.287.815	4.761.909	3.902.314	3.354.919	1.867.993	710.350	450.655
Accts Payables-suppliers	1.106.968	3.360.272	2.568.728	3.052.579	3.221.498	3.449.389	3.552.948	3.852.688
Interest Bearing Payables	845.450	1.492.486	928.934	738.279	562.707	484.163	406.212	324.462
Income Taxes Payables	-	-	-	-	-	-	-	-
Other current Liabilities-(operating)	1.888.056	3.627.822	2.887.185	2.953.116	2.813.536	2.711.310	2.640.381	2.595.697
Other current liabilities- (non-operating)	972.373	875.601	401.877	336.056	310.620	297.494	270.339	262.568
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>10.492.840</b>	<b>13.366.993</b>	<b>12.740.504</b>	<b>10.982.345</b>	<b>11.485.081</b>	<b>11.313.873</b>	<b>9.430.685</b>	<b>8.703.487</b>
Long Term Senior Debt	1.942.706	5.666.849	4.483.262	2.885.623	1.049.817	474.514	931.844	1.154.614
Long Term Subordinated Debt	799.404	302.412	211.019	338.451	375.681	413.249	454.574	500.032
Capital Lease Obligations	222.387	93.918	11.568	13.072	14.510	15.961	17.557	19.312
LT Deferred Reserves	83.693	274.407	1.812.911	1.885.427	1.960.845	2.039.278	2.120.849	2.205.683
LT Deferred Taxes	-	-	-	-	-	-	-	-
Other LT Liabilities	72.724	115.565	38.636	32.308	29.863	28.601	25.990	25.243
<b>Total Liabilities</b>	<b>13.613.754</b>	<b>19.820.144</b>	<b>19.297.900</b>	<b>16.137.227</b>	<b>14.915.796</b>	<b>14.285.476</b>	<b>12.981.499</b>	<b>12.608.371</b>
Minority Interest	1.926	-	-	0	0	0	0	0
Preferred Stock	-	-	-	-	-	-	-	-
Common Stock	7.195.274	9.154.102	9.154.102	9.154.102	10.154.102	10.154.102	11.154.102	11.154.102
Capital Surplus	760.638	822.509	(7.475.584)	(7.975.348)	(7.975.348)	(7.975.348)	(7.975.348)	(7.975.348)
Reserves	239.118	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128	239.128
Retained Earnings	12.656.686	3.698.690	(1.386.972)	501.706	1.105.402	2.010.797	3.402.483	5.198.112
Capital Revaluation	673.619	832.681	496.492	496.492	556.071	639.482	735.404	845.715
REI Neto	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Net Worth</b>	<b>21.525.335</b>	<b>14.747.110</b>	<b>1.027.166</b>	<b>2.416.081</b>	<b>4.079.356</b>	<b>5.068.161</b>	<b>7.555.769</b>	<b>9.461.709</b>
<b>Total Liabilities + Min. Int. + N.Wor</b>	<b>35.141.015</b>	<b>34.567.254</b>	<b>20.325.066</b>	<b>18.553.308</b>	<b>18.995.152</b>	<b>19.353.637</b>	<b>20.537.268</b>	<b>22.070.080</b>

**INCOME STATEMENT**

H.L. Boulton

	Period: 30/06/1998	Annual 30/06/1999	Annual 30/06/2000	Projected			Projected Base Case 30/06/2004	Projected Base Case 30/06/2005
				12	12	12		

Statement Date:  
No of Months in Period:

Bs millions

Net Sales	19,540,046	19,091,367	18,456,978	18,456,978	18,756,904	19,366,503	20,310,620	21,630,811
Cost of Goods Sold (exclude Depreciation)	-	-	-	-	-	-	-	-
Selling & Admin Expenses (exclude Depreciation)	(19,967,130)	(19,412,511)	(16,156,315)	(17,201,903)	(17,068,783)	(17,371,753)	(17,954,588)	(19,035,113)
<b>Operating Profit bef Non-Cash Charges</b>	<b>(427,084)</b>	<b>(321,144)</b>	<b>2,300,663</b>	<b>1,255,075</b>	<b>1,688,121</b>	<b>1,994,750</b>	<b>2,356,032</b>	<b>2,595,697</b>
Depreciation	(1,264,035)	(1,774,151)	(2,258,965)	(2,075,538)	(1,987,463)	(1,885,469)	(1,794,439)	(1,732,384)
<b>Operating Profit</b>	<b>(1,691,119)</b>	<b>(2,095,295)</b>	<b>41,698</b>	<b>(820,464)</b>	<b>(299,341)</b>	<b>109,281</b>	<b>561,593</b>	<b>863,313</b>
Interest Income	-0,146234286	(0,24333)	(0,17737)	(0,10129)	(0,07071)	(0,06299)	(0,05082)	(0,04241)
Gross Interest Expense	(1,355,234)	(2,791,661)	(2,053,454)	(1,634,590)	(1,054,681)	(899,877)	(659,715)	(534,698)
Inflation income / (loss) (REI)	-	-	-	-	-	-	-	-
FX income / (loss)	482,244	(2,111,782)	1,653,454	524,542	192,992	8,349	(53,450)	(29,044)
<b>Integral financing income / (loss)</b>	<b>(872,990)</b>	<b>(4,903,443)</b>	<b>(400,000)</b>	<b>(1,110,048)</b>	<b>(861,688)</b>	<b>(891,528)</b>	<b>(713,165)</b>	<b>(563,742)</b>
Related Co income / (loss)	1,677,219	(4,066,437)	1,251,061	103,009	140,272	177,736	222,052	274,948
Investment income / (loss)	246,320	4,584,583	1,907,709	1,907,709	1,938,709	2,001,717	2,099,301	2,235,756
Goodwill Amortization	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Income / (Expenses)	621,716	(576,688)	43,185	43,185	43,887	45,313	47,522	50,611
<b>Net Income bef Extraordinary Items</b>	<b>(18,854)</b>	<b>(7,057,280)</b>	<b>2,843,653</b>	<b>123,392</b>	<b>961,838</b>	<b>1,442,519</b>	<b>2,217,303</b>	<b>2,860,885</b>
Gain / (loss) on Sale of Fixed Assets	2,548,281	15,101	93,987	-	-	-	-	-
Gain / (loss) on Debt Repurchase	-	-	-	-	-	-	-	-
Gain / (loss) on Sale of Investments (Equity Income)	-	-	-	2,574,720	-	-	-	-
Other extraordinary gain / (loss)	-	(2,078,032)	(12,571,190)	-	-	-	-	-
Employee Profit Sharing	-	-	-	-	-	-	-	-
Minority interest	(8,577)	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net Income bef income taxes</b>	<b>2,520,850</b>	<b>(9,120,211)</b>	<b>(9,633,550)</b>	<b>2,698,112</b>	<b>862,423</b>	<b>1,293,420</b>	<b>1,988,123</b>	<b>2,565,185</b>
Income Tax	(207,537)	(272,664)	(416,530)	(809,434)	(258,727)	(388,026)	(596,437)	(769,555)
<b>Net Income (Loss)</b>	<b>2,313,313</b>	<b>(9,392,875)</b>	<b>(10,050,080)</b>	<b>1,888,678</b>	<b>603,696</b>	<b>905,394</b>	<b>1,391,686</b>	<b>1,795,629</b>

CASH FLOW H.L. Boulton	Annual		Projected		Projected		Projected		Projected					
	30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002		30/06/2003		30/06/2004		30/06/2005	
	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Statement Date:	30/06/1999		30/06/2000		30/06/2001		30/06/2002		30/06/2003		30/06/2004		30/06/2005	
No of Months in Period:	12		12		12		12		12		12		12	
<b>Net Income</b>	<b>(9,392.875)</b>	<b>(10,050.080)</b>	<b>1,888.678</b>	<b>603.696</b>	<b>905.394</b>	<b>1,391.686</b>	<b>1,795.629</b>							
Less: Gain (loss) from extraordinary items	2,062.931	12,477.203	(2,574.720)	99.415	149.098	229.180	295.700							
<b>Net Income from Continuing Operations</b>	<b>(7,329.944)</b>	<b>2,427.123</b>	<b>(686.042)</b>	<b>703.112</b>	<b>1,054.493</b>	<b>1,620.866</b>	<b>2,091.330</b>							
Plus: Depreciation & Goodwill Amortization	1,774.151	2,258.965	2,075.538	1,987.463	1,885.469	1,794.439	1,732.384							
Plus: Deferred taxes														
Plus: Other non-cash charges (Section below)	1,784.350	(3,273.720)	1,540.500	873.377	778.469	(56.156)	(404.610)							
<b>Funds from Operations (FFO)</b>	<b>(3,771.443)</b>	<b>1,412.368</b>	<b>2,929.996</b>	<b>3,563.951</b>	<b>3,718.431</b>	<b>3,359.149</b>	<b>3,419.104</b>							
Less: Change in accounts receivable	(2,616.070)	(4,035.339)	1,509.868	369.832	463.090	772.032	872.087							
Less: Change in inventories	-	-	-	-	-	-	-							
Less: Change in other current op. assets	92.447	(1,480)	(2,367)	64.369	76.387	92.088	112.419							
Plus: Change in accounts payable	2,253.304	(791.544)	483.851	168.919	227.891	103.559	299.740							
Plus: Change in other current op. liabilities	1,739.766	(740.637)	65.931	(73.649)	(102.225)	(70.930)	(44.683)							
<b>Net Operating Cash Flow (NOCF)</b>	<b>2,745.250</b>	<b>3,917.006</b>	<b>1,972.277</b>	<b>3,225.021</b>	<b>3,304.619</b>	<b>2,527.659</b>	<b>2,689.654</b>							
Less: Maintenance Capital Expenditures	(1,774.151)	164.885	350.000	400.000	450.000	500.000	500.000							
<b>Free Operating Cash Flow (FOCF)</b>	<b>971.099</b>	<b>4,081.891</b>	<b>2,322.277</b>	<b>3,625.021</b>	<b>3,754.619</b>	<b>3,027.659</b>	<b>3,189.654</b>							

