

UNIVERSIDAD SAN FRANCISCO DE QUITO

**Título de la tesis: Generación de un portafolio de dos tipos de acciones
cotizadas en los mercados bursátiles latinoamericanos a través del análisis
de inversión de valor.**

Juan Pablo Lárraga Herrera

Tesis de grado presentada como requisito para obtener el título de: Economista

Quito, 10 de Mayo de 2012

Universidad San Francisco de Quito
Colegio de Administración para el Desarrollo

HOJA DE APROBACIÓN DE TESIS

Tesis: Generación de un portafolio de dos tipos de acciones cotizadas en los mercados bursátiles latinoamericanos a través del análisis de inversión de valor.

Juan Pablo Lárraga Herrera

Juan Fernando Carpio.

Director de Tesis.

Magdalena Barreiro, Ph. D.

Decano del Colegio de Administración

Para el Desarrollo

Quito, 23 de Mayo de 2012

©**Derechos de autor:** Según la actual ley de propiedad intelectual, Art. 5:

“el derecho de autor nace y se protege por el solo hecho de la creación de la obra, independientemente de su mérito, destino o modo de expresión... El reconocimiento de los derechos de autor y de los derechos conexos no está sometido a registro, depósito, ni al cumplimiento de formalidad alguna.”
(Ecuador. Ley de Propiedad Intelectual, Art. 5)

Resumen

El desarrollo de la tesis pretende explicar una forma de evaluar a las empresas que cotizan sus acciones en los mercados bursátiles dentro de América Latina. El enfoque propuesto pone en un segundo plano al comportamiento del precio de las acciones en el mercado y se enfoca en realizar un análisis particular a cada empresa escogida. El análisis consiste en obtener el valor de la empresa para generar consistentemente flujos de efectivo futuros, para mantener su ventaja competitiva de una forma sostenible y para seguir creciendo en el mercado. Una vez obtenido el valor determinado de cada empresa se lo reparte para el número de acciones que se encuentran en el mercado. Este valor por unidad muestra si la empresa se encuentra sobrevaluada o subvaluada por el mercado mediante su comparación con el precio actual de la acción. Cuando una empresa se muestra subvaluada, esto indica según la inversión de valor que es un buen momento para invertir en la misma y permitir que su precio llegue al valor obtenido y después vender la acción. El enfoque empleado, ha sido históricamente conservador y rezagado ante la cultura de inversión a corto plazo, sin embargo, lo que se pretende es mostrar al inversionista un complemento para la formación de su portafolio diversificado.

Abstract

The progress on the research intends to explain a valuation technique for companies listed their shares on stock markets in Latin American. The proposed approach takes apart the behavior of the stock prices and focuses on analysis specific to each company selected. The purpose of the analysis is to obtain the value of the company's capacity to consistently generate future cash flows, to maintain its competitive edge in a sustainable manner and to continue growing in the market. Once the value of each company is assessed, it is equally divided by the number of shares in the market. The value per unit shows whether the company is overvalued or undervalued by its comparison with the current share price. When a company shows undervalued, as value investing indicates, is a good time to invest until the price reaches the assessed value and then sell the stock. The approach used has been historically conservative, and lagged to the short term investing culture, however, the aim is to show investors a complement for the creation of its diversified portfolio.

TABLA DE CONTENIDOS

| | |
|--|----|
| CAPÍTULO 1 | 2 |
| MARCO GENERAL | 2 |
| 1. Introducción | 2 |
| 2. Generación de un portafolio de 2 tipos de acciones cotizadas en los mercados bursátiles latinoamericanos a través del análisis de Inversión de valor..... | 3 |
| 3. Objetivos | 5 |
| 4. Pregunta de Investigación. | 5 |
| 5. Hipótesis..... | 6 |
| 6. Justificación..... | 6 |
| 7. Variables | 7 |
| 8. Metodología Científica..... | 8 |
| CAPÍTULO II | 9 |
| MARCO TEÓRICO | 9 |
| Economía de la Escuela Austríaca y la disciplina de la Inversión de Valor. | 9 |
| Precio y valor | 9 |
| Riesgo..... | 10 |
| Ciclos económicos..... | 11 |
| La disciplina de inversión de valor. | 13 |
| 1. Sondeo de oportunidades potenciales de inversión..... | 13 |
| a. Sondeo Cualitativo: | 14 |
| b. Sondeo Cuantitativo: | 14 |
| 2. Evaluación de Caso Base. | 15 |
| a. Valor neto de los activos (VNA)..... | 15 |
| i. Activos | 15 |
| ii. Pasivos..... | 17 |
| b. Valor del poder de las utilidades. | 18 |
| Conclusión de la valuación Caso base. | 20 |
| 3. Valor de franquicia..... | 20 |
| 4. Valor del Crecimiento | 20 |

| | |
|---|----|
| 5. Determinación del margen de seguridad..... | 21 |
| CAPÍTULO 2..... | 22 |
| MARCO EMPÍRICO | 22 |
| Análisis de inversión de valor en el sector de industrias Bolsa de Valores en Lima. | 22 |
| 1. Sondeo de oportunidades potenciales de inversión..... | 22 |
| a. Sondeo Cualitativo:..... | 22 |
| b. Sondeo cuantitativo..... | 24 |
| 2. Evaluación de Caso Base (Compañía Industrial Textil Credisa- TRUTEX SA.A- Creditex). 25 | |
| a. Valor neto de los activos (VNA)..... | 25 |
| Notas: | 27 |
| b. Valor del poder de las utilidades Base (Compañía Industrial Textil Credisa- TRUTEX SA.A- Creditex)..... | 29 |
| Conclusión de la valuación Caso base. | 32 |
| 3. Valor de franquicia..... | 32 |
| 4. Valor del Crecimiento | 32 |
| 5. Determinación del margen de seguridad..... | 33 |
| Análisis de inversión de valor en el sector IPSA de la Bolsa de Valores de Chile. | 34 |
| 1. Sondeo de Oportunidades potenciales de inversión..... | 34 |
| a. Sondeo Cualitativo | 34 |
| a) Sondeo Cuantitativo | 36 |
| 2. Evaluación Caso Base (Compañía SIGDO KOPPERS S.A.) | 37 |
| a. Valor Neto de los Activos (VNA)..... | 37 |
| Notas: | 38 |
| b. Valor del Poder de las Utilidades (VPU). | 41 |
| Conclusión de la valuación Caso base. | 43 |
| 3. Valor de franquicia..... | 43 |
| 4. Valor del Crecimiento | 44 |
| 5. Determinación del margen de seguridad..... | 44 |
| CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES..... | 45 |
| BIBLIOGRAFÍA..... | 48 |
| ANEXOS..... | 51 |

CAPÍTULO 1

MARCO GENERAL

1. Introducción

Existe una gran variedad de estudios realizados en cuanto al comportamiento de los mercados de valores y que son utilizados como herramientas por parte de los inversionistas para decidir al momento de adquirir valores como las acciones. De todas formas, al parecer, después de la crisis financiera que tuvo lugar en el 2008 (y que aún sigue teniendo efectos rezagados), muchos de estos estudios y herramientas de inversión perdieron validez en su totalidad. Una de las posibles respuestas ante este evento se debe a que, a través de la historia, los mercados de valores han venido experimentando crisis debido a fuerzas inexplicables del mercado y, por tal, es necesario hacer un estudio de su comportamiento para poder registrar cualquier tipo de anomalía que podría surgir en ellos. Otros aseguran que la crisis financiera es un claro efecto de las políticas monetarias por parte de los gobiernos y que generan burbujas especulativas que en algún momento deben explotar. Finalmente, existe un grupo de inversionistas que asegura que gran parte de la crisis financiera se debe al enfoque que se toma al momento de analizar portafolios “diversificados” que toman básicamente perspectivas a corto plazo y basándose en argumentos de comportamiento de los precios de las acciones en el mercado (y sus respectivas volatilidades para determinar el nivel de riesgo) pero que no explican mucho el origen del valor de la empresa al momento de ser adquirida. Este tipo de inversionistas le atribuyen completamente al valor de la empresa como la única explicación del precio de la acción en el mercado. En general, la causa de la crisis financiera abarca muchos de los anteriores supuestos y es necesario un nuevo enfoque en cuanto al análisis de portafolios que abarque cada uno de estos temas para evaluar el entorno económico en donde se pretende invertir, seleccionar aquellas empresas que puedan considerarse como una inversión sólida, analizar las empresas de una forma profunda de tal forma que se pueda conocer su verdadero valor y determinar si dicho valor es consistente con el precio de las acciones de dicha empresa

en el mercado. El estudio que abarca todos los temas discutidos se denomina Inversión de Valor.

2. *Generación de un portafolio de 2 tipos de acciones cotizadas en los mercados bursátiles latinoamericanos a través del análisis de Inversión de valor.*

Las fuerzas desequilibradoras del mercado de valores prevalecen en el corto plazo pero tienden a ser derrotadas empresarialmente en el largo plazo (Rallo, 2011). Calificaciones soberanas, compras de bonos de países por el Banco Central Europeo, etc. son parte de las razones por las cuales se ha generado un nuevo desplome en los mercados de valores nacionales e internacionales apenas en el 2011. Pero, ¿Son estas las razones principales que han hecho que se genere tal caída? o ¿acaso la mayor responsable de este fenómeno es la suma de decisiones especulativas de cada individuo que participa en estos mercados? Aunque parezca contradictorio, cada individuo que participa de este mercado es la persona más influyente en la generación de las fluctuaciones en los valores (Rallo, 2011)¹. Entonces, frente a las crisis que se generan en este mercado, vale la pena evaluar los análisis convencionales para la elección de portafolios especulativos. Una propuesta es enfocar un análisis de portafolios basado en un diferente esquema que en este caso se denomina Inversión de Valor. Este análisis pretende resolver el inconveniente de grandes pérdidas ante una caída en los precios (a corto plazo) de las acciones en el mercado de valores porque ofrece una diferente alternativa de análisis de portafolios, incentiva al inversionista a comprometerse con la empresa a la cual dirige su capital y sirve para desarrollar empresas que cotizan sus valores dentro de los mercados de valores (en este específico caso refiriéndose a Latinoamérica).

La inversión de valor ofrece una diferente alternativa de análisis de portafolios. A diferencia de los análisis convencionales de portafolios en donde se determinan cierto tipo de empresas a invertir basado en volatilidades de precios, la disciplina de la inversión de valor propone estudiar a las empresas que no son populares y que tengan ratios de precio/beneficio bajos (Graham, 30). Además, el cálculo del riesgo se elimina y se reemplaza por el concepto de margen de seguridad y precio intrínseco, los cuales, muestran otra distinta perspectiva de

¹ Juan Ramón Rallo refiriéndose al subjetivismo de la valoración de acciones explica: El subjetivismo a la hora de valorar los bienes de orden superior no implica valoraciones aleatorias y carentes de fundamento, sino valoraciones derivadas del valor subjetivo de los fines humanos.

aseguración ante la compra de un valor (Rallo, 2011). También, esta nueva filosofía no se enfoca en determinar cuantitativamente un determinado ratio de solvencia de una empresa sino más bien se encarga de determinar cualitativamente el por qué de una deuda, la rentabilidad que puede proporcionar la empresa y la capacidad para amortizarla (Mena, 40).

La filosofía de la Inversión de Valor incentiva al inversionista a comprometerse con la empresa a la cual dirige su capital. Esta filosofía, al estar relacionada con el bienestar y compromiso de la empresa, propone una rentabilidad estable y creciente a lo largo del tiempo, eliminando la posibilidad de inversiones a corto plazo y especulaciones (Mena, 46). Además, para invertir en cada empresa no solo hace falta saber manejar las cifras de la misma, sino el funcionamiento comercial que tiene, sus ventajas competitivas, sus oportunidades y límites de crecimiento. Esto último, hace que la persona que va a destinar su dinero a la compra de valores de una empresa se adentre directamente a las operaciones y funcionamiento de esta. Finalmente, una vez adquirido su valor intrínseco, la disciplina de Inversión de Valor propone dar un seguimiento a las perspectivas futuras de la empresa, y si el cumplimiento de las mismas se está dando de una manera descrita anteriormente (Mena, 84).

La inversión de Valor sirve para desarrollar empresas que cotizan sus valores dentro de los mercados de valores de Latinoamérica. La aplicación de este análisis puede ser útil para la promoción de empresas latinoamericanas que se encuentran en auge y que, por el momento, están subvaloradas en su país pero que necesitan de capital para poder agilizar su crecimiento. Por otro lado, la inversión a través de este método atraería mayores capitales, que al mismo tiempo, impulsarían el desarrollo y dinamización de las casas de valores latinoamericanas. Además, el uso de la Inversión de Valor crearía una cultura de inversión segura que preferirá apostarle a empresas de América Latina que ofrezcan mejor rentabilidad ante la alternativa de colocar su dinero en cuentas de ahorro a largo plazo (Goodhart, 10).

3. *Objetivos*

- Direccionar a potenciales inversionistas hacia un panorama cercano de los mercados bursátiles latinoamericanos en donde existen rentables oportunidades de inversión y que, a su vez, ofrecen un riesgo reducido.
- Establecer un escenario confiable para los inversionistas con el motivo de que éstos paulatinamente redistribuyan su uso de dinero hacia los mercados bursátiles que ofrecen retornos mayores que las tasas de interés que pagan las cuentas de ahorros de los bancos nacionales.
- Plantear una posible oportunidad de crecimiento para aquellas empresas que se encuentran desarrollándose de forma rentable y necesitan de apalancamiento financiero para ser impulsadas exponencialmente.
- Plantear una solución para inversionistas que actualmente se guían por tendencias especulativas a corto plazo viéndose obligados a tomar riesgos peligrosos para sus inversiones y comprometiéndolos a su vez con los objetivos a futuro de las empresas a invertir.
- Proponer una forma alternativa del análisis de portafolios a partir de la estructuración de parámetros distintos a los convencionalmente utilizados pero que implican una ganancia incluso a priori de la realización de la inversión.

4. *Pregunta de Investigación.*

¿Es posible ofrecer una solución de diversificación de portafolios a los inversionistas de mercados bursátiles latinoamericanos que les pueda ofrecer beneficios más rentables y con un menor riesgo?

5. Hipótesis

La disciplina de Inversión de Valor es un sistema de análisis de acciones de empresas que incentiva a inversionistas de mercados bursátiles latinoamericanos a optar por inversiones a un mayor plazo pero con rentabilidad mayor a aquellas inversiones a corto plazo impulsadas por la especulación con un riesgo mucho mayor, pero que también fomenta la formación de una relación inversionista-empresa para generar un beneficio mutuo.

6. Justificación

En un panorama general, el desarrollo de los mercados financieros se ha venido convirtiendo en un instrumento fundamental para el desarrollo económico de América Latina. Durante estos 10 últimos años se ha podido observar que el tamaño de este mercado ha aumentado de un promedio de 6700 millones de dólares al 2001 a un promedio de 27620 millones de dólares al 2008 apenas y su proyección va en incremento (Segura, 28). Es por este motivo que se pretende fomentar una cultura de inversión sustentable para poder seguir dando cabida a este nuevo mercado (relativamente para América Latina). Siguiendo esta línea de ideas, reducir el riesgo que conlleva la participación en el mismo se vuelve la prioridad fundamental del inversionista al momento de evaluar a las empresas participantes. Por lo tanto, el planteamiento del problema se encuentra enmarcado en cuatro eventos principales. En primer lugar se busca la forma de ofrecer a los inversionistas una solución ante las inversiones especulativas a corto plazo. En segundo lugar, cualquier solución propuesta debería ofrecer a los inversionistas un nivel de rendimientos mayor a su segunda mejor alternativa de inversión que en este caso sería la colocación de su dinero en cuentas de ahorros para ganar un interés fijo o realizar inversiones especulativas a corto plazo. En tercer lugar, se busca una solución con un riesgo reducido por lo que es necesario buscar un sistema de análisis que examine con cautela las oportunidades de inversión en empresas que se encuentran desarrollando rentablemente. Finalmente, este sistema de análisis propuesto no solo debe beneficiar al inversionista sino también a la empresa (que necesita cierto apalancamiento financiero) por lo cual debería crear una relación socio-empresa en la que se llegue a una cooperación por las

dos partes y obtener beneficios conjuntos. Esta solución se propone a través del análisis de los portafolios diversificados a través de la disciplina de Inversión de Valor. Mediante este método se podría llegar a obtener un portafolio de acciones con oportunidades de rentabilidad alta a un plazo mayor pero con un riesgo mucho más reducido (comparado con el riesgo implícito en las inversiones especulativas a corto plazo). Por otro lado, este análisis no descarta completamente un nivel de riesgo, pero su rendimiento implícito incentivaría a los inversionistas a optar por este tipo de inversiones en lugar de optar por el depósito de su dinero en cuentas de ahorros o invertir al corto plazo. Finalmente, este tipo de análisis promueve que se atraiga inversión comprometida hacia empresas que necesitan de un impulso de recursos económicos para poder desarrollarse rápidamente de una forma rentable.

7. Variables

Precio intrínseco

Margen de Seguridad

Rentabilidad por dividendo

Precio respecto a ganancias

Precio de mercado

Valor neto de activos (VNA)

El valor del poder de las utilidades (VPU)

El valor de la franquicia (VF)

El valor del crecimiento (VC)

8. Metodología Científica.

La tesis pretende describir la aplicabilidad de la disciplina de Inversión de Valor en los mercados bursátiles de América Latina. Los resultados de este análisis serán útiles en la generación de inversiones en las empresas seleccionadas y marcarían una pauta al inversionista al momento de evaluar nuevas empresas. Por otro lado, lo que se pretende comprobar bajo este análisis es la factibilidad del modelo al momento de diversificar un portafolio y conseguir un patrón de inversión que genere rendimientos mayores a los esperados al momento de evaluar una acción.

La tesis toma curso al momento de utilizar los parámetros de este modelo en dos empresas cuyas acciones se encuentran cotizando en las bolsas de valores de países de América Latina. Posteriormente, se seleccionarían a las posibles empresas candidatas para formar parte del portafolio. Dado que para poder observar los efectos determinantes de esta elección se necesita un período determinado, la tesis se limitaría a argumentar los criterios de la Inversión de valor utilizados para generar dicho portafolio.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

Economía de la Escuela Austríaca y la disciplina de la Inversión de Valor.

La Escuela Austríaca, como la Inversión de Valor, remarcan que las fuerzas desequilibradoras del mercado prevalecen en el corto plazo, pero tienden a ser derrotadas empresarialmente en el largo plazo (Rallo, 2011). Mientras la Inversión de valor busca oportunidades basadas en un análisis empresarial y no de mercado, la economía de la escuela Austríaca busca dar un contexto explicativo a cada transacción del mercado (por lo que descarta todas aquellas fluctuaciones del mercado como comportamientos racionales). A pesar de que existes discrepancias entre las dos disciplinas, existen similitudes que les permiten ganar un contexto teórico y práctico respectivamente. La Economía de la Escuela Austríaca y la disciplina de la Inversión de valor se relacionan porque ambas consideran al precio y al valor como términos diferentes; plantean al riesgo por oportunidad en un contexto empresarial y; utilizan a los ciclos económicos como un indicador de las calidades de inversión en el mercado.

Precio y valor

La Economía de la Escuela Austriaca y la disciplina de la Inversión de Valor consideran que el precio y el valor son términos distintos². El valor es la ponderación subjetiva, por parte del individuo, a un bien que pretende satisfacer una necesidad prioritaria. El precio, es el resultado cuantificado de los términos de una oferta de intercambio de un bien (Rallo: 2011). (Según la Escuela Austriaca). Los dos términos se explican en la disciplina de la inversión de valor como: el precio es lo que se paga y el valor es lo que se recibe³. El valor un factor productivo (empresa) depende de la habilidad del bien de consumo que produce para satisfacer una necesidad de la mejor forma⁴. Bajo este parámetro, el valor no varía debido a fuerzas irracionales en el mercado. El precio, al ser una manifestación cuantificada de un bien por otro, tiende a ser sujeto de estimaciones, fluctuaciones y cambios que lo hacen variable (Rallo:

²Justamente esta diferencia permitiría abrir una brecha entre el precio de una acción y el valor de una empresa para poder obtener ganancias, incluir referencias

³ Según Graham al referirse a dar un valor al cliente, etc.

⁴ Este es el proceso que crea valor percibido por el cliente.

2011). Una inversión de valor determina que el valor de un negocio para un inversionista se deriva de una evaluación de la calidad de su capital que, a su vez, posee la habilidad de producir bienes y servicios deseados por los consumidores (Leithner: 2005). Este valor, entonces, derrota empresarialmente a las fuerzas desequilibradoras del mercado en el largo plazo. La valoración de las acciones (que son derechos de propiedad sobre factores productivos) está relacionada con su capacidad de generar un considerable importe monetario en sus futuros flujos de caja⁵(A este valor se lo conoce como valor intrínseco) (Rallo: 2011). Distintas estimaciones del futuro entre individuos reflejan un cambiante importe de futuros flujos de caja y esto provoca una fluctuante variación en las transacciones de compra venta de acciones (A este variante importe se lo conoce como precio de mercado). Una inversión de valor busca comprar acciones que presenten un valor intrínseco mayor al precio del mercado para obtener un margen de seguridad sobre la transacción (Rallo: 2011).

Riesgo.

La Economía de la Escuela Austríaca y la disciplina de la inversión de valor plantean al riesgo por oportunidad en un contexto empresarial. El riesgo se manifiesta, exclusivamente, en la oportunidad de pérdidas de una empresa en particular (en la cual se pretende invertir).⁶ Este hecho reside en 4 posibles eventos: que la prosperidad del negocio cese en el futuro; que se pague un irrazonable precio alto por el negocio; que un inversionista crea que es una buena oportunidad de inversión un negocio realmente mediocre y; que las falacias popularmente aceptadas sean recibidas como factores determinantes para invertir (Leithner: 2005). El riesgo se reduce mientras la acción comprada presente un precio menor de cual se lo valoró y se pueda obtener el mayor margen de seguridad posible (Leithner: 2005). La inversión de valor percibe una forma proactiva de reducir el riesgo de incurrir en una mala oportunidad de negocio si se percibe anteriormente los siguientes factores adversos: complejidad: algo en el objetivo del negocio o en la negociación se vuelve complicado de entender o complicado de

⁵ Que deben ser traídos a valor presente por

⁶ Por lo tanto, la macro información de las fluctuaciones de los precios del mercado no muestra información determinante al momento de invertir.

valorar; estrecho acoplamiento: hay poca flexibilidad para absorber los errores en el cálculo; ambiente inusual de negocios: la valoración se puede distorsionar con un ambiente desfavorable en el negocio; decisiones administrativas adversas: acciones sin mala intención por parte de los directivos que pueden traer consecuencias negativas para la empresa; sesgos cognitivos: sobre optimismo y arrogancia sobre una oportunidad de inversión; defectos en el funcionamiento del equipo: conflictos culturales; hostilidad política, liderazgo dictatorial, etc. (Bruner,2005)

Ciclos económicos

La economía de la Escuela Austriaca y la disciplina de Inversión de valor utilizan a los ciclos económicos como un indicador de las calidades de inversión en el mercado. El ciclo económico explica la intervención de la política monetaria en el funcionamiento natural del mercado⁷ (en este caso, el mercado bursátil). El arbitraje estatal forma una fuerza de mercado extraordinaria que causa una expansión económica artificial y una recesión posterior (Garrison: 1990). La etapa expansiva muestra un divorcio entre los fundamentos de inversión⁸ y los precios de las acciones (que representan el comportamiento del mercado), mientras que la etapa de recesión muestra un emparejamiento entre estos (Soros: 1995). La información que provee la teoría facilita la compra de acciones sólidas⁹ durante periodos de pesimismo y precios bajos. El proceso de los ciclos económicos muestra un comportamiento de la siguiente forma (Calandro, 2009):

Etapa 1: Las ganancias por acción se muestran más fuertes que su valuación por parte del mercado (reflejado en el precio de las acciones). Los políticos perciben este evento como un proceso que no está funcionando de forma óptima (el precio de las acciones se encuentra “sub-valuado”)¹⁰. El banco central adopta un método de estimulación de la actividad económica denominado: expansión de la oferta monetaria. Las tasas de interés se reducen y

⁷ Donde, bajo circunstancias naturales del mercado, los precios de las acciones deberían actuar de la misma forma que sus fundamentos de inversión.

⁸ Las ganancias por acción, rendimientos de los dividendos, ratio de precio/ganancias.

⁹ Inversiones sólidas que han sido liquidadas junto con inversiones improductivas.

¹⁰ A este evento los políticos lo consideran como una amenaza económica que puede perjudicar su perfil en tiempos de elecciones.

crean sobreconsumo, valoraciones altas (infladas) y mala inversión (o inversión realizada bajo parámetros incorrectos)

Etapa 2: La intervención estatal crea un efecto positivo en el crecimiento de los ingresos de las empresas. Las acciones en el mercado bursátil experimentan un aumento en los precios¹¹

Etapa 3: Las medidas correctivas del mercado ante la inflación generan un precio máximo a corto plazo de las acciones. El proceso intenta restablecer una consistencia entre los fundamentos (especialmente las ganancias por acción) y los precios de las acciones.

Etapa 4: El alza de las ganancias por acción (generadas en la etapa 3) ostenta una alta rentabilidad del precio del mercado. El comportamiento del mercado, motivado por las favorables condiciones de inversión, empuja al precio del mercado sobre su tope máximo a través de una tendencia de compra agresiva.

Etapa 5: El aumento de los precios de las acciones (derivado de la tendencia agresiva de compra) ocasiona un divorcio entre los fundamentos (Ganancias por acción) y los precios de las acciones. El optimismo de los inversionistas impresiona a un mayor número de personas y provoca una compra aun más agresiva de acciones¹².

Etapa 6: Las dimensiones del mercado bursátil promueven a los últimos inversionistas a realizar sus compras y ventas de valores. La economía receipta las transacciones finales a través de un aumento en los precios. El estado percibe al efecto inflacionario como dañino para la economía de la nación y adopta medidas para la reducción del consumo (como el aumento en las tasas de interés). Las tasas de descuento, ante las medidas estatales, aumentan y desplazan a las malas inversiones¹³. La ausencia de nuevos compradores motiva al precio de las acciones a alcanzar un punto de inflexión y un posterior derrumbe.

¹¹ El aumento de los precios de las acciones se debe principalmente a la apertura previa de una mayor cantidad de crédito para poder realizar un mayor volumen de inversiones.

¹² A este proceso se lo denomina: exuberancia irracional (Calandro: 2009)

¹³ Inversiones con retornos inferiores a la tasa de descuento.

Etapa 7: Las ganancias por acción (reducidas por la falta de consumo) y las tasas de interés altas causan un desánimo irracional que converge en una venta masiva de acciones¹⁴. Los inversionistas adoptan decisiones de vuelo a calidad¹⁵ para proteger lo que queda de su portafolio. El proceso de liquidación (que abarca inversiones sólidas e inversiones no rentables) provoca una discrepancia entre los precios de las acciones y se forma una brecha de valor (propicia para los inversores de valor).

Etapa 8: El proceso reverso del mercado traslada a las ganancias por acción y a los precios de los valores a niveles muy menores que la etapa 1. La liquidación y el reajuste de las malas inversiones recuperan al mercado de su volatilidad y lo reubican en su punto natural.

La disciplina de inversión de valor.

“Comprar a descuento crea un margen de seguridad para el inversor- espacio para la imprecisión, error, mala suerte o las irregularidades de mercados y economías volátiles” (Klarman: 2007, p.7). El propósito de la inversión de valor se enfoca en identificar y rentabilizar de las brechas que se forman entre el precio y el valor de una acción (Calandro: 2009). El valor intrínseco permite al inversor visualizar el tamaño del margen de seguridad y el momento en que deberá vender sus acciones. Las acciones, que han sido evaluadas bajo un marco bien fundamentado, que se vendan en el mercado con un precio menor (precio con descuento) al valor intrínseco obtenido, se consideran: oportunidades de inversión. (Calandro, 2009). La inversión de valor obedece un marco fundamentado de evaluación ya que sugiere un sondeo de oportunidades potenciales de inversión, establece una estructura de niveles de valoración y determina la existencia y/o validez del margen de seguridad.

1. Sondeo de oportunidades potenciales de inversión.

El panorama de inversión de valor empieza identificando las características generales del entorno del mercado bursátil. El propósito principal es dar al inversionista un esquema de las condiciones bajo las cuales pretende invertir y un perfil (basado en fundamentos financieros

¹⁴ Principalmente para evitar grandes pérdidas de portafolio.

¹⁵ Liquidar las inversiones riesgosas y adquirir valores del estado y metales preciosos que poseen muy pequeños niveles de riesgo o no poseen riesgo.

consistentes) de las posibles oportunidades para propósito de su evaluación. El sondeo de oportunidades potenciales de inversión se desarrolla en dos ejes: un sondeo cualitativo y un sondeo cuantitativo (Calandro: 2009).

a. Sondeo Cualitativo:

El sondeo cualitativo pretende dar al inversionista un claro panorama de las condiciones del mercado bursátil en donde quiere invertir. El análisis del ciclo de negocios refleja las políticas económicas (monetarias) que se emplean en un país y que influyen de forma directa a todos los sectores del mercado. Una época de expansión explica al inversionista que existen precios explosivos con tendencias al alza (Soros: 1995). Los precios altos distorsionan, en su mayoría de veces, el valor y la consistencia rentable de la empresa. Una época de recesión indica al inversionista que los precios de los stocks se encuentran con tendencia a la baja (Soros: 1995). Los precios decrecientes también distorsionan el valor de las empresas (subvaluando algunas empresas fuertes y rentables). El análisis previene al inversionista de optar por invertir en stocks cuando existen ciclos de expansión peligrosos y lo motivan a invertir en momentos de recesiones o en momentos de funcionamiento natural del mercado¹⁶ (Graham: 1949).

b. Sondeo Cuantitativo:

El sondeo cuantitativo proporciona ciertas características específicas (basadas en fundamentos consistentes) de las empresas que cotizan sus acciones en el mercado bursátil. El análisis de los fundamentos separa aquellas inversiones que no muestran un buen estado financiero de acuerdo con los requisitos del inversionista (Calandro: 2009). Los fundamentos que buscaría un inversionista son: bajas razones precio/ganancias, altos rendimientos de dividendos y altas ganancias por acción (Calandro: 2009). El análisis de inversión de valor pretende encontrar el rendimiento de dividendos más alto y el ratio precio/ganancias que sea menos de 16 veces la

¹⁶ En momentos de recesiones, el inversionista puede visualizar una oportunidad rentable en aquellas empresas que se encuentran subvaluadas por efecto económico. En momentos de comportamiento natural del mercado, los precios usualmente reflejan el valor de las empresas.

cantidad de las utilidades (Graham & Dodd: 2009). Las empresas que califiquen con las características requeridas serán objeto de la siguiente etapa de valoración¹⁷.

2. *Evaluación de Caso Base.*

Las empresas calificadas pasan por un proceso de valoración de acuerdo a su información (financiera) base. El caso base no propone proveer la exacta valuación sino una aproximación de un valor adecuado para una empresa (Graham & Dodd: 2009). El resultado final de este proceso refleja si la empresa genera una ganancia consistente con el costo de su capital y el valor de reproducción de los activos que están sobre su control (Calandro: 2009). La valuación caso base se descompone en un lineamiento de valoración: valor neto de los activos y valor del poder de ganancias.

a. *Valor neto de los activos (VNA)*

El análisis consiste en transformar la hoja de balance general de una empresa de sus costos históricos a un valor basado en la reproducción (o a un valor que represente el valor económico) (Calandro: 2009). El valor de los activos neto se obtiene de la diferencia entre activos y pasivos ajustados. El resultado de la diferencia (activo-pasivo) se lo divide para el número de acciones en el mercado. El ajuste se realiza de la siguiente forma¹⁸:

i. *Activos*

Cuentas por cobrar: se realiza una estimación histórica de las cuentas no pagadas y se descuenta del saldo por cobrar (Greenwald et al., 2001: p.145 en Calandro, 2009: p. 10) y se

¹⁷ Lo cual no quiere decir que las empresas calificadas serán aquellas en las que se va a invertir sino habrá que seguir evaluando la empresa con el motivo de encontrar la existencia o no del margen de seguridad.

¹⁸ Aunque de acuerdo al círculo de competencia del inversionista, cada hoja de balance tendrá otras cuentas a ajustar de acuerdo a como mejor se acomoden a sus requisitos (conservadores o un poco mas riesgosos)

suma el porcentaje (sobre las cuentas por pagar en tarjetas de crédito) de reserva para la deuda no pagada en tarjetas de crédito.

$\% \text{ deuda no pagada} = \frac{\text{Reserva para deuda no pagada (tarjetas de crédito)}}{\text{cantidad en tarjetas de crédito por cobrar}}$ (Graham & Dodd, 2009: p. 539 en Calandro, 2009: p.26).

Propiedad planta y equipo: se realiza un análisis del costo histórico de cinco categorías: Terreno; Edificios y Modificaciones; Muebles y Accesorios; Maquinaria y equipo. (Graham & Dodd, 2009: p. 545 en Calandro, 2009: p.10)

Impuestos diferidos pagados: se trae el monto a valor presente con la siguiente tasa de descuento o tasa de costo del capital propio (Calandro: 2009):

| | |
|---------------------|---------------------------------------|
| Cálculo | |
| (a) | Dividendo por acción |
| (b) | Precio por acción |
| (c) = (a) / (b) | Rentabilidad por dividendo |
| (d) | Ingreso neto último año |
| (e) | Capital contable último año |
| (f) | Capital contable año anterior |
| (g) = [(e) + (f)]/2 | Capital contable promedio |
| (h) = (d)/(g) | Rendimiento sobre el capital contable |

| | |
|---------------------------------------|---------------------------------|
| (i) | Dividendos |
| $(j) = (i)/(d)$ | Razón de pago (p) |
| $(k) = 1 - (j)$ | 1- p |
| $(l) = (h) * (k)$ | Crecimiento esperado |
| $(m) = \{(a) * [1 + (l)]/(b)\} + (l)$ | Costo del capital propio |

Fuente: Calandro, Joseph: p.63

Prestigio¹⁹: Se agrega un múltiplo al gasto de ventas, gastos generales y gasto administrativo entre 1 y 3 años lo que vale el costo de reproducción de los activos (Greenwald et al., 2001: p.61 en Calandro, 2009: p. 49).

ii. Pasivos

Impuestos diferidos por pagar: se trae el monto a valor presente con una tasa de interés o tasa de costo del capital propio (la misma del activo) (Calandro: 2009).

Otros pasivos al largo plazo (Calandro: 2009):

Opciones: Se suma el aumento de las acciones totales por el precio promedio de la acción en ese año.

Garantías: Se suma el monto a pagar por conceptos de garantías del producto.

¹⁹ Son los activos intangibles de una empresa para crear valor como: relaciones con los clientes, estructura organizacional, licencias, ventaja comparativa

b. Valor del poder de las utilidades.

El lineamiento de valoración de caso base termina en la determinación del valor del poder de las utilidades. El proceso consiste en ajustar el ingreso ya ganado de una empresa para lograr un estimado ingreso a perpetuidad sustentable. (Calandro: 2009). La valoración requiere hacer uso de la información existente en la hoja de balance general y el estado de resultados desde las utilidades antes de intereses e impuestos. (Calandro 2009). El medio de determinación del VPG se realiza de la siguiente forma:

Utilidades antes de intereses e impuestos: se mantiene en un 100%

Opción de gasto: Se resta el monto resultante del estimado de dilución de opción por acción²⁰ por el número de acciones en el mercado (Calandro: 2009).

Ajuste de depreciación: Se suma el ajuste de depreciación dado de la siguiente forma (Calandro, 2009):

| Cálculo | |
|-----------------|----------------------------|
| (a) | Propiedad, Planta y Equipo |
| (b) | Ventas año anterior |
| (c) | Ventas último año |
| (d) = (c) – (b) | Cambio en ventas |
| (e) | CAPEX ²¹ |

²⁰ Cuando la empresa emita acciones con descuento y una vez que estas acciones son transadas en el mercado se genera una dilución de opción.

²¹ Gastos de capital y cambios en capital de trabajo neto.

| | |
|-------------------------|-------------------------------|
| (f) | Depreciación |
| $(g) = (a) / (c) * (d)$ | Crecimiento del CAPEX |
| $(h) = (e) - (g)$ | CAPEX DE cero crecimiento |
| $(i) = (f) - (h)$ | Ajuste de depreciación |

Fuente: Calandro, Joseph: p.14

Interés ganado en dinero: Se resta el interés ganado en dinero que se encuentra en el estado de resultados de la empresa (Calandro, 2009).

Utilidades pre impuestos: es el resultado de las utilidades antes de intereses e impuestos menos la opción de gasto menos el interés ganado en dinero más el ajuste de depreciación (Calandro, 2009).

Impuestos: se resta a las utilidades antes de impuestos el resultado de dividir el gasto en impuestos para las utilidades antes de impuestos y multiplicar por las utilidades pre- impuesto (Calandro, 2009)

Utilidades: es el resultado de restar las utilidades pre impuestos con los impuestos.

Valor del poder de las utilidades: es la suma del dinero en el balance general más el valor capitalizado de las utilidades²² (Calandro, 2009).

²² La cual se calcula a través de una simple perpetuidad de las utilidades a la misma tasa de interés obtenida en el VNA.

Conclusión de la valuación Caso base.

Cuando el valor neto de los activos es el recurso único que cuenta la empresa para generar futuras ganancias sustentables, su valor se verá reflejado en cantidad igual o similar al valor del poder de las utilidades. A este monto (ya sea el VNA o el VPU) por acción deberá ser restado del precio por acción. La diferencia (VNA O VPU – precio por acción) se considera como el margen de seguridad. En el caso de que el valor del poder de las utilidades se muestre mayor que el valor neto de los activos, la empresa cuenta con un recurso adicional para generar utilidades futuras que es operando con una ventaja competitiva sustentable (Calandro, 2009).

3. Valor de franquicia

Una franquicia es una empresa operando con una ventaja competitiva sustentable que genera rentabilidad económica a perpetuidad. (Calandro, 2009). Las franquicias suelen tener un horizonte de vida de cinco a diez años promedio (Palepu et al., 2000: p.6 en Calandro, 2009: p.210). Las ventajas competitivas son intangibles y, por lo tanto, difíciles de evaluar, lo que se hace únicamente es identificar su consistencia en el tiempo monitoreando que en el tiempo el retorno en capital ROE sea mayor que el promedio ponderado del costo de su capital (WACC) o que su el rendimiento sobre el capital ROE sea mayor al costo del capital (Fruhan, 1999: p.36 en Calandro, 2009: p.210)

4. Valor del Crecimiento

El nivel más alto de valoración tiene que ver con el potencial de la empresa para seguir creciendo durante el tiempo. El valor de crecimiento solo es factible cuando es rentable económicamente o cuando la rentabilidad generada por el crecimiento excede el costo de oportunidad del capital (Calandro 55). El valor de crecimiento se obtiene de la siguiente forma:

$$\text{Retorno sobre el valor neto del activo (RNAV)} = \frac{\text{Utilidades}}{\text{VNA (Valor neto del activo)}}$$

$$\text{Multiplo de crecimiento} = \frac{\text{RNAV}}{\text{Tasa de descuento}}$$

Si el múltiplo del crecimiento es mayor a 1, el crecimiento de la empresa creará más valor durante el tiempo, si es menor a 1 el crecimiento destruirá el valor de la empresa en el tiempo (Calandro, 55).

Valor de crecimiento (VC)

$$= \text{múltiplo de crecimiento} * \text{Valor del poder de las utilidades (VPU)}$$

5. *Determinación del margen de seguridad*

Una vez realizado el análisis de caso base, el valor del poder de las utilidades (VPU)²³ se lo utilizó para calcular el valor de crecimiento (por acción). El resultado final del valor de crecimiento²⁴ se resta del precio de la acción en el mercado y se obtiene el margen de seguridad (Calandro: 2009). Una cantidad oportuna del margen de seguridad debe ser al menos de 30% a 33% del valor del valor del poder de las utilidades. (Calandro: 2009). El inversionista, con la información disponible, puede realizar la compra de las acciones en la empresa y deberá esperar a que el precio de las mismas alcance el nivel de valoración.

²³ El valor del poder de las utilidades es igual al valor neto de los activos e incluso explica la existencia del valor de la franquicia en el caso de existir una diferencia. Por este motivo se lo ha utilizado para la determinación del margen de seguridad.

²⁴ En el caso de que la empresa ha podido mostrar un múltiplo de crecimiento mayor a 1.

CAPÍTULO 2

MARCO EMPÍRICO

Análisis de inversión de valor en el sector de industrias Bolsa de Valores en Lima.

1. Sondeo de oportunidades potenciales de inversión

a. Sondeo Cualitativo:

Se ha realizado una agrupación histórica de los precios de las acciones de 8 empresas que pertenecen al sector Industrial de Lima (aquellas que más han registrado compra /ventas) y que, en la actualidad, se encuentra cotizando sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima durante los últimos 4 años y el primer trimestre de 2012. Los precios históricos serán relacionados con sus respectivas utilidades por acción históricas. El recuadro de los precios de las acciones con sus respectivas utilidades promedio permitirán dar al inversionista un esquema de la situación económica del sector bursátil en Perú (visualizar si se encuentra en período de recesión, en un período natural o en período de expansión).

Los precios promedios registrados que se han obtenido son los siguientes:

| EMPRESA | Precio histórico de acciones | | | | |
|---|-------------------------------------|--------------|----------------|----------------|-------------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| ALICORP S.A.A | 2.54 | 1.85 | 3.94 | 5.67 | 6.52 |
| AUSTRAL GROUP S.A.A | 0.41 | 0.3 | 0.3 | 0.29 | 0.28 |
| CEMETOS LIMA S.A.A | 53.42 | 27.11 | 36.06 | 13.43 | 2.58 |
| CEMENTOS PACASMAYO S.A.A | 4.06 | 2.86 | 5.06 | 6.01 | 6.21 |
| EMPRESA SIDERURGICA DEL PERÚ S.A.A | 2.45 | 1.19 | 1.64 | 1.36 | 0.94 |
| REFINERÍA LA PAMPILLA | 26.03 | 8.36 | 1.8 | 1.31 | 1.01 |
| UNIÓN DE CERVECERÍAS PERUANAS BACKUS Y JHONSTON S.A | 2.86 | 3.1 | 4.58 | 5.62 | 6.98 |
| GLORIA S.A | 4.09 | 3.11 | 5.81 | 8.62 | 8.28 |
| PROMEDIO | 11.9825 | 5.985 | 7.39875 | 5.28875 | 4.1 |

Autor: Juan Pablo Lárraga (Precio Histórico acciones BVL Sector Industrial).

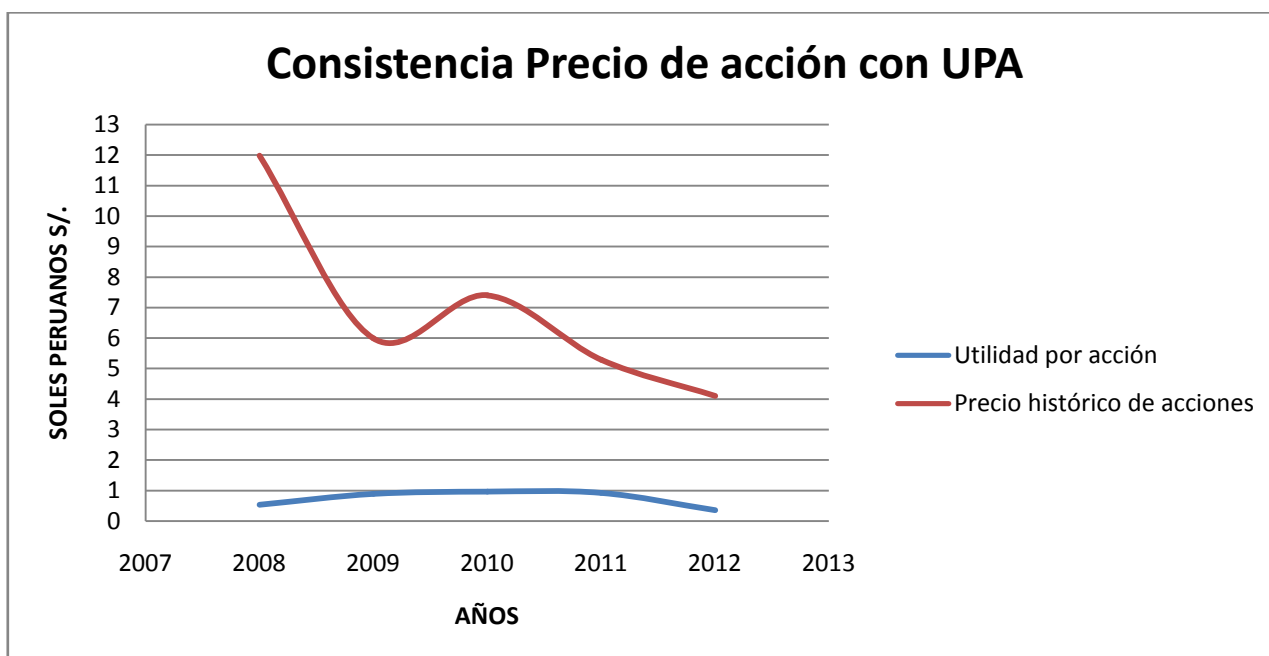
Las utilidades por acción que se han obtenido son las siguientes:

| EMPRESA | Utilidad por acción | | | | |
|----------------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |

| | | | | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| ALICORP S.A.A | 0.098 | 0.256 | 0.334 | 0.381 | 0.113 |
| AUSTRAL GROUP S.A.A | 0.021 | 0.039 | 0.018 | 0.035 | 0.808 |
| CEMETOS LIMA S.A.A | 2.19 | 2.22 | 2.07 | 0.186 | 0.047 |
| CEMENTOS PACASMAYO S.A.A | 0.199 | 0.2625 | 0.443 | 0.39 | 0.07 |
| EMPRESA SIDERURGICA DEL PERÚ S.A.A | 0.031 | -0.118 | 0.073 | 0.05965 | -0.004 |
| REFINERÍA LA PAMPILLA | -2.199 | 0.1283 | 0.102 | 0.1356 | 0.0167 |
| UNIÓN DE CERVECERÍAS PERUANAS BACKUS Y JHONSTON S.A | 3.03 | 3.65 | 3.89 | 5.47 | 1.6 |
| GLORIA S.A | 0.882 | 0.644 | 0.753 | 0.692 | 0.152 |
| PROMEDIO | 0.531 | 0.885 | 0.960 | 0.918 | 0.350 |

Autor: Juan Pablo Lárraga (Utilidad por acción BVL Sector Industrial).

La consistencia (entre las Utilidades por Acción y los precios Históricos de las acciones) se refleja en la siguiente gráfica:



Autor: Juan Pablo Lárraga (Consistencia entre las UPAs y los precios históricos de cada acción, BVL sector industrial).

En el gráfico se puede observar que a partir del 2008 empieza a darse una gran recesión: los precios que desde períodos anteriores (2006, 2007) no guardan una consistencia clara con los fundamentos de las acciones (UPAs). Por esta razón los precios comienzan a reducirse hasta volver a su estado natural. En el 2010 empieza a darse una nueva recuperación que no es consistente con las Utilidades por acción generadas por las empresas. El fenómeno puede traducirse como un esfuerzo por las autoridades estatales en neutralizar el efecto de la recesión. En el 2011 vuelve nuevamente a darse

una reducción en los precios de las acciones y se empieza a ver nuevamente una consistencia con los fundamentos. El período que actualmente vive el sector industrial que cotiza en el mercado bursátil de Lima vuelve a retomar su estado natural después de una gran etapa expansiva. Los precios en general se encuentran bajos y es un buen momento para comprar acciones con descuento.

b. Sondeo cuantitativo

El sector industrial que cotiza en el Mercado de Valores de Lima ha sido objeto de un sondeo cuantitativo. El análisis pretende encontrar, mediante el análisis de fundamentos financieros empresariales, las empresas que mejor se ajusten a los requisitos del inversionista de valor. Los requisitos en los fundamentos que se han analizado son: el rendimiento de dividendos más alto y el ratio precio/utilidades que sea menos de 16 veces las utilidades. Los resultados obtenidos son:

| EMPRESA | Precio por acción (primer trimestre 2012) | Utilidad por acción 2011 | Ratio Precio-Utilidad (P/U) | Dividendos declarados al 2011 | Acciones en circulación | Rendimiento sobre el dividendo |
|---------------------------|---|--------------------------|-----------------------------|-------------------------------|-------------------------|--------------------------------|
| ABB S.A | 2.17 | 0.41 | 5.36 | 0 | 6882770 | 0.00% |
| ALICORP S.A.A | 7.05 | 0.38 | 18.50 | 145279 | 847191731 | 0.00% |
| CEMENTO ANDINO | 983 | 72.59 | 13.54 | 24000 | 278386 | 0.01% |
| AUSTRAL GROUP | 0.3 | 0.04 | 8.57 | 0 | 2590031532 | 0.00% |
| UCP BACKUS AND JHONSTON | 75.1 | 5.47 | 13.73 | 686548 | 76046495 | 0.01% |
| LIMA CAUCHO S.A | 4.25 | 0.02 | 283.33 | 1189 | 3574800 | 0.01% |
| CEMENTOS LIMA | 2.81 | 0.19 | 15.11 | 58348 | 1185703408 | 0.00% |
| COPR. ACEROS AREQUIPA | 2.79 | 0.22 | 12.62 | 33000 | 640705456 | 0.00% |
| CORP. LINDLEY | 1.5 | 0.04 | 34.88 | 0 | 71965514 | 0.00% |
| CEMENTOS PACASMAYO | 6.4 | 0.39 | 16.41 | 91000 | 531461479 | 0.00% |
| CREDITEX S.A.A | 0.8 | 0.23 | 3.49 | 11289 | 10475638 | 0.13% |
| EDITORIA EL COMERCIO S.A | 11.4 | 1.36 | 8.38 | 35319 | 58002256 | 0.01% |
| INDUSTRIAS DEL ENVASE S.A | 1.3 | 2.14 | 0.61 | 0 | 11020228 | 0.00% |
| PESQUERA EXALMAR | 3.4 | 0.00 | N/A | 7706 | 296996557 | 0.00% |
| EXSA S.A | 1.17 | 0.29 | 4.03 | 0 | 37213692 | 0.00% |
| GLORIA S.A | 8.7 | 0.69 | 12.57 | 167757 | 26164145 | 0.07% |
| HIDROSTAL S.A | 0.82 | 0.12 | 7.05 | 0 | 19233524 | 0.00% |
| MICHELL Y CIA. S.A. | 3.45 | 0.35 | 9.80 | 4200 | 3272805 | 0.04% |

| | | | | | | |
|-------------------------------|------|------|--------|-------|-----------|-------|
| MOTORES DIESEL ANDINO S.A. | 5.8 | 0.46 | 12.58 | 8837 | 4335425 | 0.04% |
| INDUSTRIA TEXTIL PIURA | 1.07 | 0.22 | 4.86 | 0 | 56844491 | 0.00% |
| QUIMPAC S.A | 1.7 | 0.41 | 4.18 | 28960 | 26673209 | 0.06% |
| REFINERIA LA PAMPILLA S.A | 1.05 | 0.14 | 7.78 | 9258 | 721279999 | 0.00% |
| EMPRESA SIDERURGICA DEL PERU | 1 | 0.06 | 16.95 | 0 | 917716567 | 0.00% |
| CERVECERIA SAN JUAN S.A | 5.17 | 0.54 | 9.57 | 45223 | 84406241 | 0.01% |
| COMPANIA UNIVERSAL TEXTIL S.A | 0.46 | 0.02 | 28.75 | 1288 | 86026412 | 0.00% |
| INDUSTRIAS VENDEDOR S.A | 4.3 | 0.01 | 430.00 | 0 | 4057637 | 0.00% |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Análisis de ratio P/U y Rendimiento sobre el dividendo BVL)

Existen 5 empresas que cumplen de la forma más cercana con bajos ratios de precio/utilidades y altos rendimientos sobre dividendos. CREDITEX S.A.A. es la empresa que más se ajusta a los dos requisitos ya que posee el ratio P/U más bajo y el rendimiento sobre el dividendo más alto. Por lo tanto, CREDITEX será objeto de los siguientes niveles de análisis de inversión de valor.

2. *Evaluación de Caso Base (Compañía Industrial Textil Credisa- TRUTEX SA.A- Creditex).*

a. *Valor neto de los activos (VNA)*

| VALOR NETO DE LOS ACTIVOS | | | | |
|---|---------------|---------|---------------|-------|
| | 2011 | Ajustes | Valor | Notas |
| ACTIVOS | | | | |
| <i>Activos corrientes</i> | | | | |
| Efectivo | 24171 | 100% | 24171 | |
| Otros Activos financieros | 962 | 100% | 951 | |
| Cuentas por cobrar | 45483 | 100% | 45483 | (1A) |
| Otras cuentas por Cobrar | 19249 | 100% | 19249 | |
| Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas | 256 | 100% | 256 | |
| Inventarios | 152710 | 100% | 152710 | |
| Activos Biológicos | 0 | | 0 | |
| Activos por impuestos a las Ganancias | 0 | | 0 | |
| Gastos Pagados por Anticipado | 1715 | 100.00% | 1715 | |
| Otros Activos | 0 | | 0 | |
| TOTAL ACTIVOS CORRIENTES | 244546 | | 244546 | |
| <i>Activos No Corrientes</i> | | | | |

| | | | | |
|---|---------------|--------|-----------------|------|
| Otros activos financieros | 0 | | 0 | |
| Inversiones Contabilizadas método participación | 4562 | 100% | 4562 | |
| Cuentas por cobrar comerciales | 0 | | 0 | |
| Otra cuentas por cobrar | 0 | | 0 | |
| Cuentas por cobrar entidades relacionadas | 0 | | 0 | |
| Activos biológicos | 0 | | 0 | |
| Propiedades de inversión | 0 | | 0 | |
| Propiedad Planta y Equipo | 127824 | 94.91% | 121313.2 | (2A) |
| Activos intangibles (Netos) | 647 | 100% | 647 | |
| Activos por impuestos a las ganancias diferidos | 1732 | 90.88% | 1573.97 | (3A) |
| Plusvalía | 0 | | 0 | |
| Otros Activos | 0 | | 0 | |
| TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES | 134765 | | 128096.2 | |
| Prestigio | | | 55207.5 | (4A) |
| TOTAL ACTIVOS | 379311 | | 427833.8 | |
| PASIVOS | | | | |
| <i>Pasivos Corrientes</i> | | | | |
| Otros Pasivos financieros | 25434 | 100% | 25434 | |
| Cuentas por pagar comerciales | 8336 | 100% | 8336 | |
| Otras Cuentas por Pagar | 7125 | 100% | 7125 | |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas | 1136 | 100% | 1136 | |
| Provisiones | 0 | | 0 | |
| Pasivos por impuestos a las ganancias | 5761 | 100% | 5761 | |
| Provisión por beneficios a los empleados | 8691 | 100% | 8691 | |
| Otros Pasivos | 0 | | 0 | |
| TOTAL PASIVOS CORRIENTES | 56483 | | 56483 | |
| <i>Pasivos No corrientes</i> | | | | |
| Otros pasivos financieros | 8086 | 100% | 8086 | |
| Cuentas por pagar | 0 | | 0 | |
| Otras cuentas por pagar | 0 | | 0 | |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas | 0 | | 0 | |
| Pasivos por impuestos a las ganancias diferidos | 11238 | 90.88% | 10212.63 | (5A) |
| Provisiones | 0 | | 0 | |
| Provisiones por beneficios a los empleados | 0 | | 0 | |
| Otros pasivos | 0 | | 0 | |
| Ingresos diferidos netos | 0 | | 0 | |
| TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES | 19324 | | 18298.63 | |
| TOTAL PASIVOS | 75807 | | 74781.63 | |
| VNA | 303504 | | 353155.1 | |

| | | | |
|-------------------------|--|----------|-----------------|
| Acciones en circulación | | 10475638 | |
| VNA por acción | | | 0.033712 |

Notas:

(1 A) Cuentas por cobrar: se ha puesto un 100% en cuentas por cobrar ya que durante los períodos de 2009, 2010 y 2011, la empresa registra 0 en la cuenta de Provisiones que se utiliza para contrarrestar la deuda mala.

(2 A) Propiedad planta y equipo: para la estimación de este parámetro se ha realizado un análisis de las variaciones de los valores de este rubro durante los últimos 5 años. Los resultados obtenidos son:

| Propiedad, Planta y equipo Costo histórico | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | Promedio |
|--|--------|---------|--------|--------|--------|----------|
| | 158656 | 137754 | 135456 | 137443 | 127824 | |
| Variación | | -13.17% | -1.67% | 1.47% | -7.00% | -5.09% |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Variación 5 años el valor histórico de PPE)

La variación promedio registra una disminución de alrededor 5.09% cada año, por lo cual se lo ha deducido del valor original.

(3 A) Activos por Impuestos a las ganancias diferidos: se ha traído el monto a valor presente con la tasa de descuento o tasa de costo del capital propio calculado de la siguiente forma:

| TASA DE DESCUENTO | | | |
|-------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------|
| | Dividendos declarados en efectivo | Número de acciones en circulación | Dividendo por acción |
| a | 11289 | 10475638 | 0.001 |
| b | | | Precio por acción |
| | | | 0.8 |
| c | a/b | | Rentabilidad por |

| | | |
|---|-----------------|---|
| | | dividendo |
| | | 0.001 |
| d | | Ingreso neto último año |
| | | 39896 |
| e | | Capital contable 2011 |
| | | 303504 |
| f | | Capital contable 2010 |
| | | 274872 |
| g | $(e + f)/2$ | Capital contable promedio |
| | | 289188 |
| h | d/g | Rendimiento sobre el capital contable |
| | | 0.14 |
| i | | Dividendos declarados |
| | | 11289 |
| j | i/d | Razón de pago (p) |
| | | 0.28 |
| k | $1-j$ | $1-p$ |
| | | 0.72 |
| l | $h*k$ | Crecimiento esperado |
| | | 0.10 |
| m | $(a*(1+l)/b)+l$ | Costo del capital propio |
| | | 10.04% |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Cálculo de la tasa de costo de Capital Propio)

La tasa de descuento es de 10.04 por lo tanto el factor de descuento calculado será

$$\frac{1}{(1+0.1004)^1} = 90.88\%$$

(4 A) Prestigio: Se ha tomado la suma del gasto de ventas y distribución más el gasto de administración de 2011 y el resultado se lo ha multiplicado por 1.5:

| 2011 | |
|--------------------------------|---------|
| Gasto de ventas y distribución | 17262 |
| Gasto de Administración | 19543 |
| Suma | 36805 |
| * 1.5 | 55207.5 |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Factor sobre Gasto en Ventas y Administración)

(5 A) Pasivos por impuestos a las ganancias diferidos: se trae el valor del rubro a valor presente con el factor de descuento (90.88%) calculado en la nota (3 A).

VALOR NETO DE LOS ACTIVOS (VNA): una vez obtenida la diferencia entre el activo total y el pasivo total de los valores ajustados, el VNA de la empresa representa la cantidad de 353057 (en miles de soles). Y el valor obtenido dividido para el número de acciones en circulación nos muestra un VNA por acción de 0.033703 (en miles de nuevos soles) por acción o lo que equivale a 33.7 nuevos soles por acción.

b. Valor del poder de las utilidades Base (Compañía Industrial Textil Credisa-TRUTEX SA.A- Creditex).

| | 2011 | Ajuste | Valor | Nota |
|--|-------|----------|-----------------|------|
| Utilidad antes de intereses e impuestos | 56855 | 100% | 56855 | (1B) |
| Opción de gasto | 0 | | 0 | (2B) |
| Ajuste de depreciación | | | 5863.338 | (3B) |
| Interés ganado en dinero | | 1072 | | (4B) |
| Utilidades pre impuestos | | | 61646.34 | (5B) |
| Impuestos | | | 17502.28 | (6B) |
| Utilidades | | | 44144.06 | (7B) |
| Valor del poder de las utilidades | | | 463843.6 | |
| Acciones en circulación | | 10475638 | | |
| VPU por acción | | | 0.044278 | |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Valor del poder de las utilidades Creditex 2011)

Notas:

(1 B) Utilidades antes de intereses e impuestos: o utilidades operativas, se mantienen en un 100%.

(2 B) Opción de gasto: En este caso el monto es de cero ya que en el estado de cambios en el patrimonio no se registra la emisión de nuevas acciones para el 2011.

(3 B) Ajuste de depreciación: Se ha calculado el ajuste de depreciación dado de la siguiente forma:

| Ajuste de la Depreciación | | |
|---------------------------|-------------------------------|--------|
| a | Propiedad, Planta y Equipo | |
| | 127824 | |
| b | Ventas año 2010 | |
| | 229473 | |
| c | Ventas año 2011 | |
| | 284923 | |
| d | Cambio en ventas | c - b |
| | 55450 | |
| e | CAPEX | |
| | 28632 | |
| f | Depreciación | |
| | 9619 | |
| g | Crecimiento de CAPEX | a/c *d |
| | 24876.33782 | |
| h | CAPEX de cero crecimiento | e - g |
| | 3755.662182 | |
| i | Ajuste de depreciación | f - h |
| | 5863.337818 | |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Ajuste de depreciación empresa Creditex 2011).

(4 B) Interés ganado en dinero: Se ha incluido el interés ganado en dinero que se encuentra en el estado de resultados de la empresa para el 2011.

(5 B) Utilidades pre impuestos: es el resultado de las utilidades antes de intereses e impuestos menos la opción de gasto que fue cero menos el interés ganado en dinero (o ingreso financiero) más el ajuste de depreciación.

(6 B) Impuestos: se ha realizado el cálculo de impuestos de la siguiente forma:

| Cálculo de Impuestos | | |
|-------------------------------|----------|---------|
| Utilidades antes de impuestos | 55714 | a |
| Gasto impuestos | 15818 | b |
| % Impuestos | 28.39% | c = b/a |
| Utilidades pre impuestos | 61646.34 | d |
| | | |
| Impuestos | 17502.28 | d * c |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Impuestos empresa Creditex 2011)

(7 B) Utilidades: Al final se ha deducido las utilidades pre impuestos de los impuestos calculados.

VALOR DEL PODER DE LAS UTILIDADES: Se ha sumado el efectivo de la empresa que se obtuvo del balance general de la empresa de 24171 (en miles de nuevos soles) más el valor capitalizado de las utilidades (como una perpetuidad) de la siguiente forma:

$$\text{valor cap. de las utilidades} = \frac{1}{0.1004} * 44144.06$$
 El resultado es 463843.6 (en miles de nuevos soles) que dividido para el número de acciones en circulación se obtiene un VPU por acción de 0.044278 en miles de nuevos soles que equivale a 44.27 nuevos soles por acción.

Conclusión de la valuación Caso base.

La empresa Creditex, ha demostrado tanto a través del valor neto de los activos como el valor del poder de sus ganancias, que es una empresa factible para inversión tomando en cuenta que el precio de la acción es de 0.8 nuevos soles y valor del poder de las ganancias por acción indica un valor de la acción de 44.27 nuevos soles por acción lo cual la posiciona con un margen de seguridad de 43.47 nuevos soles que representa una cantidad mayor al 33% del valor del poder de las utilidades.

3. Valor de franquicia

El valor de los activos neto registró una gran diferencia con el valor del poder de las utilidades (353057 comparado con 463843.6) que representa alrededor de 110786.6 en miles de nuevos soles. La diferencia refleja que la firma se encuentra operando con una ventaja competitiva sostenible. Para efecto de Comprobación de la existencia de la ventaja competitiva sustentable, el ROE calculado deberá ser mayor al costo de capital. El cálculo del ROE es el siguiente:

$$ROE = \frac{39896}{303504} = 13.14\%$$

Si el costo de oportunidad calculado fue de 10.04% entonces la ventaja competitiva es consistente y sostenible.

4. Valor del Crecimiento

Para continuar con este nivel de análisis es necesario verificar si la empresa posee un múltiplo de crecimiento mayor a 1. El procedimiento es el siguiente:

| | | |
|---|----------|---------|
| Utilidades | 44144.06 | a |
| VNA(Valor neto del activo) | 353057 | b |
| Retorno sobre el valor neto del activo RNAV | 0.125034 | c = a/b |
| Tasa de descuento | 0.1004 | d |
| Múltiplo de Crecimiento | 1.245357 | e = c/d |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Cálculo del Múltiplo de crecimiento de la empresa Creditex)

Dado que el múltiplo de crecimiento de la empresa es mayor a 1, el crecimiento de la empresa creará valor en el tiempo. Por lo cual se prosigue con el cálculo del Valor de crecimiento de la siguiente forma:

| | | |
|---------------------------------------|----------|-------|
| Múltiplo de crecimiento | 1.245357 | a |
| Valor del poder de las Utilidades VPU | 463843.6 | b |
| Valor de crecimiento VC | 577650.7 | a * b |
| VC por acción | 0.055142 | |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Cálculo del Valor de crecimiento de la empresa Creditex)

El valor de crecimiento estima una cantidad incluso más alta por acción llegando a 0.05514 en miles de nuevos soles por acción o un valor de 55,14 nuevos soles por acción.

5. Determinación del margen de seguridad

Una vez realizado el análisis de caso base y el análisis del valor de crecimiento, se ha podido determinar que el valor estimado de la empresa es de 55,14 nuevos soles por acción. Tomando en cuenta que el precio de la acción durante el primer trimestre de 2012 era de 0.8 nuevos soles por acción, se establece un margen de seguridad de 54.34 nuevos soles. Esta cantidad es mayor que el 30% del valor del poder de las utilidades (de 10.11 nuevos soles) por lo tanto se considera a las acciones de la Compañía Industrial Textil Credisa- TRUTEX SA.A- Creditex, como una buena opción para inversión hasta que la misma alcance los 55.14 nuevos soles por acción.

Análisis de inversión de valor en el sector IPSA de la Bolsa de Valores de Chile.

1. Sondeo de Oportunidades potenciales de inversión

a. Sondeo Cualitativo

Se ha realizado una agrupación histórica de los precios de las acciones de 12 empresas que pertenecen al índice IPSA (Índice de Precios Selectivos) y que, en la actualidad, se encuentra cotizando sus acciones en la Bolsa de Valores de Lima durante los últimos 4 años. Los precios históricos serán relacionados con sus respectivas utilidades por acción históricas. El recuadro de los precios de las acciones con sus respectivas utilidades promedio permitirán dar al inversionista un esquema de la situación económica del sector bursátil en Chile (visualizar si se encuentra en período de recesión, en un período natural o en período de expansión).

Los precios promedios registrados que se han obtenido son los siguientes:

| <i>EMPRESA</i> | <i>Precio Histórico de acciones</i> | | | |
|---------------------------------|--|------------------------|------------------------|------------------------|
| | <i>2008</i> | <i>2009</i> | <i>2010</i> | <i>2011</i> |
| EMBOTELLADORA ANDINA S.A. | 1422.5 | 1735.08 | 2364.48 | 2265.01 |
| ANTARCHILE S.A. | 6137.18 | 9297.72 | 10460.38 | 7686.04 |
| COMPANÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A | 3623.56 | 3979.61 | 5710.74 | 6771.5 |
| EMPRESAS CMPC S.A | 978.56 | 2010.74 | 2481.11 | 1906.21 |
| VINA CONCHA Y TORO S.A | 960.35 | 1105.9 | 1128.2 | 988.72 |
| LAN AIRLINES S.A. | 5491.95 | 866.01 | 14613 | 12139.45 |
| MASISA S.A. | 47.68 | 74.98 | 75.68 | 47.05 |
| MOLYMET S.A. | 7179.68 | 7544.04 | 11016.19 | 6849.55 |
| MULTIEXPORTFOODS S.A. | 41.94 | 84.51 | 214.96 | 150.71 |
| RIPLEY CORP S.A | 277.22 | 425.66 | 649.76 | 495.78 |
| SIGDO KOPPERS S.A | 349.68 | 451.11 | 1055.75 | 867.4 |
| SONDA S.A | 608.03 | 790.44 | 1149.4 | 1292.85 |
| <i>PROMEDIO</i> | <i>2259.861</i> | <i>2363.817</i> | <i>4243.304</i> | <i>3455.023</i> |

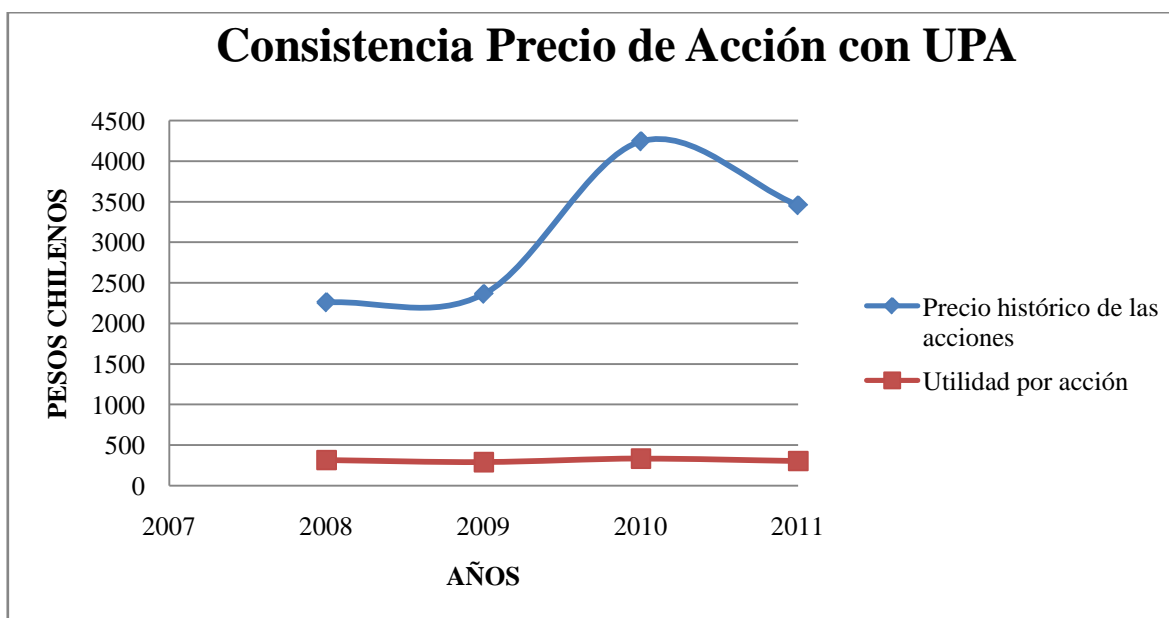
Fuente: Juan Pablo Lárraga (Precio Histórico acciones IPSA)

Las utilidades por acción que se han obtenido son las siguientes:

| <i>EMPRESA</i> | <i>Utilidad por acción</i> | | | |
|---------------------------------|----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| | <i>2008</i> | <i>2009</i> | <i>2010</i> | <i>2011</i> |
| EMBOTELLADORA ANDINA S.A. | 17.83 | 20.11 | 16.97 | 18.21 |
| ANTARCHILE S.A. | 869.71 | 697.28 | 1321.22 | 1242.7 |
| COMPANÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A | 259.4 | 402 | 347.56 | 385.4 |
| EMPRESAS CMPC S.A | 1313.2 | 1297.7 | 289.8 | 223.4 |
| VINA CONCHA Y TORO S.A | 47.75 | 60.39 | 56.12 | 67.58 |
| LAN AIRLINES S.A. | 993.17 | 682.2 | 1238.32 | 940.87 |
| MASISA S.A. | 6.68 | 7.92 | 10.4 | 9.9 |
| MOLYMET S.A. | 302.42 | 287.79 | 384.97 | 394.72 |
| MULTIEXPORTFOODS S.A. | -90 | -50 | 25.6 | 14.9 |
| RIPLEY CORP S.A | 14.2 | 3.4 | 151.56 | 168.41 |
| SIGDO KOPPERS S.A | 48.21 | 43.57 | 126.77 | 156.02 |
| SONDA S.A | 31 | 42 | 43.5 | 52.7 |
| <i>PROMEDIO</i> | <i>317.7975</i> | <i>291.1967</i> | <i>334.3992</i> | <i>306.2342</i> |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Utilidad por Acción IPSA)

La consistencia (entre las Utilidades por Acción y los precios Históricos de las acciones) se refleja en la siguiente gráfica:



Fuente: Juan Pablo Lárraga (Consistencia entre el precio de las Acciones IPSA con las utilidades por acción respectivas).

Durante 2008 se puede apreciar una consistencia que proviene de una recesión previa que duraría hasta inicios de 2009. A partir de este período, empieza a crecer el precio de las acciones a una frecuencia mayor que sus fundamentos (en este caso: las utilidades por acción). En este período es posible la participación del gobierno chileno por reactivar la economía chilena, de todas formas, este evento solo sería positivo hasta finales del 2010, período en el cual los precios empiezan a reducirse nuevamente. Se empieza a dar un nuevo ajuste de consistencia hasta finales de 2011 con las utilidades por acción. Durante este período es recomendable invertir ya que se pueden encontrar en el mercado acciones vendiéndose con descuento.

a) Sondeo Cuantitativo

El sector IPSA que cotiza en el Mercado de Valores de Santiago de Chile ha sido objeto de un sondeo cuantitativo. El análisis pretende encontrar, mediante el análisis de fundamentos financieros empresariales, las empresas que mejor se ajusten a los requisitos del inversionista de valor. Los requisitos en los fundamentos que se han analizado son: el rendimiento de dividendos más alto y el ratio precio/utilidades que sea menos de 16 veces las utilidades. Los resultados obtenidos son:

| EMPRESA | Precio por acción (Primer trimestre 2012) | Utilidad por acción 2011 | Ratio Precio-Utilidad (P/U) | Dividendos declarados al 2011 | Acciones en circulación | Rendimiento sobre el dividendo % |
|----------------------------------|---|--------------------------|-----------------------------|-------------------------------|-------------------------|----------------------------------|
| EMBOTELLADORA ANDINA S.A | 2750.24 | 127.61 | 21.55192 | 6.9033E+10 | 760274542 | 3.30% |
| ANTARCHILE S.A. | 8725.92 | 645.21 | 13.52415 | 2.2962E+11 | 456376483 | 5.77% |
| AQUACHILE S.A. | 409.24 | 23.85 | 17.15891 | 155000000 | 1157000000 | 0.03% |
| COMPANIA CERVECERIAS UNIDAS S.A. | 7655.45 | 399.33 | 19.17074 | 4.1947E+10 | 318502872 | 1.72% |
| CENCOSUD S.A. | 3230.17 | 126.28 | 25.57943 | 7.3178E+10 | 2264103215 | 1.00% |
| EMPRESAS CMPC S.A. | 2093.07 | 223.4 | 9.369158 | 1.7283E+11 | 2226773533 | 3.71% |
| VINA CONCHA Y TORO S.A. | 1120.58 | 67.57 | 16.58399 | 1.1934E+11 | 747005982 | 14.26% |
| S.A.C.I. FALABELLA | 4722.66 | 175.8 | 26.86382 | 9.2472E+10 | 2406368737 | 0.81% |
| IANSÁ S.A. | 39.51 | 3.9 | 10.13077 | 8294000000 | 3965628654 | 5.29% |
| LAN AIRLINES S.A. | 14317.17 | 488.49 | 29.30903 | 1.5198E+11 | 340326431 | 3.12% |
| MASISA S.A. | 57.89 | 5.13 | 11.2846 | 2.427E+10 | 6965103488 | 6.02% |
| MOLIBDENOS Y METALES S.A. | 8621.68 | 421.73 | 20.4436 | 4.6554E+10 | 127111084 | 4.25% |
| MULTIEXPORT FOODS S.A. | 143.45 | 7.72 | 18.58161 | 1.1907E+10 | 1410665600 | 5.88% |

| | | | | | | |
|---|----------|--------|----------|------------|------------|-------|
| QUINENCO S.A. | 1530.96 | 76.84 | 19.924 | 5.7794E+10 | 1144665020 | 3.30% |
| RIPLEY CORP S.A. | 575.04 | 28.55 | 20.14151 | 3.5E+10 | 1936052298 | 3.14% |
| SIGDO KOPPERS S.A. | 1130.68 | 146.86 | 7.699033 | 4.2931E+10 | 1009727710 | 3.76% |
| SONDA S.A. | 1456.24 | 48.32 | 30.13742 | 2.0312E+10 | 771057175 | 1.81% |
| SOCIEDAD QUIMICA Y MINERA DE CHILE S.A. | 28724.02 | 1076.6 | 26.68031 | 3.4933E+11 | 263196524 | 4.62% |
| COMPANIA SUD AMERICANA DE VAPORES S.A | 63.92 | 5.49 | 11.64299 | 4.3729E+10 | 8717953531 | 7.85% |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Ratio Precio- Utilidad y rendimiento sobre el dividendo IPSA)

El análisis ha calificado a seis empresas con los ratios precio utilidad menores a 16 y con el rendimiento sobre dividendo más altos. Dentro de las empresas seleccionadas que poseen el menor ratio de precio-utilidad y el más alto porcentaje de rendimiento sobre dividendo SIGDO KOPPERS S.A califica como aquella que posee el ratio utilidad-acción más bajo. El motivo del criterio de elección se debe a que se pretende encontrar un precio por acción menor al valor de su empresa. SIGSDO KOPPERS, por lo tanto, será objeto de un análisis extensivo de inversión de valor.

2. Evaluación Caso Base (Compañía SIGDO KOPPERS S.A.)

a. Valor Neto de los Activos (VNA)

| VALOR NETO DE LOS ACTIVOS en miles de dólares (MUSD) | | | | |
|--|---------|---------|---------|-------|
| | 2011 | Ajustes | Valor | Notas |
| ACTIVOS | | | | |
| Activos corrientes | | | | |
| Efectivo y equivalente a efectivo | 105507 | 100% | 105507 | |
| Otros Activos financieros corrientes | 37364 | | 37364 | |
| Otros Activos no financieros | 3874 | | 3874 | |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar | 528770 | 100% | 528770 | (1A) |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas | 9992 | 100% | 9992 | (1A) |
| Inventarios | 310084 | | 310084 | |
| Activos por impuestos corrientes | 23789 | | 23789 | |
| Activos no corrientes mantenidos para la venta | 22827 | | 22827 | |
| TOTAL ACTIVOS CORRIENTES | 1042207 | | 1042207 | |
| Activos No Corrientes | | | | |
| Otros Activos financieros no corrientes | 6533 | | 6533 | |
| Otros Activos no financieros | 3744 | | 3744 | |
| Derechos por cobrar, no corrientes | 2104 | | 2104 | |

| | | | | |
|---|---------|------------|----------------|------|
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas | 22104 | | 22104 | |
| Inversiones contabilizadas | 81643 | | 81643 | |
| Activos intangibles distintos de la plusvalía | 584850 | | 584850 | |
| Plusvalía | 175837 | | 175837 | |
| Propiedad Planta y Equipo | 1133747 | 108.57% | 1230909 | (2A) |
| Activos por impuestos diferidos | 68585 | 79.36% | 54429.06 | (3A) |
| TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES | 2079147 | | 2162153 | |
| Prestigio | | | 288202.5 | (4A) |
| TOTAL ACTIVOS | 3121354 | | 3492563 | |
| PASIVOS | | | | |
| Pasivos corrientes | | | | |
| Otros pasivos financieros | 442800 | | 442800 | |
| Cuentas por pagar comerciales | 342008 | | 342008 | |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas | 48058 | | 48058 | |
| Otras Provisiones | 22688 | | 22688 | |
| Pasivos por impuestos | 35152 | | 35152 | |
| Provisiones por beneficios a los empleados | 35423 | | 35423 | |
| Otros Pasivos no financieros | 45797 | | 45797 | |
| TOTAL PASIVOS CORRIENTES | 971926 | | 971926 | |
| Pasivos no corrientes | | | | |
| Otros pasivos financieros | 488938 | | 488938 | |
| Otras cuentas por pagar | 6699 | | 6699 | |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas | 30682 | | 30682 | |
| Otras provisiones | 3668 | | 3668 | |
| Pasivos por impuestos diferidos | 266237 | 79.36% | 211285.7 | (5A) |
| Provisiones por beneficios a los empleados | 36241 | | 36241 | |
| Otros Pasivos no financieros | 0 | | 0 | |
| TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES | 832465 | | 777513.7 | |
| TOTAL PASIVOS | 1804391 | | 1749440 | |
| VNA miles de USD | | | | |
| | 1316963 | | 1743123 | |
| Acciones en circulación | | 1009727710 | | |
| VNA por acción USD | 1.3 | | 1.7 | |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Valor Neto de los Activos, empresa SIGDO KOPPERS S.A)

Notas:

(1 A) Deudores comerciales, otras cuentas por cobrar y Cuentas por cobrar a entidades relacionadas: se ha puesto un 100% ya que la empresa no considera dentro de las cuentas de provisiones, algún rubro para deuda mala.

(2 A) Propiedad planta y equipo: para la estimación de este parámetro se ha realizado un análisis de las variaciones de los valores de este rubro durante los últimos 4 años. Los resultados obtenidos son:

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | Promedio |
|--|--------|--------|---------|---------|--------------|
| Propiedad Planta y Equipo Costo Histórico | 887080 | 994539 | 1035013 | 1133747 | |
| Variación | | 12.11% | 4.07% | 9.54% | 8.57% |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Variación 4 años el valor histórico de PPE, empresa SIGDO KOPPERS)

La variación promedio registra un aumento de alrededor 8.57% cada año, por lo cual se aumenta este porcentaje al valor del 2011 en propiedad, planta y equipo.

(3 A) Activos por Impuestos a las ganancias diferidos: se ha traído el monto a valor presente con la tasa de descuento o tasa de costo del capital propio calculado de la siguiente forma:

| TASA DE DESCUENTO | | | |
|-------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|
| a | Dividendos declarados en efectivo | Número de Acciones en circulación | Dividendo por acción USD |
| | 123577000 | 1009727710 | 0.12238646 |
| b | | | Precio por acción USD |
| | | | 2.28 |
| c | a/b | | Rentabilidad por dividendo USD |
| | | | 0.05 |
| d | | | Ingreso neto 2011 MUSD |
| | | | 358080 |
| e | | | Capital contable 2011 MUSD |
| | | | 1316963 |
| f | | | Capital contable 2010 MUSD |
| | | | 1060942 |
| g | (e + f)/2 | | Capital contable promedio MUSD |

| | | |
|---|---------------|--|
| | | 1188952.5 |
| h | d/g | Rendimiento sobre el capital contable MUSD |
| | | 0.30 |
| i | | Dividendos declarados 2011 MUSD |
| | | 123577 |
| j | i/d | Razón de pago (p) |
| | | 0.35 |
| k | 1-j | 1-p |
| | | 0.65 |
| l | h*k | Crecimiento esperado |
| | | 0.20 |
| m | (a*(1+l)/b)+l | Costo de capital propio |
| | | 26% |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Costo de Capital, empresa SIGDO KOPPERS S.A.)

La tasa de descuento es de 26% por lo tanto el factor de descuento calculado será $\frac{1}{(1+0.26)^1} = 79.36\%$

(4 A) Prestigio: Se ha tomado la suma del gasto de administración de 2011 más otros gastos por función y el resultado se lo ha multiplicado por 1.5:

| 2011 (miles de USD) | |
|--------------------------|----------|
| Gastos de Administración | 187433 |
| Otros gastos por función | 4702 |
| Suma | 192135 |
| *1.5 | 288202.5 |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Factor sobre Gasto en Administración y Otros gastos por función)

(5 A) Pasivos por impuestos a las ganancias diferidos: se trae el valor del rubro a valor presente con el factor de descuento (79.36%) calculado en la nota (3 A).

VALOR NETO DE LOS ACTIVOS (VNA): una vez obtenida la diferencia entre el activo total y el pasivo total de los valores ajustados, el VNA de la empresa representa la cantidad de 1743123 (en miles de dólares). Y el valor obtenido dividido para el número de acciones en circulación nos muestra un VNA por acción de 1.7 dólares por acción.

b. Valor del Poder de las Utilidades (VPU).

| | 2011 | Ajuste | Valor | Nota |
|--|--------|--------|-------------------|------|
| Utilidad antes de intereses e impuestos | 428098 | 100% | 428098 | (1B) |
| Opción de gasto | | | 282179 | (2B) |
| Ajuste de depreciación | | | 801899.3 | (3B) |
| Interés ganado en dinero | | 4190 | | (4B) |
| Utilidad pre-impuestos | | | 943628.3 | (5B) |
| Impuestos | | | 150897.38 | (6B) |
| Utilidades | | | 792731.0 | (7B) |
| Valor del poder de las utilidades | | | 3138126.41 | |
| Acciones en circulación | | | 1009727710 | |
| VPU por acción | | | 3.11 | |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Valor del Poder de las Utilidades).

Notas:

(1 B) Utilidades antes de intereses e impuestos: o utilidades operativas, se mantienen en un 100%.

(2 B) Opción de gasto: En este caso se ha tomado el monto de capital emitido en el 2011 que se encuentra en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.

(3 B) Ajuste de depreciación: Se ha calculado el ajuste de depreciación dado de la siguiente forma:

| Ajuste de la depreciación | | |
|----------------------------------|----------------------------|--|
| | Propiedad, Planta y Equipo | |
| a | 1133747 | |
| b | Ventas año 2010 | |

| | | |
|---|-------------------------------|---------|
| | | |
| | 1833827 | |
| | Ventas año 2011 | |
| c | 2127839 | |
| | Cambio en ventas | c-b |
| d | 294012 | |
| | CAPEX | |
| e | 256021 | |
| | Depreciación | |
| f | 901266 | |
| | Crecimiento de CAPEX | a/c * d |
| g | 156654.3441 | |
| | CAPEX de cero crecimiento | e-g |
| h | 99366.7 | |
| | Ajuste de depreciación | f-h |
| i | 801899.3 | |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Cálculo del ajuste de depreciación SIGDO KOPPERS S.A.)

(4 B) Interés ganado en dinero: Se ha incluido los Ingresos financieros que se encuentran en el estado de resultados de la empresa para el 2011.

(5 B) Utilidades pre impuestos: es el resultado de las utilidades antes de intereses e impuestos menos la opción de gasto menos el interés ganado en dinero (o ingreso financiero) más el ajuste de depreciación.

(6 B) Impuestos: se ha realizado el cálculo de impuestos de la siguiente forma:

| Cálculo de Impuestos | | |
|-------------------------------|----------|---------|
| Utilidades antes de impuestos | 426241 | a |
| Gasto impuestos | 68161 | b |
| % Impuestos | 16% | c = b/a |
| Utilidades pre impuestos | 943628.3 | d |
| | | |

| | | |
|-----------|-----------|-------|
| Impuestos | 150897.38 | d * c |
|-----------|-----------|-------|

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Impuestos empresa SIGDO KOPPERS S.A.2011)

(7 B) Utilidades: Al final se ha deducido las utilidades pre impuestos de los impuestos calculados.

VALOR DEL PODER DE LAS UTILIDADES: Se ha sumado el efectivo de la empresa que se obtuvo del balance general de la empresa de 105507 (en miles de dólares) más el valor capitalizado de las utilidades (como una perpetuidad) de la siguiente forma:

$$\text{valor cap. de las utilidades} = \frac{1}{0.26} * 792731$$
El resultado es 3138126.41 (en miles de dólares) que, dividido para el número de acciones en circulación, se obtiene un VPU por acción de 3.11 dólares.

Conclusión de la valuación Caso base.

La empresa SIGDO KOPPERS S.A., ha demostrado a través del valor del poder de sus utilidades, que es una empresa factible para inversión tomando en cuenta que el precio de la acción es de 2.28 dólares y valor del poder de las ganancias por acción indica un valor de la acción de 3.11 dólares por acción lo cual la posiciona con un margen de seguridad de 0.83 centavos que representa una equivalente al 26.68% del valor del poder de las acciones. Sin embargo, el análisis aún no ha concluido con todos los niveles de valoración. Por consiguiente, es necesario el término del análisis para llegar a una conclusión en cuanto al margen de seguridad.

3. Valor de franquicia

El valor de los activos neto registró una diferencia con el valor del poder de las utilidades (1743123 comparado con 3138126.41) que representa alrededor de 1395003.4 en miles de dólares. La diferencia refleja que la firma se encuentra operando con una ventaja competitiva sostenible. Para efecto de Comprobación de la existencia de la ventaja competitiva sustentable, el ROE calculado deberá ser mayor al costo de capital. El cálculo del ROE es el siguiente:

$$ROE = \frac{358080}{1316963} = 27.18\%$$

Si el costo de oportunidad calculado fue de 26% entonces la ventaja competitiva es consistente y sostenible.

4. Valor del Crecimiento

Para continuar con este nivel de análisis es necesario verificar si la empresa posee un múltiplo de crecimiento mayor a 1. El procedimiento es el siguiente:

| | | |
|---|-----------|---------|
| Utilidades | 792730.96 | a |
| VNA(Valor neto del activo) | 1743123 | b |
| Retorno sobre el valor neto del activo RNAV | 0.4547 | c = a/b |
| Tasa de descuento | 0.26 | d |
| Múltiplo de Crecimiento | 1.74 | e = c/d |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Cálculo del Múltiplo de crecimiento de la empresa SIGDO KOPPERS S.A.)

Dado que el múltiplo de crecimiento de la empresa es mayor a 1, el crecimiento de la empresa creará valor en el tiempo. Por lo cual se prosigue con el cálculo del Valor de crecimiento de la siguiente forma:

| | | |
|---------------------------------------|------------|-------|
| Múltiplo de crecimiento | 1.74 | a |
| Valor del poder de las Utilidades VPU | 3138126.41 | b |
| Valor de crecimiento VC | 5459593.55 | a * b |
| VC por acción (en dólares) | 5.40 | |

Fuente: Juan Pablo Lárraga (Cálculo del Valor de crecimiento de la empresa Creditex)

El valor de crecimiento estima una cantidad incluso más alta por acción llegando a 5.40 dólares por acción.

5. Determinación del margen de seguridad

Una vez realizado el análisis de caso base y el análisis del valor de crecimiento, se ha podido determinar que el valor estimado de la empresa es de 5.40 dólares por acción. Tomando en cuenta que el precio de la acción durante el primer trimestre de 2012 era de 2.28 dólares por

acción, se establece un margen de seguridad de 3.12 dólares por acción. Esta cantidad es mayor que el 30% del valor del poder de las utilidades por lo tanto se considera a las acciones de la Compañía SIGDO KOPPERS S.A. como una buena opción para inversión hasta que la misma alcance los 5.40 dólares por acción.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

- La disciplina de inversión de valor muestra un claro panorama empresarial al momento de diseñar un portafolio (con acciones de cualquier mercado bursátil) porque analiza en primer lugar el macro entorno económico del mercado en el que se desarrolla dicha empresa, utiliza los fundamentos financieros (tales como las utilidades por acción, los rendimientos sobre dividendos, ratios precio-utilidad) para seleccionar a las empresas efectivas y realiza un estudio extensivo del valor de una empresa para poder generar utilidades futuras sustentables (a partir del Valor neto de los activos, el Valor del Poder de las Utilidades y el Valor de Crecimiento).
- El valor neto de los activos muestra a los recursos con los cuales dispone la empresa y su capacidad para producir flujos de efectivo. El Valor del Poder de las Utilidades permite englobar al valor neto de los activos con el valor de la empresa por poseer una ventaja competitiva sustentable y que es útil para generar flujos de efectivo (conocido como Valor de Franquicia). El valor de crecimiento cuestiona la capacidad de la empresa para poder seguir generando flujos de efectivo a perpetuidad y, de serlo, determina el valor de la empresa por tener esta capacidad.

- El estudio del margen de seguridad es un aporte que puede potencialmente funcionar como un sustituto a los estudios de riesgo bursátil ya que identifica el valor de la empresa y el nivel del precio de la acción hasta el cual se puede explicar por el valor de la empresa. Por otro lado, reduce la incertidumbre de las fuerzas inexplicables del mercado y genera un entorno más estable de inversión ya que la estimación del margen de seguridad se da en un marco de comportamiento de la empresa en particular y no en el comportamiento del precio de la acción dentro del mercado bursátil en general.
- La disciplina de inversión de valor se convierte en una herramienta de largo plazo, sin embargo el tiempo apremia al inversionista mediante el rendimiento sobre su inversión que es mayor a la tasa de descuento que registra la empresa a la cual se desea invertir. En el caso particular de las empresas analizadas, ambas presentaron un valor de la empresa mayor al precio de sus acciones donde se tomó en cuenta el costo de capital para la estimación del VNA, VPU y VC.
- Dentro del marco empírico, tanto la empresa Creditex como SIGDO KOPPERS S.A mostraron un margen de utilidad sustentable, sin embargo, cabe recalcar que dentro el análisis de la empresa SIGDO KOPPERS, el margen de seguridad aún representaba alrededor del 26% del valor del VPU, por lo tanto, esta empresa dependerá del valor de su crecimiento para poder crear un margen de seguridad mayor al 33% recomendado por Graham y Dodd.
- El estudio de los ciclos económicos fue factible dentro del marco empírico para poder crear un sondeo cualitativo de los mercados bursátiles de Lima y de Santiago de Chile. Ambos mercados aún muestran un claro rezago de lo que fue la crisis bursátil mundial del 2008 y 2009 e incluso es visible una clara intervención por parte de los gobiernos locales para neutralizar el efecto de dicha crisis, sin embargo, en ambos casos los precios tienden a confluir a su estado natural (punto en el cual el precio de las acciones es consistente con el comportamiento de los fundamentos financieros de las empresas).

- El estudio realizado ha podido determinar ciertas limitaciones en cuanto a la selección de las empresas. La razón específica de la discriminación de ciertas empresas se debe a que la disciplina de inversión de valor debe surgir a partir del seguimiento de empresas que pertenezcan al círculo de competencia del inversionista. En el caso del estudio, el propósito fue de abrir espacios al sector industrial de América Latina, por lo que se destituyó a empresas tales como: Bancos, Aseguradoras, Cooperativas, etc. Adicionalmente, estas instituciones manejan una contabilidad distinta y por motivos de uniformidad en el análisis se procedió a su eliminación.
- Se recomienda al usuario de este estudio la actualización de los estados financieros de las empresas para motivos de análisis futuros. Como se ha podido observar dentro del análisis, los precios tomados por acción han sido los últimos posibles encontrados en los datos que proveían las bolsas de valores de Lima y Santiago de Chile. Así mismo, se recomienda al usuario revisar la uniformidad en las unidades monetarias para efecto de análisis futuros ya que, para motivos del estudio realizado, se debió realizar ciertos ajustes cambiarios.

BIBLIOGRAFÍA

- Rallo, Juan Ramón (2011). “Los fundamentos económicos del Value Investing”. Disponible en <http://labolsayeconomia.blogspot.com/2011/04/los-fundamentos-economicos-del-value.html> Visitado en: 01/20/2012
- Rallo, Juan Ramón (2011). “Escuela Austriaca y Value Investing: una hoja de ruta”. Disponible en <http://independent.typepad.com/elindependent/2011/10/escuela-austriaca-y-value-investing-una-hoja-de-ruta.html> Visitado en: 01/12/2012
- De Mena, Juan (2009). “12 Principios del Value investing”. Disponible en <http://es.scribd.com/doc/41994134/Value-Inverstors-Legendarios> Visitado en: 01/20/2012
- Segura, Mariano (2011). “Mercado Financieros en América Latina: Su desempeño como motores de la vida democrática”. Disponible en <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2011/reo100511s.pdf> - 444k - PDF Visitado en: 02/05/2012
- Goodhart, C.A.E (2008). “Why do Banks need a central bank?” Disponible en <http://www.jstor.org/stable/2663129> Visitado en : 05/02/2012
- Leithner, Chris (2005). “Ludwing Von Mises, Meet BenjaminGraham: Value Investing from an Austrian Point of View”. Disponible en <http://mises.org/journals/scholar/Leithner.pdf>, Visitado en 02/20/2012.
- Klarman, Seth (2007). “MIT Remarks”. Disponible en http://1-2knockout.typepad.com/12_knockout/files/Seth_Klarman_MIT_Speech.pdf Visitado en 20/03/2012.

- Bruner, Robert (2005). *Deals from Hell: M&A Lessons That Rise Above the Ashes*. New York: Ed. Wiley.
- Soros, George. *Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve*. New York: Ed Wiley.
- Garrison, Roger (1900). “The Austrian Theory of the Business Cycle in the Light of Modern Macroeconomics,” *Review of Austrian Economics* 3, no. 1: p.7
- Calandro, Joseph (2009). *Applied Value Investing: The practical applications of Benjamin Graham’s and Warren Buffet’s valuation principles to acquisitions, catastrophe pricing, and business execution*. United States of America: Ed. McGraw-Hill.
- Graham, Benjamin (1949). *The Intelligent Investor*. New York: Ed. Harper Business.
- Greenwald, Bruce, Judd Kahn, Paul Sonkin, Michael Van Biema (2001). *Value investing: From Graham to Buffet and Beyond*. New York: Wiley.
- Graham, Benjamin & David Dodd (2009). *Security Analysis: Principles and Technique*. United States of America: Ed. McGraw-Hill.
- Fruhan, William E. (1999). *Financial Strategy: Studies in the Creation, Transfer, and Destruction of Shareholder Value*. Illinois: Ed Homewood.
- Palepu, Krishna, Paul Healy, Victor Bernard (2000). *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*. Ohio: South-Western College Publishing.
- Bolsa de valores de Lima (15/04/2012). “Precios Acciones, Sector industrial”. Disponible en: http://www.bvl.com.pe/neg_rv_sector.html# Visitado en (15/04/2012).

- Bolsa de valores de Santiago de Chile (30/04/2012). “Precios Acciones, IPSA”. Disponible en: <http://www.bolsadesantiago.com/Theme/preciosacciones.aspx> Visitado en (30/04/2012)

ANEXOS

Estado Financiero Individual al Cuarto Trimestre del Año 2011 (En miles de nuevos soles)

| COMPAÑÍA INDUSTRIAL TEXTIL CREDISA-TRUTEX S.A.A. | | | | |
|--|--|--|------------|------------|
| ESTADO DE SITUACION FINANCIERA / STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
| 1DT001 | Activos/ | | | |
| 1DT004 | Activos Corrientes/ | | | |
| 1D0109 | Efectivo y Equivalentes al Efectivo/ | | 24,171 | 28,957 |
| 1D0114 | Otros Activos Financieros/ | | 962 | 951 |
| 1D0103 | Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)/ | | 45,483 | 45,858 |
| 1D0105 | Otras Cuentas por Cobrar (neto)/ | | 19,249 | 13,349 |
| 1D0104 | Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/ | | 258 | 2,892 |
| 1D0106 | Inventarios/ | | 152,710 | 109,417 |
| 1D0112 | Activos Biológicos/ | | 0 | 0 |
| 1D0117 | Activos por Impuestos a las Ganancias / | | 0 | 0 |
| 1D0107 | Gastos Pagados por Anticipado/ | | 1,715 | 1,312 |
| 1D0113 | Otros Activos/ | | 0 | 0 |
| 1D0118 | Total Activos Corrientes Distintos de los Activos o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios/ | | 244,546 | 200,736 |
| 1D0119 | Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/ | | 0 | 0 |
| 1D0120 | Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios/ | | 0 | 0 |
| 1D0115 | Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios/ | | 0 | 0 |
| 1D01ST | Total Activos Corrientes/ | | 244,546 | 200,736 |
| 1DT005 | Activos No Corrientes/ | | | |
| 1D0217 | Otros Activos Financieros/ | | 0 | 0 |
| 1D0214 | Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación / | | 4,562 | 4,562 |
| 1D0201 | Cuentas por Cobrar Comerciales/ | | 0 | 0 |
| 1D0203 | Otras Cuentas por Cobrar/ | | 0 | 0 |
| 1D0202 | Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas/ | | 0 | 0 |
| 1D0216 | Activos Biológicos/ | | 0 | 0 |
| 1D0211 | Propiedades de Inversión/ | | 0 | 0 |
| 1D0205 | Propiedades, Planta y Equipo (neto)/ | | 127,824 | 137,443 |
| 1D0208 | Activos Intangibles (neto)/ | | 647 | 433 |
| 1D0207 | Activos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/ | | 1,732 | 3,285 |
| 1D0212 | Plusvalía/ | | 0 | 0 |
| 1D0208 | Otros Activos/ | | 0 | 0 |
| 1D02ST | Total Activos No Corrientes/ | | 134,765 | 145,703 |
| 1D020T | TOTAL DE ACTIVOS/ | | 379,311 | 346,439 |
| 1DT002 | Pasivos y Patrimonio/ | | | |

| | | | |
|---------------|---|---------------|---------------|
| 1DT006 | Pasivos Corrientes/ | | |
| 1D0309 | Otros Pasivos Financieros / | 25,434 | 20,362 |
| 1D0302 | Cuentas por Pagar Comerciales / | 8,336 | 11,427 |
| 1D0304 | Otras Cuentas por Pagar/ | 7,125 | 7,757 |
| 1D0303 | Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/ | 1,136 | 1,326 |
| 1D0310 | Provisiones / | 0 | 0 |
| 1D0311 | Pasivos por Impuestos a las Ganancias / | 5,761 | 2,990 |
| 1D0313 | Provisión por Beneficios a los Empleados/ | 8,691 | 5,936 |
| 1D0314 | Otros Pasivos/ | 0 | 0 |
| 1D0315 | Total de Pasivos Corrientes distintos de Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/ | 56,483 | 49,798 |
| 1D0312 | Pasivos incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta/ | 0 | 0 |
| 1D03ST | Total Pasivos Corrientes/ | 56,483 | 49,798 |
| 1DT007 | Pasivos No Corrientes/ | | |
| 1D0401 | Otros Pasivos Financieros / | 8,086 | 12,084 |
| 1D0407 | Cuentas por Pagar Comerciales / | 0 | 0 |
| 1D0408 | Otras Cuentas por Pagar/ | 0 | 0 |
| 1D0402 | Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas/ | 0 | 0 |
| 1D0404 | Pasivos por Impuestos a las Ganancias Diferidos/ | 11,238 | 9,685 |
| 1D0406 | Provisiones / | 0 | 0 |
| 1D0409 | Provisión por Beneficios a los Empleados/ | 0 | 0 |
| 1D0410 | Otros Pasivos/ | 0 | 0 |
| 1D0403 | Ingresos Diferidos (netos)/ | 0 | 0 |
| 1D04ST | Total Pasivos No Corrientes/ | 19,324 | 21,769 |
| 1D040T | Total Pasivos / | 75,807 | 71,567 |

| | | | |
|---------------|-----------------------------------|----------------|----------------|
| 1DT003 | Patrimonio / | | |
| 1D0701 | Capital Emitido/ | 163,195 | 163,195 |
| 1D0702 | Primas de Emisión/ | 49 | 49 |
| 1D0703 | Acciones de Inversión/ | 10,476 | 10,476 |
| 1D0711 | Acciones Propias en Cartera/ | 0 | 0 |
| 1D0712 | Otras Reservas de Capital/ | 14,179 | 12,072 |
| 1D0707 | Resultados Acumulados/ | 115,605 | 89,080 |
| 1D0708 | Otras Reservas de Patrimonio/ | 0 | 0 |
| 1D07ST | Total Patrimonio / | 303,504 | 274,872 |
| 1D070T | TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO/ | 379,311 | 346,439 |

Estado Financiero Individual al Cuarto Trimestre del Año 2011 (En miles de nuevos soles)

| COMPAÑÍA INDUSTRIAL TEXTIL CREDISA - TRUTEX S.A.A. (CREDITEX) | | | | | |
|---|--|---|---|--|--|
| ESTADO DE RESULTADOS / INCOME STATEMENT | | Por el Trimestre Específico del 1 de Octubre de 2011 al 31 de Diciembre de 2011 | Por el Trimestre Específico del 1 de Octubre de 2010 al 31 de Diciembre de 2010 | Por el Periodo acumulado del 1 de Enero de 2011 al 31 de Diciembre de 2011 | Por el Periodo acumulado del 1 de Enero de 2010 al 31 de Diciembre de 2010 |
| 2DT002 | Ingresos de Actividades Ordinarias/ | | | | |
| 2D0101 | Ventas Netas de Bienes/ | 68,644 | 71,217 | 283,581 | 228,608 |
| 2D0103 | Prestación de Servicios/ | 421 | 175 | 1,342 | 865 |
| 2D01ST | Total de Ingresos de Actividades Ordinarias/ | 69,065 | 71,392 | 284,923 | 229,473 |
| 2D0201 | Costo de Ventas / | -55,228 | -53,810 | -208,000 | -179,974 |
| 2D02ST | Ganancia (Pérdida) Bruta/ | 13,837 | 17,582 | 78,923 | 49,499 |
| 2D0302 | Gastos de Ventas y Distribución/ | -4,136 | -3,802 | -17,282 | -14,334 |
| 2D0301 | Gastos de Administración/ | -4,421 | -4,338 | -19,543 | -15,504 |
| 2D0407 | Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado/ | 141 | 1 | 7,357 | 88 |
| 2D0403 | Otros Ingresos Operativos/ | 2,402 | 3,197 | 8,989 | 9,612 |
| 2D0404 | Otros Gastos Operativos/ | -209 | -1,456 | -1,609 | -2,836 |
| 2D03ST | Ganancia (Pérdida) Operativa/ | 7,614 | 11,184 | 56,855 | 26,525 |
| 2D0401 | Ingresos Financieros/ | 242 | 500 | 1,072 | 1,604 |
| 2D0402 | Gastos Financieros/ | -545 | -446 | -1,901 | -1,681 |
| 2D0410 | Diferencias de Cambio neto/ | -977 | -337 | -922 | -852 |
| 2D0406 | Participación en los Resultados Netos de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación / | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2D0411 | Ganancias (Pérdidas) que surgen de la Diferencia entre el Valor Libro Anterior y el Valor Justo de Activos Financieros Reclasificados Medidos a Valor Razonable/ | 553 | 55 | 610 | 2,783 |
| 2D04ST | Resultado antes de Impuesto a las Ganancias/ | 6,887 | 10,956 | 55,714 | 28,379 |
| 2D0502 | Gasto por Impuesto a las Ganancias/ | -2,353 | -3,096 | -15,818 | -8,985 |
| 2D0503 | Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas/ | 4,534 | 7,860 | 39,896 | 21,394 |
| 2D0504 | Ganancia (Pérdida) Neta del Impuesto a las Ganancias Procedente de Operaciones Discontinuas / | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2D07ST | Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio/ | 4,534 | 7,860 | 39,896 | 21,394 |
| 2DT007 | Ganancias (Pérdida) por Acción: / | | | | |
| 2D0905 | Básica por Acción Común en Operaciones Continuas/ | 0.026107 | 0.045258 | 0.229722 | 0.123187 |
| 2D0906 | Básica por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/ | 0.026107 | 0.045258 | 0.229722 | 0.123187 |
| 2D0909 | Básica por Acción Común en Operaciones Discontinuas/ | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2D0910 | Básica por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuas/ | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2D0911 | Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Común/ | 0.026107 | 0.045258 | 0.229722 | 0.123187 |
| 2D0912 | Ganancias (Pérdida) Básica por Acción Inversión/ | 0.026107 | 0.045258 | 0.229722 | 0.123187 |
| 2D0907 | Diluida por Acción Común en Operaciones Continuas/ | 0.026107 | 0.045258 | 0.229722 | 0.123187 |
| 2D0908 | Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Continuas/ | 0.026107 | 0.045258 | 0.229722 | 0.123187 |
| 2D0913 | Diluida por Acción Común en Operaciones Discontinuas/ | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2D0914 | Diluida por Acción de Inversión en Operaciones Discontinuas/ | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2D0915 | Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Común/ | 0.026107 | 0.045258 | 0.229722 | 0.123187 |
| 2D0916 | Ganancias (Pérdida) Diluida por Acción Inversión/ | 0.026107 | 0.045258 | 0.229722 | 0.123187 |

SIGDO KOPPERS S.A. Y FILIALES

Estados consolidados de situación financiera Al 31 de diciembre de 2011
y 31 de diciembre de 2010 (En miles de dólares - MUS\$)

| ACTIVOS | NOTA Nº | 31.12.2011 MUS\$ | 31.12.2010 MUS\$ |
|---|------------|---------------------|---------------------|
| Activos corrientes: | | | |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 7 | 105.507 | 181.928 |
| Otros activos financieros, corrientes | 8 | 37.364 | 17.841 |
| Otros activos no financieros, corrientes | 9 | 3.874 | 5.839 |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes | 10 | 528.770 | 478.239 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes | 11 | 9.992 | 3.464 |
| Inventarios | 12 | 310.084 | 234.425 |
| Activos por impuestos corrientes | 14 | 23.789 | 16.138 |
| Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios | | 1.019.380 | 937.874 |
| Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta Activos no corrientes: | 19 | 22.827 | 31 |
| Activos corrientes totales | | 1.042.207 | 937.905 |
| Activos no corrientes: | | | |
| Otros activos financieros, no corrientes | 8 | 6.533 | 13.593 |
| Otros activos no financieros, no corrientes | 9 | 3.744 | 2.701 |
| Derechos por cobrar, no corrientes | 10 | 2.104 | 5.997 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes | 11 | 22.104 | 23.766 |
| Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación | 16 | 81.643 | 55.535 |
| Activos intangibles distintos de la plusvalía | 18 | 584.850 | 12.110 |
| Plusvalía | 18 | 175.837 | 64.453 |
| Propiedades, planta y equipo | 17 | 1.133.747 | 1.035.013 |
| Activos por impuestos diferidos | 20 | 68.585 | 53.159 |
| Total de activos no corrientes | | 2.079.147 | 1.266.327 |
| TOTAL ACTIVOS | | 3.121.354 | 2.204.232 |

| PASIVOS Y PATRIMONIO | NOTA Nº | 31.12.2011 MUSS | 31.12.2010 MUSS |
|---|--------------------|----------------------------|----------------------------|
| Pasivos corrientes | | | |
| Otros pasivos financieros, corrientes | 21 | 442.800 | 288.309 |
| Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes | 23 | 342.008 | 221.541 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes | 11 | 48.058 | 42.383 |
| Otras provisiones, corrientes | 24 | 22.688 | 21.740 |
| Pasivos por impuestos, corrientes | 14 | 35.152 | 6.993 |
| Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes | 24 | 35.423 | 41.029 |
| Otros pasivos no financieros, corrientes | 25 | 45.797 | 30.821 |
| Total de pasivos corrientes | | 971.926 | 652.816 |
| Pasivos no corrientes | | | |
| Otros pasivos financieros, no corrientes | 21 | 488.938 | 389.629 |
| Otras cuentas por pagar, no corrientes | 23 | 6.699 | 1.400 |
| Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, no corrientes | 23 | 30.682 | - |
| Otras provisiones, no corrientes | 24 | 3.668 | 386 |
| Pasivo por impuestos diferidos | 20 | 266.237 | 74.813 |
| Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes | 24 | 36.241 | 23.654 |
| Otros pasivos no financieros, no corrientes | 25 | - | 592 |
| Total de pasivos no corrientes | | 832.465 | 490.474 |
| Total Pasivos | | 1.804.391 | 1.143.290 |
| Patrimonio | | | |
| Capital emitido | 26 | 579.446 | 297.267 |
| Primas de emisión | 26 | 102.734 | 52.381 |
| Ganancias acumuladas | 26 | 412.840 | 217.556 |
| Otras reservas | 26 | (110.400) | 47.469 |
| Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora | | 984.620 | 614.673 |
| Participaciones no controladoras | | 332.343 | 446.269 |
| Patrimonio total | | 1.316.963 | 1.060.942 |
| Total de patrimonio y pasivos | | 3.121.354 | 2.204.232 |

SIGDO KOPPERS S.A. Y FILIALES

Estados consolidados de situación financiera Al 31 de diciembre de 2011
y 31 de diciembre de 2010 (En miles de dólares - MUS\$)

| ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN | NOTA N° | 01.01.2011 12.31.2011 MUS\$ | 01.01.2010 12.31.2010 MUS\$ |
|---|------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| Ganancia (pérdida) | | | |
| Ingresos de actividades ordinarias | 27 | 2.127.839 | 1.833.827 |
| Costo de ventas | | (1.674.635) | (1.438.937) |
| Ganancia bruta | | 453.204 | 394.890 |
| Otros ingresos, por función | | 2.079 | 3.220 |
| Costos de distribución | | (35.367) | (18.578) |
| Gasto de administración | | (187.433) | (142.893) |
| Otros gastos, por función | | (4.702) | (6.178) |
| Otras ganancias (pérdidas) | 30 | 200.317 | 7.854 |
| Ingresos financieros | 29 | 4.190 | 4.693 |
| Costos financieros | 31 | (49.909) | (30.439) |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos | 16 | 47.919 | 35.388 |
| Diferencias de cambio | | (4.777) | 6.593 |
| Resultado por unidades de reajuste | | 987 | (5.536) |
| Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable | | (267) | - |
| Ganancia (pérdida), antes de impuestos | | 426.241 | 249.014 |
| Gasto por impuestos a las ganancias | 20 | (68.161) | (41.719) |
| Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas | | 358.080 | 207.295 |
| Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas | | - | - |
| Ganancia (pérdida) | | 358.080 | 207.295 |
| Ganancia (pérdida), atribuible a | | | |
| Ganancia (pérdida) atribuible a los propietarios de la controladora | | 285.610 | 112.959 |
| Ganancia (pérdida) atribuible a participaciones no controladoras | | 72.470 | 94.336 |
| Ganancia (pérdida) | | 358.080 | 207.295 |
| Ganancia por acción básica: | | | |
| Ganancia por acción básica en operaciones continuadas | | 0,32 | 0,26 |
| Ganancia por acción básica en operaciones discontinuadas | | - | - |
| Ganancia por acción básica | | 0,32 | 0,26 |
| Ganancia por acción diluida: | | | |
| Ganancia diluida por acción de operaciones continuadas | | 0,32 | 0,26 |
| Ganancia diluida por acción de operaciones discontinuadas | | - | - |
| Ganancia diluida por acción | | 0,32 | 0,26 |