

Marina Fioravanti  
IESA,  
Caracas, Venezuela  
[marinaf@cantv.net](mailto:marinaf@cantv.net)

Urbi Garay  
IESA,  
Caracas, Venezuela  
[urbi.garay@iesa.edu.ve](mailto:urbi.garay@iesa.edu.ve)

Leticia Level  
IESA,  
Caracas, Venezuela  
[llevel@manpa.com.ve](mailto:llevel@manpa.com.ve)

Eduardo Pablo  
IESA,  
Caracas, Venezuela  
[epablo@iesa.edu.ve](mailto:epablo@iesa.edu.ve)

## ***Valoración de Manufacturas de Papel S.A.C.A. (Manpa)***

### ***Case study: Appraisal of Manpa***

#### **RESUMEN**

Manufacturas de Papel S.A.C.A. (Manpa) era una empresa venezolana que producía papel higiénico y papeles blancos y marrones a partir de fibras primarias y secundarias. Kentucky Park Paper (KPP) y Florida Consumer Goods (FCG) eran dos empresas multinacionales que estaban interesadas en adquirir Manpa en 2001. Ambas empresas deseaban extender sus operaciones en el mercado local bien sea adquiriendo Manpa (en el caso de KPP) o focalizándose después en el sector de papel higiénico (en el caso de la empresa FCG). Este caso docente ofrece la oportunidad de explorar una gran variedad de conceptos asociados a las diferentes técnicas empleadas para realizar valoraciones de empresas en mercados emergentes. El análisis contempla el empleo de medidas de desempeño tales como el tradicional análisis de razones financieras y la aplicación de análisis fundamental o de técnicas de valoración relativa.

*Palabras clave:* valoración de empresas, mercados emergentes, caso de estudio.

---

Derechos reservados © Iesa, 2009. Publicado con autorización del Iesa. Este caso fue preparado para que sirviera como base para su discusión en clase, más que para ilustrar el manejo efectivo de una situación gerencial. La nota de enseñanza está disponible de los autores a solicitud.

## ABSTRACT

Manufacturas de Papel S.A.C.A. (Manpa) is a Venezuelan company that produces toilet paper as well as white and brown papers from primary and secondary fibers. Kentucky Park Paper (KPP) and Florida Consumer Goods (FCG) were two multinational paper corporations that were interested in acquiring Manpa in 2001. These two companies were analyzing the possibility of extending their operations in the local market either acquiring Manpa (in the case of KPP) or focusing on the toilet paper segment of the market (in the case of FCG). This case study offers the opportunity to explore many concepts associated with the different techniques that are typically used to appraise companies in emerging markets. The analysis considers the use of performance measures, such as the traditional financial ratios analysis, and the application of fundamental analysis and relative valuation techniques.

*Key words:* company valuation, emerging markets, case study.

## 1. INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

Eran las 9:30 de la noche del 10 de agosto de 2001 cuando Juan Diego Vera, vicepresidente de finanzas de la empresa venezolana Manufacturas de Papel S.A.C.A. (Manpa) aún se encontraba en su oficina. Llevaba varias horas pensando acerca del valor real de la empresa. El motivo de su preocupación radicaba en que esa misma tarde el presidente de la empresa, Gustavo Ignacio Fernández, le comunicó que había recibido dos ofertas de compra por parte de las empresas estadounidenses Kentucky Park Paper (KPP) y Florida Consumer Goods (FCG). Véase anexo 1.

Fernández y Vera estuvieron esa tarde conversando largamente acerca de las ofertas y las estrategias que utilizarían en las negociaciones y llegaron a la conclusión de que lo más importante en ese momento era realizar una valoración de Manpa como empresa en marcha, a fin de obtener una base preliminar para las negociaciones.

Se esperaba que a principios de septiembre vinieran a Venezuela los negociadores asignados por KPP y FCG para comenzar las conversaciones. Igualmente, el 29 de agosto sería la próxima reunión de la junta directiva de Manpa, donde se debían presentar las propuestas de compra, por lo que también era necesario tener un valor con el cual comparar las ofertas.

Para ese día, 10 de agosto del 2001, la cotización de Manpa había cerrado en la Bolsa de Valores de Caracas a Bs. 26 x acción, lo que a la tasa de cambio del momento (Bs. 729,50/US\$) significaba una capitalización de mercado de US\$ 81.760.846.

---

<sup>1</sup> Los autores desean expresar su agradecimiento a los participantes de la conferencia anual de Balas (*Business Association for Latin American Studies*) de 2005 en Madrid, España, por los comentarios recibidos. Los comentarios y sugerencias del revisor de este trabajo y del editor de la revista también fueron de gran utilidad.

Como era de esperarse Fernández le delegó todo el proceso de valoración a Vera. Todo esto le indicaba a Vera que había que trabajar y trabajar duro, pues sólo contaba con 19 días para realizar tal valoración. La presión que había recaído sobre Vera en tan sólo unas horas era muy fuerte, debido a lo que significaba esta operación para los accionistas. Por otra parte, el ambiente político del país se caracterizaba por una creciente incertidumbre. A raíz de la aprobación en referéndum de una nueva constitución en diciembre de 1999, el presidente izquierdista Hugo Chávez había sido reelegido en agosto de 2000 para el período 2001-2006. Había algunos temores de que la Revolución Bolivariana que encabezaba afectaría la industria papelera venezolana al fortalecer el control de precios y debilitar el derecho a la propiedad privada, especialmente si el gobierno declarara la industria como un sector estratégico, sujeto a ser expropiado en el futuro.

Eran las 11 p.m. cuando Vera, después de analizar las ventajas y desventajas de contratar asesores externos, decidió que lo mejor era realizar la valoración internamente. Vera se sentía confiado de poder controlar el proceso de valoración y la negociación, pues poseía más de veinte años de experiencia en la industria, conocía a profundidad el negocio y además sabía dónde estaban enterrados los cadáveres de la compañía. Así mismo, conocía cuáles eran las palancas de valor (*value drivers*), es decir, los factores generadores de valor para el accionista.

Por otra parte, Vera contaba con un excelente equipo en el área de planificación, liderizado por Virginia Sánchez, quien contaba con una amplia experiencia en fusiones y adquisiciones y con un Master en finanzas de una prestigiosa escuela de negocios latinoamericana. Su única debilidad era que tenía apenas dos meses en la empresa.

## 2. PRIMERA REUNIÓN DE TRABAJO

A la mañana siguiente y luego de que Vera pusiera al corriente de la situación a Sánchez, comenzaron a diseñar el plan de trabajo a seguir, discutieron y evaluaron los distintos métodos de valoración y finalmente se decidieron por la metodología de los flujos de caja descontados. Sánchez tomó notas detalladas de ciertos aspectos del negocio que Vera le mencionó durante la reunión:

Este negocio es del tipo *commodity*, por lo que los precios del papel están altamente relacionados con el precio de la fibra. No obstante, esta relación es diferente en los distintos productos de papel y de acuerdo a la situación económica y comercial que prevalezca. Por ejemplo, un cambio en los precios de la fibra en momentos de apreciación real de la tasa de cambio local y de alta presencia de productos importados en el mercado, retarda el ajuste del precio local.

Otro comentario de Vera al cual Sánchez le dio mucha importancia fue el referente al crecimiento del volumen de negocios: “Históricamente el negocio de higiénicos ha crecido con el ingreso personal disponible y el crecimiento vegetativo de la población, no así el de los papeles blancos y marrones que están más relacionados con el crecimiento del PIB”. Esa mañana Sánchez había revisado someramente el reciente informe sobre las proyecciones de la economía venezolana, por lo que el comentario de Vera le trajo a la mente las cifras negativas de los primeros años.

Vera percibió que a medida que transcurría la reunión aumentaba la tensión de Sánchez, lo cual consideró lógico porque ella no tenía experiencia en el negocio del papel y había tenido poco tiempo en la empresa para familiarizarse con el mismo.

Una vez finalizada la reunión, Sánchez decidió comenzar el trabajo con un análisis financiero histórico de la empresa, para determinar las principales relaciones económicas del negocio y cómo había sido su comportamiento. Véase anexo 2.

### 3. LA EMPRESA

Manpa era una empresa venezolana fundada en 1950 y cuyas acciones se negociaban en la Bolsa de Valores de Caracas. Inicialmente su producción estaba destinada a la fabricación de sacos y bolsas y fue a partir del año 1961 cuando comenzó su proceso de expansión e integración vertical que iba desde la producción de materias primas hasta el almacenaje y transporte de sus productos al público.

La empresa estaba organizada en divisiones de negocio, de acuerdo con los diferentes tipos de productos fabricados y las características de los mercados atendidos, considerando cada una como un negocio independiente con precios de transferencia y términos de crédito entre sus divisiones equivalentes a las condiciones del mercado.

Sus dos principales divisiones eran el molino higiénico y el molino de imprimir, escribir y embalar. El primero producía y convertía bobinas de papel higiénico en productos de consumo masivo (tales como higiénico de baño, servilletas, toallas, faciales y papeles de envolver), mientras que el segundo producía una amplia gama de papeles blancos y marrones y estaba orientado, en primer lugar, a satisfacer las necesidades de materia prima de las divisiones de conversión (sacos, bolsas; resmas, resmillas y formas continuas (RRFC) y productos escolares), cuyo excedente de producción se vendía a otras convertidoras locales e internacionales.

En 1996 Manpa constituyó Vencaribbean Paper Products en Trinidad y Tobago, empresa convertidora de papeles higiénicos, con el objetivo de atender los mercados del Caricom. Además, en 1998 estableció una asociación con la empresa Toycos en Costa Rica para la distribución de productos escolares e higiénicos en el área de Centroamérica.

Con el fin de consolidar y enfocar todos los recursos en el negocio de fabricación y comercialización de papel, en octubre de 1998 Manpa decidió realizar un *spin-off* sobre los activos generadores de energía y en el año 2001 vendió las plantaciones de pino caribe y un aserradero, los cuales comprendían todos los activos de la División Forestal (14% de los activos totales de Manpa). En marzo de 2001, la división de higiénicos incorporó a su portafolio de productos la comercialización de pañales.

En los últimos cuatro años las ventas netas de la empresa mostraban un comportamiento bastante estable y se situaban en un promedio anual de 200 millones de dólares americanos. No obstante, en cuanto al volumen su comportamiento había sido errático, como consecuencia del entorno económico recesivo en que se habían desenvuelto las operaciones de la empresa.

La mayor contracción del volumen se registró en el año 2000 (-18%), producto principalmente de la caída de las ventas de exportación en un 43% debido a la apreciación real del tipo de

cambio local. Las ventas locales también experimentaron una caída en las divisiones de RRFC e higiénicos, como resultado de la entrada de importaciones ilegales a Venezuela y de una intensa competencia en la cual Manpa decidió sacrificar participación de mercado por rentabilidad.

A partir de 1998, el margen operativo de Manpa se había incrementado sostenidamente como resultado, por una parte, de su estrategia de concentración en el negocio de papel y, por otra, debido al programa de reducción de costos que comenzó a aplicar ese mismo año. En agosto de 2001 Manpa y sus empresas filiales daban empleo directo a 1.433 trabajadores.

#### 4. LA INDUSTRIA

La industria del papel a nivel mundial se caracterizaba por ser una industria madura, intensiva de capital, con altas economías de escala y con un comportamiento cíclico propio de bienes considerados como *commodities*. Entre los principales países productores destacaban Estados Unidos, Canadá, Brasil, Chile y algunos países del continente asiático. Entre las empresas papeleras sobresalían Aracruz Celulosa, Corporación Durango, International Paper, entre otras. Véase anexo 3

La materia prima que se utilizaba en la manufactura del papel eran las fibras vírgenes, de las cuales existían diferentes tipos en el mercado y cuya utilización dependía del papel que se quería elaborar. Las principales fibras que se cotizaban en el mercado eran la fibra larga y la fibra corta, siendo el precio de esta última el marcador del mercado. Igualmente, para la producción del papel podían ser utilizadas las denominadas fibras secundarias o desperdicio. Por ser un bien sustituto, su precio seguía la misma tendencia que los precios de la pulpa.

La industria papelera había registrado un comportamiento estable en los últimos años, sin cambios en los niveles de precio desde mayo de 2001. Los altos inventarios y el incremento de la competitividad de los productores norteamericanos por la debilidad del dólar en los mercados europeos y asiáticos habían contribuido al mantenimiento de los precios, lo que hacía proyectar que éstos se mantendrían en el nivel de 465 US\$/TM en los próximos años.

En Venezuela, la industria de papel abarcaba desde la producción de pulpa hasta la elaboración de papel y otros productos derivados, siendo los siguientes los principales sectores que conformaban esta industria: higiénicos, impresión y escritura, envases y envolturas, cartulinas industriales, kraft liner y corrugados.

La dinámica de la economía venezolana había sido determinante en el desempeño del sector papelerero nacional, dado que sus productos estaban dirigidos al sector industrial y al comercio en general. Por otra parte, el sector higiénico no se había influenciado por la actividad económica del país, debido a que se trataba de un producto de primera necesidad. No obstante, esta característica lo mantenía expuesto a decisiones gubernamentales de control de su precio.

En el sector de higiénicos, las principales empresas productoras de papel eran Manpa y Papeles Venezolanos C.A. (Paveca), mientras que en el sector de impresión y escritura y envases y envolturas aparecía solo Manpa, pues la otra empresa existente, Venezolana de Pulpa y Papel C.A. (Venepal), se encontraba en un proceso de paralización progresiva de sus líneas de producción debido a la crisis financiera que atravesaba desde 1998.

La industria papelera venezolana se había venido desempeñando en los últimos años en un entorno negativo, caracterizado por el descenso de la actividad económica, la apreciación cambiaria y la entrada de productos importados, ya sea de manera ilegal o por la mala interpretación de las exoneraciones arancelarias.

## 5. PLAN DE NEGOCIOS 2002-2006

En el mes de octubre la junta directiva aprobó el plan de negocios de cada división de Manpa para el periodo 2002-2006, en el que se establecían los objetivos y las estrategias de negocios que regirían en los siguientes cinco años. El plan había sido elaborado tomando en cuenta el entorno económico y competitivo proyectado para el siguiente quinquenio.

En el plan se establecía una meta de crecimiento de 11,34 puntos porcentuales en el volumen de ventas en términos reales entre los años 2002 y 2004, con una disminución de 10% y 5% para los años 2005 y 2006, respectivamente, debido a la disminución de las oportunidades de crecimiento y a la entrada de nuevos competidores. Este crecimiento estaba soportado, en primer lugar, en la utilización de Manpa de Centroamérica para impulsar las exportaciones de la mayor cantidad de productos posibles y, en segundo lugar, en una estrategia agresiva de mercadeo y de fortalecimiento de los canales de distribución en la división de higiénicos. Aparte del crecimiento con respecto a las unidades, el plan contemplaba el incremento de las ventas por un aumento de precios de la mezcla de ventas nacionales y de exportación que en promedio compensaría la inflación en dólares americanos. Véase anexo 4.

El plan también contemplaba la continuación del programa de reducción de costos iniciado en 1998 mediante inversiones en tecnología y actualizaciones de las máquinas convertidoras de higiénicos, con lo cual se podrían alcanzar paulatinamente márgenes brutos de 38, 39, 39, 40 y hasta 40 puntos porcentuales en los próximos cinco años. La venta de los activos de la división forestal permitió la reducción de gastos operativos y financieros y mejoró sustancialmente los márgenes de rentabilidad.

El plan preveía la disminución paulatina de los gastos de ventas, generales y de administración del nivel actual de 20% de las ventas a 16% para el año 2006, es decir, un punto porcentual por año a partir de 2003. Con relación a la inversión en capital de trabajo se estableció como objetivo mantener el ciclo efectivo en 75 días, lo que suponía días de cuentas por cobrar, inventario y cuentas por pagar de 80, 85 y 90 días, respectivamente. Dado que el uso de la capacidad instalada se encontraba cerca del 100%, la inversión estimada en propiedad, planta y equipo se estimaba que sería proporcional a las ventas según el valor de la rotación de propiedad, planta y equipo para el año 2001. Todas las demás partidas operativas, tanto del activo como del pasivo, se esperaba que conservasen la misma proporción a ventas.

En cuanto a la estrategia financiera, ella estaba dirigida a mantener la relación preva-  
leciente en el año 2001 (59% deuda financiera a corto plazo y 41% deuda financiera a largo plazo). La razón deuda total a activo total se esperaba que se mantuviese constante en 20%. En cuanto a la política de dividendos se esperaba aumentar el pago de dividendos en efectivo de 25% de la utilidad neta para el año 2002 hasta un 50% para el año 2006. El costo de la deuda

en dólares se esperaba que fuese igual al costo que tendría una empresa estadounidense con calificación AAA más la prima por riesgo-país.

Por último, se estableció una tasa efectiva de impuesto del 20% sobre la utilidad antes de impuestos.

## 6. SEGUNDA REUNIÓN DE TRABAJO

Dos semanas más tarde, Sánchez estaba por presentarle a Vera los resultados de la valoración. La motivación de la reunión era comparar los valores obtenidos con las respectivas ofertas de KPP y FCG por 360 y 275 millones de dólares, respectivamente.

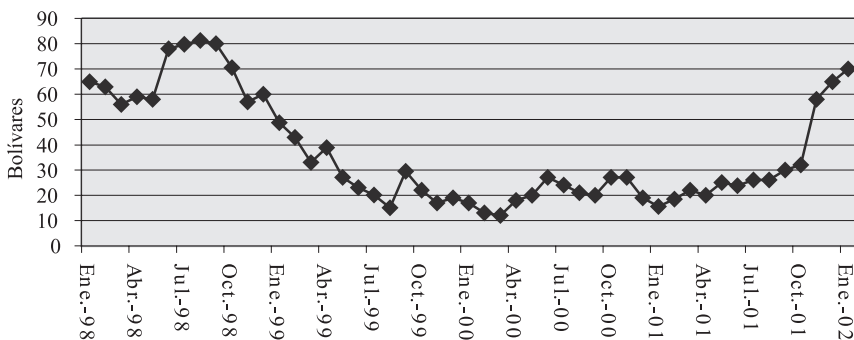
A pesar de que la oferta de FCG era buena, Vera no estaba seguro de que la junta directiva la aceptaría ya que existía una mayor probabilidad de que el gobierno de Venezuela la objetara basándose en argumentos de tipo regulatorio en contra de los monopolios, ya que KPP tenía una operación menor ya establecida en Venezuela. Por esta razón había que analizar ambas ofertas de manera más detenida.

Bajo esta premisa, Vera y Sánchez comenzaron a analizar el porqué de las diferencias de valor entre la oferta de KPP y los resultados de la valoración, tratando de determinar qué factores estaban afectando el valor: si sería la tasa de descuento o el cálculo del valor terminal, o qué podría estar valorando KPP y que ellos no estaban tomando en consideración.

## 7. DICIEMBRE 2001

En la mañana del 12 de diciembre apareció en la prensa venezolana la declaración de Fernández, en la que daba a conocer la intención en firme por parte de KPP de adquirir a Manpa. Ese día el precio de la acción de Manpa cerró en 65 bolívares (véase gráfico 1) que, a la tasa de cambio de Bs./US\$ 750, representaba una capitalización de mercado de 198 millones de dólares.

**Gráfico 1**  
*Comportamiento de la acción.*



*Marina Fioravanti es gerente corporativo de Tesorería de Manufacturas de Papel, C.A., (Manpa), S.A.C.A. en Caracas, Venezuela. En el año 2004 se graduó en la Maestría de Finanzas del IESA. Anteriormente cursó estudios de economía en la Universidad Central de Venezuela en Caracas, obteniendo el título de Economista en el año 1989.*

*Urbi Garay es, desde el año 2000, profesor titular de Finanzas del IESA en Caracas, Venezuela. Es profesor visitante de ESAN en Lima, Perú, e investigador afiliado al Center for International Securities and Derivatives Markets de la Universidad de Massachussets, Amherst, Estados Unidos. También es Economista de la Universidad Católica Andrés Bello en Caracas, Venezuela (1991), posee una Maestría en Economía Internacional y Desarrollo de la Universidad de Yale en Connecticut, Estados Unidos (1994) y un Ph. D. en Finanzas de la Universidad de Massachussets, Amherst (2000). Sus áreas de investigación son: gerencia de inversiones, inversiones alternativas, finanzas internacionales, productos derivados y mercados emergentes.*

*Leticia Level González es gerente de Planificación Corporativa de Manufacturas de Papel, C.A. (Manpa) en Caracas, Venezuela. En el año 2004 obtuvo el título de Máster de Finanzas en el IESA en Caracas, Venezuela. Anteriormente cursó estudios de economía en la Universidad Central de Venezuela en Caracas, obteniendo el título de Economista en el año 1989.*

*Eduardo Pablo Villimar es profesor de Finanzas del IESA en Caracas, Venezuela, y profesor adjunto de la A.B. Freeman School of Business de la Universidad de Tulane en Louisiana, Estados Unidos. También es Ingeniero Industrial de la Universidad Católica Andrés Bello en Caracas, Venezuela (1990), posee una Maestría en Administración de Empresas del IESA en Caracas, Venezuela (1993) y una Maestría y un Ph. D. en Finanzas de la Universidad de Tulane (2001). Sus áreas de investigación son: valoración de empresas en mercados emergentes, gerencia basada en valor, finanzas corporativas, alianzas estratégicas y otras formas de organizar la actividad económica y gobierno corporativo.*

Recepción del artículo: 16/01/2008

Envío evaluación a autores: 26/02/2008

Recepción correcciones: 19/03/2008

Aceptación artículo: 16/07/2008



**Anexo 1**  
*Kentucky Park Paper (KPP) y Florida Consumer Goods (FCG).*

	<b>KPP</b>	<b>FCG</b>
Ventas (en millones de US\$)	13,566	43,377
Margen Bruto (%)	33,82%	48,96%
Margen Operativo (%)	16,59%	18,10%
Margen Neto (%)	11,04%	11,96%
Tasa Efectiva de Impuesto (%)	28,73%	25,00%
Relación Deuda/Patrimonio (veces)	0,58	0,60
Relación Cobertura de Intereses (veces)	13,38	15,00
Retorno sobre Activos (%)	9,73%	12,00%
Retorno sobre Patrimonio (%)	26,40%	28,00%
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,48	6,50
Rotación de Inventarios (veces)	6,23	6,00
Rotación de Activos (veces)	0,88	1,00
Beta	0,26	0,96
Relación Precio/Utilidad	17,02	24,47
Relación Precio/Ventas	1,95	2,99
Relación Precio/Flujo de Caja	11,97	18,99
Oferta de Compra (en millones de US\$)	360	275

**Kentucky Park Paper (KPP)** es una compañía fundada en 1872, dedicada principalmente a la fabricación y comercialización de productos higiénicos, de cuidado personal y papeles blancos. La empresa manufactura sus productos en las 42 plantas que mantiene operativas en todo el mundo y comercializa sus productos en más de 150 países.

En el área de México y Centroamérica posee una fuerte participación en el mercado de cuadernos. En 1995, adquiere una operación de higiénicos en Venezuela con el objetivo de captar una fuerte participación en ese mercado y consolidar su posición en la región andina. Sin embargo, no pudo lograr sus objetivos a pesar de las estrategias de aumento de promociones y descuentos y la fuerte guerra de precios.

Adicionalmente, otro de los obstáculos a los cuales se enfrentó fue el desarrollar una red de distribución similar a la que poseen sus competidores en Venezuela.

En el año 2000 registró ventas que alcanzaron US\$ 13.566 millones, con una proyección de crecimiento para el cierre del año cercana al 3%. El margen neto alcanzó 11%, con un estimado del 12% para el cierre de 2001.

**Florida Consumer Goods (FCG)** es una empresa multinacional cuyo objeto es la producción y comercialización de productos de consumo masivo en varios países alrededor del mundo. La compañía está dividida en cinco segmentos de negocio: cuidados del hogar, cuidado personal, belleza, salud, y alimentos y bebidas. En Estados Unidos posee y opera 35 plantas manufactureras.

*VALORACIÓN DE MANUFACTURAS DE PAPEL S.A.C.A. (MANPA)*

En Venezuela fabrica y comercializa productos de consumo masivo y es el líder del mercado en la mayoría de los segmentos de cuidado personal y del hogar, a excepción de los productos higiénicos por causa de las barreras naturales existentes como resultado de los altos costos de los fletes de importación (según la relación peso/ volumen).

A la fecha de cierre del 30 de diciembre de 2000 registró ventas que alcanzaron US\$ 43.377 millones, con una proyección de crecimiento para el año siguiente de 2%. El margen neto alcanzó 11,96%, con un estimado para el cierre del año siguiente del 13%.

**Anexo 2**

*Estados financieros de Manufacturas de Papel S.A.C.A. (Manpa).*

Manufacturas de Papel S.A.C.A. (Manpa)

Balance General Histórico en miles de dólares finalizado el 30 de agosto

*Método Contable:* US GAAP

	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Efectivo e Inversiones Temporales	37.233	25.936	19.025	9.564
Cuentas por Cobrar Neto	48.522	49.438	51.376	43.784
Inventarios Neto	31.045	38.900	44.702	33.099
Gastos Pagados por Anticipado	2.459	2.496	1.408	2.235
Otros Activos Circulantes Operativos	558	338	42.159	13.470
<b>Activos corrientes totales</b>	<b>119.817</b>	<b>117.108</b>	<b>158.670</b>	<b>102.152</b>
Propiedades. Planta y Equipo Neto	131.612	120.032	100.390	92.199
Otros Activos Operativos	30.054	31.220	4.473	6.935
<b>Activos totales</b>	<b>281.483</b>	<b>268.360</b>	<b>263.533</b>	<b>201.286</b>
Deuda Financiera de Corto Plazo	53.793	38.212	58.107	20.034
Nueva Deuda Financiera de Corto Plazo				
Deuda Financiera de Corto Plazo	53.793	38.212	58.107	20.034
Cuentas por Pagar	36.078	38.027	32.701	31.200
Otros Pasivos Operativos	6.969	5.136	5.203	5.266
<b>Total Pasivo Circulante</b>	<b>96.840</b>	<b>81.375</b>	<b>96.011</b>	<b>56.500</b>
Deuda de Largo Plazo	46.232	47.338	35.521	11.088
Otros Pasivos Financieros de Largo Plazo	4.262	4.422	1.374	1.666
Nueva Deuda Financiera de Largo Plazo				
Deuda Financiera de Largo Plazo	50.494	51.760	36.895	12.754
Otros Pasivos Operativos de Largo Plazo	12.738	9.599	7.802	6.573
<b>Total Deuda de Largo Plazo</b>	<b>63.232</b>	<b>61.359</b>	<b>44.697</b>	<b>19.327</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>160.072</b>	<b>142.734</b>	<b>140.708</b>	<b>75.827</b>
Patrimonio				
Acciones Comunes				
Capital Social	121.411	125.626	122.825	125.459
Nuevo Capital Levantado				
Acciones en Tesorería				
Utilidades Retenidas				
<b>Total Patrimonio</b>	<b>121.411</b>	<b>125.626</b>	<b>122.825</b>	<b>125.459</b>
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>281.483</b>	<b>268.360</b>	<b>263.333</b>	<b>201.386</b>

Manufacturas de Papel S.A.C.A. (Manpa)

Estado de Resultados histórico en miles de dólares para el período que finaliza el 30 de agosto

Método Contable: US GAAP

	1999	2000	2001
Ventas	208.465	207.182	206.815
Costo de Ventas	135.381	138.552	129.634
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>73.084</b>	<b>68.630</b>	<b>77.181</b>
Gastos de Ventas. Generales y de Administración	41.865	43.251	41.745
Depreciación	16.343	12.702	12.605
Total Gastos Operativos	58.208	55.953	54.350
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>14.876</b>	<b>12.677</b>	<b>22.831</b>
Gastos por Intereses	14.019	12.686	7.284
Otros Gastos (Ingresos) Varios	(5.645)	(1.786)	6.994
<b>Utilidad antes de Impuestos</b>	<b>6.502</b>	<b>1.777</b>	<b>8.553</b>
Impuestos	(1.543)	(530)	(374)
<b>Utilidad Neta</b>	<b>8.045</b>	<b>2.307</b>	<b>8.927</b>

### Anexo 3

#### Empresas papeleras.

**American Israeli Paper Mill (LTD).** Empresa que produce, convierte y comercializa una gran variedad de papeles de imprimir y escribir, envases y envolturas, de cuidado personal y uso en el hogar, tales como papel higiénico, servilletas, toallas y faciales, así como pañales y papeles absorbentes.

**Aracruz Celulose, S.A.** Es un productor brasileño del mercado de pulpa, cuyos principales productos son la pulpa kraft y eucalipto, las cuales son de alta calidad y utilizadas por las empresas manufactureras en la producción de papel para fabricar una amplia gama de productos que incluyen papel higiénico y de imprimir y escribir.

**Corporación Durango S.A. de C.V.** Esta compañía mexicana se encarga de manufacturar y vender cartones corrugados, pulpa moldeada, sacos de papel y madera contraenchapada y de otras clases.

**International Paper Company.** Empresa cuya producción abarca desde productos forestales derivados de los bosques hasta papeles de imprimir y empaques para uso industrial. Tiene operaciones en los Estados Unidos, Canadá, Europa y Suramérica, y su operación se complementa con un excelente sistema de distribución.

**Wausau-Mosinee Paper Corp.** Empresa dedicada a la manufactura, conversión y venta de papeles tanto de imprimir, escribir y embalar, como para la fabricación de higiénicos.

(Continúa...)

## Anexo 3

## Empresas papeleras.

	American Israeli Paper Mills Ltd.	Aracruz Celulose S. A.	Corporación Durango S.A. de C.V.	International Paper Co.	Wausau-Mosinee Paper Corp.	Industria de Papel
Ventas (En millones de US\$)	108,80	669,00	762,50	24.976,00	948,70	
Precio de la acción (US\$)	50,50	26,57	1,21	37,75	12,50	
<b>Relaciones de Valoración:</b>						
Relación Precio/Utilidad	17,95	15,23	ND	132,50	37,17	18,45
Relación Precio/Ventas	1,93	3,56	0,08	0,71	0,65	1,12
Relación Precio/Flujo de Caja	17,10	7,68	ND	9,47	37,17	10,39
Relación Precio/Flujo de Caja Libre	ND	41,43	10,25	45,13	36,72	31,25
Beta	0,74	ND	1,43	0,83	0,48	0,73
<b>Relaciones Financieras:</b>						
Relación Deuda/Patrimonio	0,28	0,52	2,09	1,94	0,45	1,31
Relación Deuda Largo Plazo/ Patrimonio	0,05	0,27	0,28	1,86	0,45	1,17
<b>Relaciones de Rentabilidad:</b>						
Margen Bruto (%)	22,54%	35,32%	13,84%	24,98%	10,85%	25,71%
Margen Operativo (%)	10,12%	21,56%	-12,73%	3,23%	3,84%	7,50%
Margen Neto (%)	5,67%	23,37%	-51,66%	1,05%	1,75%	4,23%
Retorno sobre Activos (%)	2,43%	3,20%	-22,26%	0,75%	1,94%	3,85%
Retorno sobre Patrimonio (%)	7,57%	10,13%	-73,43%	1,65%	4,71%	9,95%
<b>Dividendos:</b>						
Rendimiento	10,58	ND	ND	2,70	2,79	2,79
Razón de Pago de Dividendos	143,06	ND	0,00	255,87	107,90	107,90

**Anexo 4**

*Indicadores macroeconómicos y financieros estimados.*

<b>Variables macroeconómicas estimadas</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Tasa de Inflación Estados Unidos	2,90%	3,20%	3,30%	3,20%	3,10%
Tasa de Inflación Venezuela	21,70%	27,70%	22,80%	18,40%	15,10%
Tasa de Interés Activa \$s <i>Nominal Prime</i>	4,25%	4,25%	4,50%	4,75%	4,75%
Tasa de Interés Ahorros \$s CDs	3,75%	3,75%	4%	4,25%	4,25%
<b>Indicadores Financieros</b>	<b>Cupón</b>	<b>Fecha venc.</b>	<b>Rendimiento</b>		
<b>Bonos Estados Unidos</b>					
U.S. Bonds	3,75%	15-Nov.-03	3,18%		
U.S. Bonds	4,25%	15-Nov.-13	4,18%		
U.S. Bonds	5,38%	15-Feb.-31	5,03%		
<b>Bonos Venezuela</b>					
D.C.B. Bond	1,88%	1 8-Dic.-07	7,19%		
Global 18 Bond	13,63%	15-Ago.-18	11,55%		
Global 27 Bond	9,25%	15-Sep.-27	11,22%		