

Setiembre 20, 2010

TEXTIL SAN CRISTOBAL

SNCRISC1

Seguimiento de Cobertura: Inversión limitada durante los últimos 10 años, Mejora en sus resultados de los últimos 2 años.

Recomendación de Inversión: Market Underperform.

No se recomienda invertir mientras la empresa no salga del proceso de concurso preventivo.

Precio de la acción

	2006	2007	2008	2009
Utilidad Neta (PEN)	-3'334,000	3'144,000	-22'690,000	-12'067,000
Acciones en Circulación	32'123,547	32'123,547	32'123,547	32'123,547
Utilidad por Acción (UPA)	-0.103853	0.098	-0.706379	-0.38

Valuación (en Miles de Nuevos Soles)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Flujo de Caja Libre	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VAN (PEN)	0.00						

Costo de Capital

Tasa Libre de Riesgo	6.85 %	Pasivo no Corriente (PNC)	223'041 PEN
Prima de Mercado	3.00 %	Patrimonio (PAT)	17'210 PEN
Tasa Riesgo País	1.18 %	Beta apalancado	1.09
Costo del Accionista (re)	8.03 %	Beta del Sector	0.93
CCPP	6.65 %		

Perfil General de la Empresa

Ubicación: Planta de telas en Ate, Lima, Perú y planta de confecciones en Chíncha, Ica, Perú.

Industria: Textil.

Descripción: La compañía se encuentra verticalmente integrada. Sus procesos empiezan con la compra de hilado y termina en la fabricación de prendas de alto valor agregado para marcas internacionales reconocidas.

Productos y Servicios: Prendas en tejido de punto principalmente de algodón.

Dirección de Internet: www.tsc.com.pe

Analistas:

Calvo, Diego
dcalvo@pucp.edu.pe
 Hurtado, Patricia
patricia.hurtado@pucp.edu.pe
 Rázuri, Gian Manuel
razuri.gmv@pucp.edu.pe

Director de Investigación:

Eduardo Court
ecourt@pucp.edu.pe

Miguel Panéz
mpanez@pucp.edu.pe

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCION

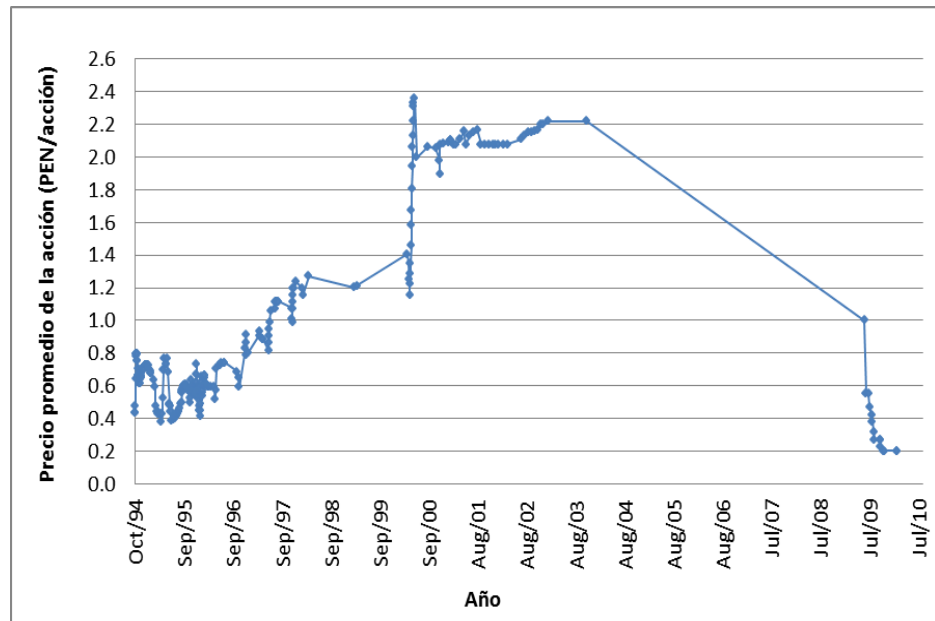


Figura 1. Precios de las Acciones de Textil San Cristobal S.A.

Nota: de http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones52700_SNCRISC1.html

Textil San Cristóbal (TSC) no presenta una marcada actividad en la bolsa. Se observa que el valor de mercado de junio del año 2009 correspondía al valor nominal de S/.1.00, mientras que a la fecha el valor de mercado de la acción se encuentra en S/.0.2

RESUMEN DE INVERSIÓN

TSC suministra prendas a los mercados más exigentes del mundo con un alto componente de servicio. Suministra productos innovadores, de alta calidad, a precios competitivos en el mercado, con personal experimentado, tecnología adecuada y la flexibilidad que requieren sus clientes. Su orientación a este segmento de alto valor agregado permite que se proteja de las principales amenazas que recibe la industria textil peruana.

TSC se encuentra actualmente en un proceso concursal de reestructuración bajo el marco legal de INDECOPI por lo que todos los flujos que genera se destinan al pago de las obligaciones ante sus acreedores, las cuales ascienden a S/. 300 millones aproximadamente. Este proceso tendrá una duración de 30 años, hasta el año 2039, durante los cuales los flujos de efectivo serán S/. 0.00 por lo que el valor descontado para ese periodo es cero.

En cuanto a los proyectos de inversión relacionados al core business se tiene la implementación del sistema ERP, el cual se inicio a finales del 2008 pero hasta la fecha no termina de ser implementado.

TESIS DE INVERSIÓN

TSC es una empresa textil verticalmente integrada de larga trayectoria, enfocada en la exportación de prendas de alto valor agregado para clientes reconocidos con los cuales ha logrado establecer relaciones de largo plazo. La orientación a este segmento la diferencia del mercado de los commodities en textiles.

La empresa se encuentra actualmente en un proceso concursal de reestructuración. La deuda reestructurada se encuentra concentrada en un gran acreedor, Victoria Global Opportunities S.A.C. (vinculada al grupo Interbank/Rodríguez-Pastor), quien actualmente posee el 41.47% de la deuda reestructurada, es decir es el principal acreedor con más de S/.104 millones.

Las operaciones de TSC presentan condiciones que permiten implementar mejoras orientadas a la productividad las cuales generarían espacios para la optimización de costos, entre las que se puede mencionar: reducción del lead time de producción, y reducción de las penalidades o reducción de los niveles de mermas y desperdicios. En contraposición, las condiciones del entorno macroeconómico relativas al nivel salarial, tipo de cambio, incentivos para la exportación, y los incrementos en la producción en la zona de Chíncha afectarían directamente las operaciones de TSC.

La industria de confecciones es una industria intensiva en mano de obra, y para TSC, el costo de mano de obra representa aproximadamente el 80% del total costos fijos, ó 35% sobre la venta. Considerando que un porcentaje importante del total de trabajadores tiene como fijo el sueldo mínimo, evidencia que las variaciones en la remuneración mínima legal impactan significativamente la estructura de costos de TSC. La compañía tiene la planta de confecciones en Chíncha, zona que actualmente se encuentra con pleno empleo lo que agrega un nivel de complejidad adicional a las operaciones en el momento que se requiere contratar personal. El Estado Peruano brinda un incentivo económico temporal a los exportadores, el mismo que ha ayudado significativamente en los resultados económicos de TSC, la reducción gradual de este incentivo (Drawback) exige que la empresa mejore su EBITDA para mantenerse competitiva en la industria, esto exige que la implementación de las mejoras orientadas a la productividad se den en el corto y mediano plazo.

En el aspecto interno, se observa la salida de algunos de sus principales gerentes lo que eventualmente generará un periodo de transición en el corto plazo. Es probable que dada la situación los mejores empleados se vean tentados a cambiar de trabajo.

VALUACIÓN

Es relevante mencionar en este punto, que una empresa que se encuentra dentro de un proceso de concurso preventivo ante INDECOPI, tiene todos sus flujos de caja futuros comprometidos para pago de deuda, es decir, el flujo de caja libre es cero (S/. 0.00) mientras dura este proceso. TSC tiene un plan de pago de deuda a 30 años, por lo tanto la aplicación de métodos convencionales para la evaluación de la empresa nos arrojaron un valor de cero (S/. 0.00), puesto que luego del año 10 se considera una perpetuidad de los flujos.

TSC mantiene 32'123,547 acciones en circulación que a valor de mercado representan un equity de S/.6'424,709.40; sin embargo estas son acciones de baja negociación. Dado el proceso concursal vigente la perspectiva para el precio de la acción los próximos 12 meses es el mismo que el actual S/. 0.20 por acción y se mantendrá así los próximos años (hasta el 2039) salvo alguno de los actuales accionistas decida rescatar parte de su inversión a través de la venta de sus acciones.

Dado el proceso concursal en el que está inmersa TSC la valuación se basó en el análisis en un horizonte de 10 años de su capacidad para cumplir con el plan presentado a INDECOPI. Dicho plan tiene como principales características:

- Sin tomar en cuenta la deuda contingente, el 7.10% de la deuda es tributaria mientras que el 6.36% es laboral, y el resto es deuda financiera y comercial.
- Las proyecciones planteadas en el plan de pago de la deuda concursal, asumen que a partir del año 2014 las ventas se mantendrán constantes, es decir no se asume crecimiento en ventas.
- Luego de analizar la información del sector en el país, así como las tendencias del mercado global, el equipo de analistas considera que la empresa potencialmente podría duplicar sus ventas en los próximos cinco años, superando la expectativa que se refleja en el cronograma de pago de deuda concursal.
- En el último año del plan (año 2039) se ha programado el pago de más del 77% de la deuda. El equipo de analistas considera que es poco probable que TSC esté en capacidad de realizar ese porcentaje de amortización.
- De la revisión de casos de reestructuración financiera similares en el Perú, el equipo de analista notó que es común que en algún momento ingrese un inversionista que consolide las deudas y las capitalice.
- De la revisión de la información disponible, el equipo de analistas considera que de darse el esquema del ingreso de un acreedor agresivo que recompre deuda y la capitalice, esto debe darse en

los próximos cuatro a cinco años, de tal manera que se pueda aprovechar el potencial de crecimiento que tiene la empresa y evitar la obsolescencia tecnológica.

- En junio del año 2009 se elige al Interbank como presidente de la junta de acreedores y a la empresa Victoria Global Opportunities S.A.C. como Vicepresidente de la junta de acreedores, el equipo de analistas considera que dada la presencia de este grupo financiero el proceso de consolidación de deuda y futura capitalización de acreencias ocurrirá en los próximos 4 años.

Los criterios tomados para la proyección de un posible escenario futuro realizada por los analistas, presenta los siguientes supuestos:

- Incremento gradual de las ventas en los cinco primeros años, de tal manera que en el año 2014 tiene un incremento del 80% con respecto de las ventas del 2009. Los otros cinco años, para completar los diez años de análisis, se ha considerado un crecimiento constante de 5%.
- Reducción gradual de los costos de ventas. Hoy representan un 80% de las ventas, y la expectativa es que lo reduzcan 5% anual los próximos cuatro años. En adelante se mantiene constante para el periodo en evaluación, estos estimados ya consideran los incrementos de mano de obra, al igual que se asume constante el tipo de cambio, apoyado en la proyección del Banco central de Reserva del Perú.
- Los gastos generales se reducen en 2% anual durante los próximos dos años, en adelante se mantienen constantes.
- La caja necesaria, la cual se calcula como proporción de la caja actual sobre el volumen de ventas, asume un crecimiento de 2% anual durante los próximos 4 años, luego se mantiene constante.
- Reducción de los niveles de existencias de 5% anual durante los próximos 5 años.
- Se asume un nivel de inversión de S/. 6 MM anuales durante el periodo de análisis.

La tabla 9 a) muestra el flujo de caja que la empresa ha presentado ante INDECOPI, como parte del plan de pago de deuda concursal, y la tabla 9 b) muestra el escenario con mayor probabilidad de ocurrencias, considerado así por los analistas.

En torno a lo señalado previamente se ha realizado un análisis del proyectado por el equipo de analistas versus el flujo del plan de reestructuración, donde resaltan los siguientes puntos:

- Los tres primeros años van a necesitar de apoyo externo para poder cubrir el déficit de caja que debe soportar el crecimiento.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

- A partir del año 4, en adelante los flujos proyectados superan entre 6 a 13 veces el flujo proyectado por la empresa y presentado a INDECOPI.

El sector textil peruano venía mostrando un crecimiento sostenido desde el año 2004, pero en el año 2009 tuvo una caída fuerte debido a la menor demanda mundial producto de la crisis financiera internacional. En lo que va del año 2010, la caída ha continuado, a una tasa mucho menor que la del 2009 (7%), lo cual podría revertirse en el cuarto trimestre del año que es usualmente el más alto del año en el sector. Mientras tanto, las 25 exportadoras más grandes han mostrado un incremento en sus exportaciones de 10% en promedio.

La industria textil peruana atiende una diversidad de segmentos dependiendo del mercado y tipo de producto al que se dirija: (a) prendas de alto valor agregado, (b) prendas de mediano valor agregado, y (c) commodities de bajo valor agregado. TSC pertenece al segmento enfocado al mercado internacional de prendas de tejido de punto principalmente de algodón para marcas internacionales reconocidas enfocadas en productos de alta calidad y de moda en su mayoría.

La principal característica de la industria textil peruana es la alta calidad de la materia prima. Sin embargo el precio internacional del algodón viene incrementándose como se puede observar en la figura 2.

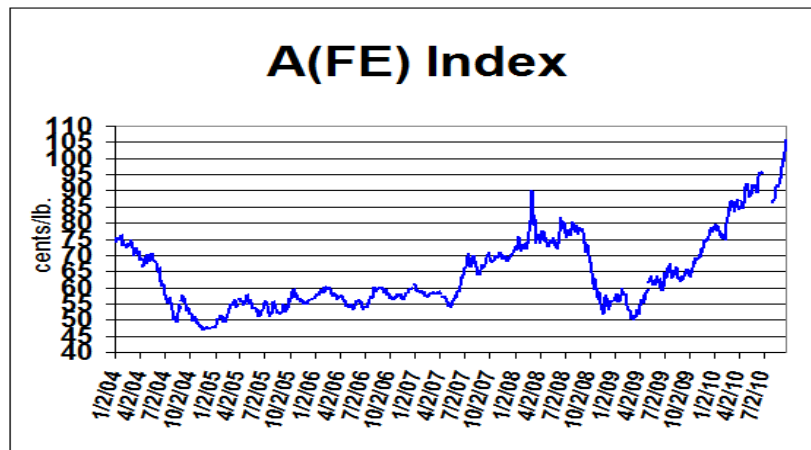


Figura 2. Precios al Contado de Algodón*

* Está en centavos de dólar por libra

Nota: National Cotton Council of America extraído el 18 de setiembre de 2010 de <http://www.cotton.org/econ/prices/cotlook-a-indices.cfm?renderforprint=1&>

A pesar de lo anterior la tendencia en los contratos de futuros de algodón es hacia la baja lo que hace pensar que no se superará el precio tope

registrado este año, sin embargo se mantendrá en la franja superior.

Tabla 1

*Reporte diario de Precios a Futuro de Algodón
(Centavos de dólar por libra)*

Contrato	Último	Valor	Variación	Máximo	Mínimo	Cierre anterior	Volumen anterior
oct-00	100.37	↓	-1.32	102.93	100.4	101.69	N.D.
dic-00	99.62	↓	-1.17	103.34	99.55	100.79	N.D.
mar-01	99.12	↓	-1.09	102.72	99.12	100.21	N.D.
may-01	98.85	↓	-1.1	102.44	98.85	99.95	132
jul-01	98.32	↓	-1.27	101.98	98.3	99.59	132
oct-01	89.52	↑	1.11	89.55	89.5	88.41	N.D.
dic-01	84.17	↓	-0.03	85.9	84	84.2	N.D.
mar-02	82.39	↓	-0.19	83.5	83.5	82.58	N.D.
may-02	81.19	↓	-0.19	0	0	81.38	N.D.
jul-02	80.09	↓	-0.19	0	0	80.28	N.D.

Fuente: Bolsa de Futuros de New York (NYCE). Fecha y hora de captura: 22 de Setiembre de 2010, 2:36:41 PM

La industria textil genera alrededor de 400 mil puestos de trabajo directos y sostiene a más de 1 millón 383 mil familias en el país, por lo que la crisis financiera internacional golpeó fuertemente al sector textil y de confecciones peruano y a la sociedad. Durante el año 2009 la producción textil cayó 21.7%, mientras que la de confecciones se contrajo hasta en 29.9%, según cifras de la Sociedad Nacional de Industrias (SNI). Otro punto que refuerza la criticidad que vivió el sector el año pasado es que en plena crisis la importación de prendas chinas alcanzó su nivel más alto al llegar a los US\$ 162.9 millones, mientras que las exportaciones de textiles y confecciones cayeron en 28%.

De acuerdo a las estadísticas de PROMPERU para el año 2010 se avizoran grandes mejoras en las exportaciones textiles las cuales a la fecha se encuentran muy cercanas de superar lo exportado el año anterior.

En este contexto la rivalidad competitividad del segmento de la industria a la cual pertenece TSC se puede describir como sigue:

Las barreras de entrada a la industria dado que se mueve en un entorno global se basa principalmente en: (a) el costo de cambio de proveedor para el cliente es alto debido a que el segmento se caracteriza por relaciones comerciales de un largo horizonte de maduración, y (b) la implementación de acuerdos y tratados favorece el ingreso de nuevos actores, pero al mismo tiempo competidores globales más agresivos.

En referencia al poder de negociación de los proveedores, se puede

resaltar: (a) los proveedores de algodón son los que poseen mayor poder de negociación, (b) la oferta limitada en hilados finos ó temporadas de escasez de algodón en el mundo limita el poder de negociación de TSC con dichos proveedores, y (c) cada vez la mano de obra gana un mayor poder dada su escasez. Como comentario aparte se debe resaltar que dada la situación de TSC los proveedores de dinero tienen gran poder de negociación.

El poder de negociación de los compradores, se caracteriza por: (a) de acuerdo a las marcas que maneja, en la medida que son más reconocidas ejercen un mayor poder, (b) a mayores volúmenes de compras (pedidos) el comprador ejerce mayor poder, (c) se observa una tendencia global de parte de los clientes hacia la consolidación de proveedores, es decir trabajar con un menor grupo de ellos lo que fuerza una disminución real en el precio (2% anual), y (d) los clientes que adquieren los productos diferenciados necesitan de proveedores con los que mantengan relaciones de largo plazo y confianza, por tal razón estos productos se desarrollan en un sólo proveedor a nivel global, por lo que tienen menor poder de negociación al tener, en este caso, un sólo proveedor.

La disponibilidad de sustitutos es relevante dado que TSC se ubica en el segmento de alto valor agregado de tejido de punto de algodón donde las tendencias de moda y costumbre podrían desplazar la preferencia del algodón por algún nuevo material sintético. Un ejemplo de esta característica es la observada en el segmento de clientes que demandaban ropa para practicar tenis (25% aprox. de la demanda) que ya no demandan ropa de algodón sino de fibra sintética.

La rivalidad competitiva en el segmento en el que se desarrolla TSC no se enmarca en el país sino en un ámbito global por lo que su competencia no es local ni regional sino mundial destacando la proveniente de China y Asia. Dado el tamaño de la demanda textil, las empresas nacionales no constituyen competencia la una de la otra, por lo que su comportamiento se asemeja más al de un cluster. La capacidad productiva de TSC cubre una fracción de la demanda global de sus actuales clientes (prendas de alto valor agregado y bajo volumen), y su capacidad para productos de bajo valor y mayor volumen es proporcionalmente más baja, de acuerdo a las entrevistas realizadas a los principales gerentes de la empresa, TSC considera que su participación de mercado es cercana a 0% dados el ámbito global en el que se desarrolla y el tamaño del mercado internacional.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Textil San Cristóbal S.A. fue fundada en el año 1942 por el Grupo Raffo. En sus inicios se especializaba en tejido y teñido de tela para el mercado local. En el año 1993 se fusionó con Consorcio Peruano de Confecciones S.A., una empresa del mismo grupo fundada en 1985, para dedicarse a la

exportación de prendas de vestir. La empresa se listó en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) en el año 1994 y hasta la fecha no ha emitido bonos, ni realiza grandes ni numerosas operaciones de compra-venta de acciones.

Desde el año 2003 se encuentra en un proceso concursal en el cual la junta de acreedores reemplaza en sus funciones a la junta de accionistas. Este proceso comenzó en agosto del 2003 cuando firmó un acuerdo de entendimiento con sus principales acreedores con el objetivo de reestructurar una deuda por US\$ 75 millones y anunció que el siguiente paso era implementar la reorganización de un proceso controlado en el marco legal de INDECOPI quien ese mismo mes aceptó la solicitud de concurso preventivo. En el año 2008, la empresa Victoria Global Opportunities a través de Nexus Group, empresa vinculada a Carlos Rodríguez Pastor Persivale, adquirió del BCP las acreencias que poseía de TSC. En octubre de ese año, el grupo Raffo culmina su proceso de desinversión en la compañía y Ernesto Raffo renuncia a la presidencia del Directorio.

En junio del año 2009 se elige al Interbank como presidente de la junta de acreedores y a la empresa Victoria Global Opportunities S.A.C. como Vicepresidente de la junta de acreedores. En diciembre del 2009 la compañía contaba con un nuevo plan de reestructuración aprobado por su Junta de Acreedores a propuesta de la gerencia de la empresa, que considera una deuda concursal de S/. 300 millones. Victoria Global Opportunities (vinculada al grupo Interbank/Rodríguez-Pastor), es el principal acreedor con S/.104 millones. La composición de la deuda concursal es como sigue:

- Financiera S/.172 millones,
- Comercial S/. 46 millones,
- Laboral S/. 16 millones,
- Tributaria S/. 18 millones, y
- Contingente S/. 49 millones.

TSC es una de las empresas textiles más grandes del Perú. Cuenta con dos plantas una dedicada a tela ubicada en Lima, con capacidad de 250 toneladas de tela equivalentes a 700 mil prendas, y la otra dedicada a confecciones en ubicada en Chíncha, con una extensión de 10,000m² y una capacidad de 4.5 millones de minutos de costura al mes, lo cual equivale a aproximadamente 650,000 prendas.

Sus operaciones comprenden desde la compra de hilo hasta la confección de prendas casuales de alta calidad para el mercado internacional. Produce prendas en tejido de punto, principalmente de algodón. En una pequeña proporción se trabajan con hilados de mezclas de algodón con fibras sintéticas como tencel o fibras animales como lana.

Entre los años 1996 y 1999 se realizaron inversiones en la planta de tela con el objetivo de mejorar la percepción de calidad al tacto de la tela, que es uno de los principales factores apreciados en las prendas de alto valor agregado. En el año 2010 se ha invertido en la implementación del sistema ERP que permitirá optimizar las operaciones de las plantas con el objetivo de mejorar la calidad y reducir costos.

TSC exporta el 92% de su producción (proyección 2010) al segmento de marcas reconocidas mundialmente, siendo sus principales clientes Lacoste, Lands' End, Burberry y Polo Ralph Lauren. Con algunos de estos clientes mantiene relaciones de largo plazo que datan de hace quince años, y estas relaciones están basadas en entregar, además de la prenda, un alto componente de servicio que incluye constante comunicación principalmente en la etapa de diseño de la prenda.

Adicionalmente la empresa suministra localmente a marcas internacionales como Lacoste, además de canalizar sus saldos de exportación al mercado local mediante dos tiendas propias. También, con el fin de maximizar la utilización de sus activos, ofrece servicios de tejido, teñido, y acabados durante los periodos de baja producción.

En el corto plazo TSC tiene como objetivos: (a) mantener a sus clientes actuales e incrementar su rentabilidad con la misma estrategia de fidelización que ha utilizado durante años basada en la calidad y el servicio, (b) enfocarse en la creación de valor mediante productos de alto margen antes que incrementos en ventas, y (c) ser la empresa más rentable del sector con un EBITDA similar o mejor que el del mercado que se encuentra alrededor del 13% mientras que el de la compañía es de 2.8% (a diciembre 2009), esto asociado a la mejora de la eficiencia productiva mediante la implementación del ERP y mejora de procesos, con lo que espera una importante reducción de costos que le permita mejorar su rentabilidad y afrontar los posibles incrementos de costos por apreciación de la moneda local frente al dólar en el corto plazo y los incrementos en costos de mano de obra en el mediano y largo plazo.

Adicionalmente se puede mencionar que una de las fortalezas de TSC es que mantiene un equipo dedicado a nuevos desarrollos, hecho que es apreciado por los clientes y que le ha permitido mantener relaciones de largo plazo con ellos y es percibido como una ventaja diferencial, con respecto de sus competidores.

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

TSC se considera como un componente del cluster de empresas textiles peruanas que ofertan prendas de tejido de punto de algodón de alto valor agregado al mercado de marcas internacionales reconocidas. A este cluster pertenecen empresas como Industrias Nettelco y Textil del Valle a quienes no considera competencia toda vez que la competencia son los clusters textiles en otros países como India y China. Por lo tanto hablar de participación de mercado no es relevante ya que ésta sería cercana a cero y realizar un análisis de competencia con empresas locales tampoco es relevante dado que no constituyen competencia entre ellas, sin embargo con fines de dimensionamiento de la industria y ubicación de TSC dentro de ella se presenta la Tabla 2 y Tabla 3.

Tabla 2

Ranking de Exportaciones de empresas que confeccionan prendas A Julio 2010

Exportaciones FOB (en miles de dólares)				
Nº	Empresa textil de confecciones	2010	2009	Variación %
1	Topy Top S.A.	48,191	46,822	2.9%
2	Confecciones Textimax S.A.	39,905	40,765	-2.1%
3	Devanlay Perú S.A.C.	35,297	41,156	-14.2%
4	Textil San Cristobal S.A.	26,675	19,292	38.3%
5	Industrias Nettelco S.A.	21,724	19,551	11.1%
6	Cotton Knit S.A.	21,702	22,011	-1.4%
7	Textil Del Valle S.A.	21,199	15,756	34.5%
8	Industrial Textil del Pacífico S.A.	20,459	13,983	46.3%
9	Hilandería del Algodón Peruano S.A.	19,435	19,557	-0.6%
10	Southern Textile Network S.A.	18,403	12,290	49.7%
11	Perú Fashions S.A.	15,800	17,666	-10.6%
12	Inka designs S.A.	14,055	8,830	59.2%
13	Corporación Fabril de Confecciones S.A.	13,300	10,929	21.7%
14	Textil Camones S.A.	9,315	7,382	26.2%
15	Garment Industries S.A.	8,374	6,445	29.9%
16	Aventura S.A.C.	7,550	3,997	88.9%
17	Franky & Ricky S.A.	6,941	7,582	-8.5%
18	El Modelador S.A.	6,023	5,682	6.0%
19	Consorcio Textil Vianni S.A.C.	5,984	4,333	38.1%
20	Inka Knit S.A.	5,344	5,172	3.3%
21	Rhin Textil S.A.C.	5,060	4,827	4.8%
22	Servitejo S.A.	4,745	5,150	-7.9%
23	Textil Only Star S.A.C.	4,745	3,762	26.1%
24	Lives S.A.C.	4,277	4,820	-11.3%
25	Anazer S.A.	3,724	2,345	58.8%
	Subtotal 25 primeras	388,227	350,105	10.9%
	Total sector	567,092	609,917	-7.0%

Fuente: Comex; Aduanas (SUNAT)

Tabla 3
Principales Indicadores de Textil San Cristobal y otras empresas del sector textil listadas en la BVL

Empresa	Capitalización de mercado S/.	Ratio precio a valor contable	Relación deuda / patrimonio
Textil San Cristóbal S.A.	6,424,709	3.95	50.00
Compañía Industrial Textil Credisa-Trutex S.A.A.	220,312,464	10.94	1.60
Compañía Universal Textil S.A.	60,218,488	37.90	1.39
Industria Textil Piura S.A.	73,897,838	21.87	1.44

Analizando dentro de los clusters internacionales que compiten con los peruanos de alto valor, se puede considerar como competencia a las empresas: TAL, Fountain Seth y Esquel de China, quienes como cluster tienen como debilidades la distancia al mercado norteamericano, las diferencias culturales, las diferencias de idioma, el modelo de negocio de alto volumen; y como fortalezas las economías de escala de las que gozan por el volumen de su producción.

Las ventajas que mantiene el cluster de TSC respecto a los otros clusters difieren de acuerdo al mercado al que atienden. En el caso del mercado norteamericano la alta calidad, menor distancia cultural, menor distancia geográfica, similar zona horaria y menores costos de transporte; representan ventajas. Por otro lado en el caso del mercado europeo se tiene como ventajas a la alta calidad y menor distancia cultural que las empresas asiáticas. En el caso de las desventajas respecto tanto al mercado norteamericano como en el caso del mercado europeo estas son principalmente las economías de escala de la que gozan los otros clusters, y el tipo de cambio favorable en el caso de China.

La plana gerencial de TSC tiene larga trayectoria en la empresa y es la que ha manejado la transición al proceso concursal y a la vez se ha ocupado de mantener el nivel de ventas, clientes de la empresa, calidad de los productos, y relaciones con los proveedores y con la junta de acreedores. Esta plana se compone de la siguiente manera:

DESEMPEÑO Y CONOCIMIENTO DE LA GERENCIA

- José Carlos del Valle Castro. Gerente General. Peruano / Americano, graduado en Administración de Empresas en California State University, con MBA especialidad en Finanzas y Estrategia Corporativa en The Wharton School – University of Pensilvania. Trabajo anteriormente en Wells Fargo Bank,

Standard Chartered y McKinsey & Company. Labora en la Compañía desde Abril del 2004.

- Fernando Badiola Cardeña. Gerente Comercial. Peruano. Actualmente cursando MBA en la Universidad del Pacífico, Ingeniero Industrial de la Pontificia Universidad Católica. Labora en la Compañía desde 1987. Anteriormente se desempeñó como consultor en Arthur Andersen & Co.
- Carlos Arnaldo Caballero Melgar. Gerente de Finanzas. Peruano. MBA especialidad en Finanzas y Estrategia Corporativa en la Escuela de Ross de la Universidad de Michigan, USA. Economista de La Universidad del Pacífico. Labora en la Compañía desde Julio del año 2008.
- Rafael Ormeño Durand. Gerente de Operaciones. Peruano. Ingeniero Industrial de la Pontificia Universidad Católica del Perú con estudios de post grado en el programa de Alta Dirección en la Universidad de Piura. Trabajó anteriormente en Procter & Gamble en posiciones de operaciones y planeamiento, en el Perú, Ucrania y Venezuela. Labora en la Compañía desde marzo del 2010.

El directorio está conformado por los gerentes de TSC y se compone de la siguiente manera:

- José Carlos Del Valle Castro. Presidente del Directorio.
- Carlos Caballero Melgar. Director.
- Rafael Ormeño Durand. Director.
- Fernando Badiola Cardeña. Director.

ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

La composición del accionariado se presenta en la Tabla 4.

Tabla 4

Composición del accionariado al 31 de diciembre del 2009.

Tipo : Común	Nro. de accionistas	Porcentaje
Menos del 1%	16	1.63%
Entre el 1% y el 5%	6	18.36%
Entre el 5% y el 10%	1	8.55%
Mas de 10 %	2	71.46%

El detalle de los principales accionistas al 31 de diciembre del 2009 se describe en la Tabla 5. El accionista mayoritario es una empresa inmobiliaria del grupo Raffo.

Tabla 5

Descripción de los tres principales accionistas.

Accionista	Nacionalidad	%	Fecha Inicio
Atlantic Security Bank	Islas Cayman	8.55	16/05/2000
La Fiduciaria S.A.	Perú	32.87	25/02/2004
LP Holding S.A.	Perú	38.59	18/04/1996

, la Junta de Acreedores es la que gobierna la compañía pues han quedado suspendidos los poderes y derechos de los accionistas. La junta de acreedores está dirigida por el Interbank, en la Tabla 6 se presenta a los 4 mayores acreedores.

Tabla 6

Composición de principales acreedores.

Tipo de acreedor	Razón Social	Deuda al 28-Abr-2008 Nuevos Soles
Financiero	Scotiabank Perú S.A.A.	39,132,568
Financiero	Standard Chartered Bank	13,423,503
Financiero	Victoria Global Opportunities SAC	104,101,894
Comercial	Industria Textil Piura S.A.	14,588,862

ANÁLISIS DE RIESGO

Mano de Obra

El principal riesgo son las variaciones en el costo de mano de obra pues constituye el componente principal de la estructura de costos (80% del costo fijo total). Actualmente la empresa goza de incentivos laborales para la planilla de trabajadores, lo que permite que TSC sea competitiva. La desaparición de estos beneficios constituiría un gran riesgo. Cada vez los proveedores de mano de obra de Chincha exigen mayores niveles salariales debido al desarrollo de la provincia que se asocia a disminuciones en el nivel de desempleo. Por otro lado, los proveedores

de mano de obra de Lima son escasos lo que hace cada vez menos rentable establecer estos procesos en esta ciudad.

Adicionalmente, y ligado a los costos de mano de obra, los factores que elevan el costo de vida en el país en el largo plazo pueden traer como consecuencia el incremento de la estructura de costos de TSC, lo que generaría la pérdida de competitividad frente a otros clusters internacionales en los cuales se tengan condiciones laborales menos costosas o realicen uso intensivo de tecnología lo que les otorga una palanca operativa menor.

Finalmente, no existe una fuerte actividad sindical en el sector textil Peruano, sin embargo durante el año 2010 se dieron 2 huelgas básicamente por reclamos de incremento salariales. Lo que protege a TSC es que el sindicato sólo opera en Lima y está conformado por no más de 100 obreros. TSC no sólo cumple con todas las regulaciones en términos de derechos laborales sino que también cumple con las exigencias laborales solicitadas por sus clientes, las cuales en ocasiones superan a las exigidas localmente.

Materia Prima

El principal insumo es un commodity (algodón) que se fija a precios internacionales, este representa un 45% del costo variable. El precio internacional del algodón viene incrementándose como se puede observar en la figura 2.

Tipo de Cambio

La estructura de costos esta basada en gran proporción en costos locales como la mano de obra que se paga en moneda nacional, la que representa un 80% del total de costos fijos incurridos, mientras que sus ingresos, en su mayoría por exportaciones, se dan en dólares americanos. Este descalce de monedas eleva la exposición al tipo de cambio, en ese sentido la apreciación de la moneda nacional frente al dólar americano observada durante el año 2010 reduce la competitividad de TSC y de la industria textil en general; de continuar esta tendencia se observaría una mayor pérdida de competitividad del cluster nacional y una caída del EBITDA que podrías retirar a TSC del mercado.

Riesgo Financiero

De acuerdo a la opinión de los analistas, la situación de TSC la coloca en una posición inestable frente a la banca, por lo que ésta no está dispuesta a prestarle dinero lo que genera que todas las inversiones necesarias deben ser cubiertas por los fondos de la misma empresa, los cuales tienen como primeros destinatarios a los acreedores.

Tecnología

El hecho de que la compañía se encuentre en un proceso concursal limita sus inversiones en maquinarias y equipos, sin embargo el flujo de efectivo para pago de acreencias concursales oficial (FEDPAC) considera un CAPEX para inversiones en maquinaria, lo cual si bien limita el riesgo de obsolescencia de la maquinaria, no lo elimina completamente.

Requerimientos Ambientales

TSC cumple con todos los requerimientos legales y regulaciones ambientales locales, sin embargo existen requerimientos adicionales de los clientes en términos de exigencias medio ambientales las cuales requieren inversiones relativamente pequeñas que se encuentran en implementación para los clientes actuales; pero al evaluar nuevos clientes, la empresa ha notado su inadecuación para cumplir los nuevos niveles de cuidado con el medio ambiente. Por lo tanto, aún cuando hoy no es un problema, existe el riesgo que los clientes actuales eleven sus niveles de cuidado medioambiental, volviéndose un potencial riesgo que la empresa va a tener que afrontar, vía inversiones relativamente significativas y consumir el CAPEX previsto en el flujo de efectivo del plan de reestructuración.

Tamaño de Pedidos y Canales

Cambio en los canales de venta tradicionales – ingreso de Specialty Stores - lo que implica que los compradores van a colocar cantidades menores de productos y en mayor variedad, lo que trae como consecuencia la disminución de la productividad en las plantas.

Riesgo de Mercado

El riesgo de mercado, asociado a la posibilidad de reducción de ventas es relativamente bajo debido a la dificultad de los clientes de reemplazar a la compañía como proveedor debido al tiempo que requiere el desarrollo de las relaciones comerciales y a la tendencia hacia productos de moda que incrementan el volumen de mercado de productos textiles de valor agregado. Sin embargo, el riesgo de la industria textil peruana es alto debido a la pérdida de competitividad frente a los grandes clusters

Incentivos al Comercio Exterior

Con respecto del Drawback, debemos de recalcar que la política planteada, donde para el periodo desde julio del 2010 el beneficio se reduce de 8% a 6.5%, y a partir de enero del 2011 se reduce a 5%, podemos evidenciar que este cambio ejerce presión sobre las mejoras que deben implementarse en TSC, lo que se traduce en incremento del riesgo financiero correspondiente, dada la caída del EBITDA.

RESULTADOS FINANCIEROS Y PROYECCIONES

Una empresa que se encuentra dentro de un proceso ante INDECOPI de concurso preventivo, tiene todos sus flujos de caja libres comprometidos para el pago de deuda. Flujo de Efectivo para pago de acreencias concursales oficial (FEDPAC) mostrado en este documento es el aprobado por los acreedores.

Sin embargo un análisis considerando las fortalezas y debilidades de la empresa así como las condiciones del entorno y el potencial de mercado permite a los analistas hacer una nueva proyección estimada de flujos para servicio de deuda. Cabe resaltar que estas proyecciones no constituyen información oficial y se basan en las consideraciones de valuación anotadas en este documento.

VISITA A LA EMPRESA

Se realizaron visitas a la empresa tanto a la planta de Lima como a la planta de Chincha. En dichas visitas se pudo constatar las condiciones operativas de la empresa que sirven de base a los análisis presentados. También se realizaron entrevistas a los principales gerentes incluyendo a José Carlos del Valle Castro. Gerente General, Carlos Arnaldo Caballero Melgar. Gerente de Finanzas, y Fernando Badiola Cardeña. Gerente Comercial, quienes comentaron parte del análisis que se presenta en este informe, acerca de los objetivos de la empresa, la situación del proceso concursal, los riesgos, la situación de la industria, y los clusters que compiten con el segmento de la industria textil al que pertenece a TSC.

Tabla 7

Balance General (en Miles de Nuevos Soles)

	Año			
	2006	2007	2008	2009
ACTIVO				
Activo total	320,333	310,175	322,626	343,874
Activo Corriente	58,538	61,797	82,531	94,126
Efectivo	404	249	2,597	253
Cuentas por cobrar CP	13,078	14,959	22,420	20,596
Otras Cuentas por Cobrar CP	8,576	8,739	10,403	12,333
Inventario	36,422	36,715	45,454	57,113
Gastos pagados por anticipado	58	1,135	1,657	3,831
Activo no Corriente	261,795	248,378	240,095	249,748
Créditos Comerciales LP	24,377	0	0	0
Otras Cuentas por Cobrar LP	0	22,859	0	0
Inversiones Financieras	41,438	38,549	60,232	60,232
Inversiones al Método d/Participación	41,438	0	60,232	60,232
Otras Inversiones Financieras	0	38,549	0	0
Propiedades, planta y equipos neto	193,224	184,580	177,682	172,109
Intangibles y agio	2,756	0	2,181	6,449
Otros Activos LP	0	2,390	0	0
PASIVO				
Pasivo + patrimonio neto	320,333	310,175	322,626	343,874
Pasivo total	292,035	277,547	312,040	326,664
Pasivo Corriente	61,011	70,503	82,336	103,623
Sobregiros Avances en CC	904	2,358	313	3,999
Deudas Financieras CP	34,288	36,055	59,606	71,862
Proveedores CP	9,435	9,813	14,032	14,048
Provisiones CP	0	0	8,385	13,714
Otros Pasivos no Comerciales CP	16,384	22,277	0	0
Pasivo no Corriente	231,024	207,044	229,704	223,041
Prestamos LP	0	0	0	0
Imp Rend y Part Pasivos Diferidos	0	10,635	17,323	27,637
Otras Cuentas Pagar LP	220,389	196,409	212,381	195,404
Patrimonio neto	28,298	32,628	10,586	17,210
Capital social	32,123	32,123	32,123	32,123
Utilidades retenidas	3,825	505	21,537	14,913

Tabla 8

Estado de Resultados (en Miles de Nuevos Soles)

	Año			
	2006	2007	2008	2009
Ventas netas	147,818	143,463	128,177	113,738
Otros Ingresos Operacionales	7,205	6,941	6,121	8,527
Ingresos Totales	155,023	150,404	134,298	122,265
Costo de Ventas	133,315	125,887	110,600	102,025
Resultado Bruto	21,708	24,517	23,698	20,240
Gastos con Ventas	16,957	13,783	11,793	11,972
Gastos administrativos	14,501	13,972	13,444	12,695
Otros Ingresos	14,913	7,491	2,039	1,261
Otros Gastos	818	2,202	1,203	242
Resultado operativo EBIT	9,750	2,051	703	3,408
Ingresos Financieros	29	0	3	7
Gastos Financieros	7,679	8,976	7,601	7,322
Ganancias/Perdidas p/Instituc. Financ. Der	0	11,741	14,649	19,185
Resultado antes impuestos	3,305	4,816	22,950	8,462
Participación Adm/Estatutaria	8	0	0	0
Impuesto a las ganancias	21	0	0	0
Ganancia/pérdida neta	3,334	4,816	22,950	8,462

Tabla 9

Flujo de Caja Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)

a) Flujo de Efectivo para pago de acreencias concursales oficial (FEDPAC)

Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
INGRESOS TOTALES	115,729	116,947	119,938	126,120	128,643	128,643	128,643
var %	-11%	1%	3%	5%	2%	0%	0%
EBITDA	9,166	10,938	11,811	13,872	14,051	14,051	15,574
% de Ingreso Total	7.9%	9.4%	9.8%	11.0%	10.9%	10.9%	14.3%
COSTOS FINANCIEROS	(7,628)	(8,475)	(8,472)	(8,466)	(8,457)	(8,444)	(8,007)
CAMBIOS EN WK	275	(2,010)	(1,035)	(1,790)	641	(4,428)	(3,666)
IMPUESTOS & OTROS	-	-	-	163	154	141	133
CAPEX	(1,813)	(283)	(1,984)	(3,260)	(5,456)	(425)	(3,047)
FEDPAC	0	170	319	519	932	894	987

Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
INGRESOS TOTALES	128,643	128,643	128,643	128,643	128,643	128,643	128,643
var %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	15,574	15,574	15,574	15,574	15,574	15,574	15,574
% de Ingreso Total	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
COSTOS FINANCIEROS	(7,560)	(7,124)	(6,701)	(6,270)	(5,819)	(6,203)	(5,769)
CAMBIOS EN WK	(3,564)	(3,418)	(3,449)	(3,595)	(3,541)	(3,477)	(2,910)
IMPUESTOS & OTROS	126	118	105	87	67	43	43
CAPEX	(3,543)	(4,039)	(4,393)	(4,393)	(4,535)	(3,968)	(4,464)
FEDPAC	1,033	1,111	1,135	1,403	1,746	1,969	2,474

Año	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
INGRESOS TOTALES	128,643	128,643	128,643	128,643	128,643	128,643	128,643
var %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	15,574	15,574	15,574	15,574	15,574	15,574	15,574
% de Ingreso Total	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
COSTOS FINANCIEROS	(4,920)	(4,637)	(4,070)	(4,070)	(4,070)	(4,070)	(4,070)
CAMBIOS EN WK	(2,910)	(2,921)	(2,479)	(2,479)	(2,479)	(2,479)	(2,479)
IMPUESTOS & OTROS	44	44	45	45	46	46	46
CAPEX	(5,244)	(5,456)	(5,669)	(5,669)	(5,669)	(5,669)	(5,669)
FEDPAC	2,545	2,604	3,401	3,401	3,402	3,402	3,402

Año	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
INGRESOS TOTALES	128,643	128,643	128,643	128,643	128,643	128,643	128,643
var %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	15,574	15,574	15,574	15,574	15,574	15,574	15,574
% de Ingreso Total	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
COSTOS FINANCIEROS	(4,070)	(4,070)	(4,070)	(4,070)	(4,070)	(4,070)	(4,070)
CAMBIOS EN WK	(2,479)	(2,479)	(2,479)	(2,479)	(2,482)	(2,479)	(2,479)
IMPUESTOS & OTROS	45	45	45	45	45	45	45
CAPEX	(5,669)	(5,669)	(5,669)	(5,669)	(5,669)	(5,669)	(5,669)
FEDPAC	3,402	3,402	3,402	3,402	3,399	3,402	3,402

Año	2037	2038	2039
INGRESOS TOTALES	128,643	128,643	128,643
var %	0%	0%	0%
EBITDA	15,574	15,574	15,574
% de Ingreso Total	14.3%	14.3%	14.3%
COSTOS FINANCIEROS	(4,070)	(4,070)	(4,070)
CAMBIOS EN WK	(2,479)	(2,479)	250,990
IMPUESTOS & OTROS	45	45	45
CAPEX	(5,669)	(5,669)	(5,669)
FEDPAC	3,402	3,402	256,871

Fuente: Textil San Cristóbal S.A. Informe presentado a INDECOPI.

b) Flujo de Efectivo para pago de acreencias concursales (FEDPAC)- Estimado por analistas

CUENTA DE RESULTADOS	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas	131,756	149,775	167,793	185,812	203,830
Costo de las ventas	111,600	119,373	125,345	129,514	142,073
Gastos Generales	25,940	26,492	29,679	32,866	36,053
Margen Operativo Bruto (BAAIT)	-5,783	3,910	12,770	23,432	25,704
Depreciación (del periodo)	10,227	9,834	9,465	9,120	8,796
BAIT	-16,010	-5,923	3,305	14,312	16,908
Intereses	5,753	5,753	5,721	5,652	5,523
Impuestos	-6,529	-3,503	-725	2,598	3,415
BDT	-15,234	-8,174	-1,691	6,062	7,969
Flujo de Caja Libre	-15,409	-8,206	-319	8,970	13,383

CUENTA DE RESULTADOS	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	214,022	224,723	235,959	247,757	260,145
Costo de las ventas	149,177	156,636	164,468	172,691	181,326
Gastos Generales	37,855	39,748	41,735	43,822	46,013
Margen Operativo Bruto (BAAIT)	26,990	28,339	29,756	31,244	32,806
Depreciación (del periodo)	8,493	8,209	7,944	7,694	7,461
BAIT	18,496	20,130	21,812	23,549	25,345
Intereses	5,533	5,555	5,590	5,637	5,697
Impuestos	3,889	4,372	4,867	5,374	5,894
BDT	9,074	10,202	11,356	12,538	13,754
Flujo de Caja Libre	8,662	9,260	9,891	10,554	11,252

Tabla 10

Balance General Projectado (en Miles de Nuevos Soles)

Balance General	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016	2017	2018	2019
Caja Bancos	26,763	31,014	35,073	38,830	42,595	44,725	46,961	49,309	51,774	54,363
Inventarios	59,573	60,231	59,088	56,142	51,395	53,965	56,663	59,496	62,471	65,594
Cuentas por Cobrar	23,859	27,122	30,385	33,647	36,910	38,756	40,693	42,728	44,865	47,108
Otras cuentas por Cobrar	4,673	5,842	22,561	39,862	64,032	83,546	103,361	123,523	144,078	165,073
Total Activo Corriente	102,391	124,209	147,106	168,482	194,932	220,991	247,678	275,056	303,188	332,139
Activo Fijo Neto	155,655	149,821	144,356	139,237	134,440	129,947	125,737	121,794	118,099	114,638
Inversiones Financieras	60,232	60,232	60,232	60,232	60,232	60,232	60,232	60,232	60,232	60,232
Otros Activos a Largo Plazo	10,958	10,958	10,958	10,958	10,958	10,958	10,958	10,958	10,958	10,958
Intangibles	7,471	8,492	9,514	10,536	11,557	12,135	12,742	13,379	14,048	14,750
Crédito Mercantil	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Activo No Corriente	234,316	229,504	225,060	220,962	217,187	213,272	209,669	206,363	203,337	200,579
Activo Total	336,707	353,713	372,166	389,444	412,120	434,263	457,347	481,419	506,526	532,717
Deuda Financiera Corto Plazo	87,879	99,897	111,915	123,933	135,951	142,748	149,886	157,380	165,249	173,512
Deuda a Proveedores Corto Plazo	17,901	20,349	22,797	25,245	27,693	29,078	30,532	32,058	33,661	35,344
Provisiones Corto Plazo	14,646	16,649	18,652	20,655	22,658	23,791	24,980	26,229	27,541	28,918
Pasivo Corriente	132,903	136,895	153,364	169,833	186,302	195,617	205,398	215,668	226,451	237,774
Prestamos a Largo Plazo	210,813	219,019	219,338	210,368	196,985	188,324	179,063	169,173	158,619	147,367
Pasivo Total	331,239	355,914	372,702	380,201	383,287	383,940	384,461	384,840	385,070	385,141
Capital Social	32,123	32,123	32,123	32,123	32,123	32,123	32,123	32,123	32,123	32,123
Acciones de Inversión	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reservas Legales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidades Retenidas	-26,655	-34,324	-32,659	-22,880	-3,290	18,199	40,763	64,456	89,333	115,454
Patrimonio Neto	5,468	-2,201	-536	9,243	28,833	50,322	72,886	96,579	121,456	147,577
Pasivo + Patrimonio Neto	336,707	353,713	372,166	389,444	412,120	434,263	457,347	481,419	506,526	532,717

Tabla 11

Estado de Resultados Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)

Estado de Ganancias y Perdidas	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016	2017	2018	2019
Ventas	131,756	149,775	167,793	185,812	203,830	214,022	224,723	235,959	247,757	260,145
Otros Ingresos	6,588	7,489	8,390	9,291	10,192	10,701	11,236	11,798	12,388	13,007
Costo de las ventas	111,600	119,373	125,345	129,514	142,073	149,177	156,636	164,468	172,691	181,326
Utilidad Bruta	26,744	37,890	50,838	65,588	71,949	75,546	79,323	83,289	87,454	91,827
Gastos de Ventas	12,590	12,858	14,404	15,951	17,498	18,373	19,291	20,256	21,269	22,332
Gastos Administrativos	13,350	13,634	15,274	16,914	18,555	19,482	20,457	21,479	22,553	23,681
Utilidad Operativa	805	11,399	21,160	32,723	35,896	37,691	39,575	41,554	43,632	45,813
Ingresos (Gastos) Financieros	8,474	9,633	10,792	11,950	13,109	13,765	14,453	15,176	15,934	16,731
Ganancia (Pérdida) por instrumentos Financieros Derivados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado antes de Participaciones y del impuesto a la renta	7,669	1,766	10,368	20,772	22,787	23,926	25,122	26,378	27,697	29,082
Participación de los Trabajadores	0	144	843	1,689	1,853	1,945	2,043	2,145	2,252	2,365
Impuesto s la Renta	0	43	253	507	556	584	613	643	676	709
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	7,669	1,666	9,778	19,590	21,490	22,564	23,692	24,877	26,121	27,427