

0667 7
lg

**FACULTAD DE CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN
DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO
MAESTRÍA EN FINANZAS**



**Universidad Nacional
Autónoma
de
México**

CASO DE ESTUDIO

**“DETERMINACIÓN DEL VALOR JUSTO DE MERCADO DE
RAMSAN, S.A. DE C.V.”**

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:

MAESTRIA EN FINANZAS

PRESENTA:

RAMÍREZ SÁNCHEZ MIGUEL

ASESOR: M.A. MARIA LUISA SAAVEDRA GARCIA

México, D.F., a 23 de marzo de

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

273169

1999



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

INDICE

INDICE	1
I. INTRODUCCIÓN	3
II. DESCRIPCIÓN DEL CASO	4
2.1 UNIDAD DE ESTUDIO	4
2.2 UNIDAD DE ANÁLISIS	5
2.3 TEMA PROPUESTO	5
2.4 TIPO DE CASO.....	5
2.5 RAZONES PARA REALIZAR UN CASO DE ESTUDIO	6
2.6 PROPÓSITO DEL CASO.....	6
2.7 DIRIGIDO A	7
2.8 OBJETIVOS DEL CASO.....	7
III. MARCO TEORICO	8
3.1 ¿ QUÉ ES UN VALOR?.....	8
3.1.1 Valor de mercado	8
3.1.2 Valor justo.	10
3.1.3 Valor de inversión	10
3.1.4 Valor intrínseco.....	11
3.1.5 Valor de liquidación.....	12
3.1.6 Valor en libros.....	12
3.2 PRINCIPIOS DE VALUACIÓN.....	13
3.2.1 El valor de los negocios es igual a la valoración presente de los beneficios a futuro de los accionistas.	13
3.2.2 El valor no es siempre un simple ejercicio numérico	13
3.2.3 El valor está basado en un punto específico en el tiempo - Fecha de valuación -	14
3.3 ACERCA DE LOS PRINCIPIOS DE VALUACIÓN.....	14
3.3.1 Definición del objeto a ser valuado.....	14
3.3.2 Definición de beneficios a futuro.....	15
3.4 EL PROBLEMA DE LA VALORACIÓN.....	16
3.4.1 Enfoques y métodos de valuación.....	16
3.4.1.1 Enfoque de Ingresos o de las utilidades capitalizadas	17
3.4.1.2 Enfoque de mercado	19
3.4.1.3 Enfoque de costos o del activo en cuanto a la valuación	19
3.4.2 Enfoques ante Métodos.....	21
3.4.3 Tipos de Métodos de valuación	22
3.4.4 Método de retorno de capitalización, tasa o tipo de capitalización.....	23
IV. CASO DE ESTUDIO	23
4.1 HISTORIA DE LA ORGANIZACIÓN.....	23
4.2 PROBLEMA	28
4.3 PREGUNTAS DEL CASO.....	29
V. SOLUCIÓN DEL CASO	30
5.1 ALCANCE Y PLAN DE TRABAJO	30
5.2 ACTIVIDADES REALIZADAS	33
5.3 ENFOQUES Y METODOLOGÍAS DE VALUACIÓN.....	35
5.3.1 Enfoque de ingresos.....	36

5.3.1.1 <i>Proyección de resultados futuros</i>	37
5.3.1.2 <i>Determinación de la tasa de descuento</i>	48
5.3.1.3 <i>Cálculo del Valor Residual</i>	51
5.3.1.4 <i>Cálculo del valor total de la empresa</i>	53
VI. CONCLUSIONES	56
6.1 ENFOQUE DE ÍNGRESOS	56
VII. ANEXOS	58

I. INTRODUCCIÓN

Es conocido que el factor más importante para la toma de una decisión administrativa es el conocimiento de los hechos; una persona para resolver un problema, necesita conocerlo teniendo información sobre el mismo.¹

La información es la materia prima de los conocimientos, tal y como la madera lo es para fabricar un escritorio o una puerta. Los estados financieros y contables, sean mensuales o anuales, son información, mientras que la capacidad y habilidad con la que un ejecutivo los utiliza para tomar decisiones y establecer un curso de acción, son conocimientos.²

En el presente caso de estudio se analizan los principales estados financieros, los factores económicos relativos al tipo de industria motivo de nuestro caso, en el que por decisión de sus accionistas y aunado a las diversas estrategias que en los mercados de consumo existen se visualiza el reestructurar al grupo Principal que es uno de los grupos más fuertes en México y que sus principales actividades es la de producir artículos de consumo y otorgar servicios, con la finalidad de aprovechar las oportunidades de crecimiento estimando invertir en diversos proyectos que mas adelante se mencionan y que se espera una mayor posición en el mercado situación actual de Ramsan compañía fabricante de empaques, y la relación que esta tiene con la empresa La Mexicana compañía dedicada a producir cigarros que es su principal cliente, la empresa La Cartonera que se encarga de fabricar cartón y que es su

¹ Zamorano García, Enrique. El equilibrio financiero de la empresa, página. 14, 1993.

² Picazo Manríquez Luis R. y Martínez Villegas Fabián. Ingeniería de servicios Mc Wraw-Hill, Sexta Edición. Enero 1992 página 29.

principal proveedor y por ultimo Servi compañía dedicada a la prestación de servicios también del grupo.

Los enfoques que se siguieron para efectuar el estudio del valor justo de mercado del capital de Ramsan son el enfoque de ingresos, el enfoque de mercado, y el enfoque de costos.

Se decidió por desarrollar el enfoque de ingresos ya que este enfoque es el que nos proporciona los resultados mas apegados a la realidad.

El valor justo de mercado se utiliza cuando no existe presión para ninguna de las partes, comprador y vendedor.

En el caso se emplearon estados financieros que fueron proporcionados por la compañía, de igual modo nos proporcionaron la información que en el presente caso se redacta para que el lector tenga una visión mas abierta acerca del negocio en particular, de sus clientes y proveedores, con la finalidad de que se tome la mejor decisión de solución con relación al caso.

Así mismo es relevante señalar que se omiten los nombres reales de las compañías y del grupo, obedeciendo así el deseo de los funcionarios y la ética profesional al utilizar información confidencial para un trabajo de investigación y de estudio el cual podrá ser utilizado por cualquier persona que se interese en el mismo.

II. DESCRIPCIÓN DEL CASO

2.1 Unidad de Estudio

Ramsan, S.A. De C.V.

principal proveedor y por ultimo Servi compañía dedicada a la prestación de servicios también del grupo.

Los enfoques que se siguieron para efectuar el estudio del valor justo de mercado del capital de Ramsan son el enfoque de ingresos, el enfoque de mercado, y el enfoque de costos.

Se decidió por desarrollar el enfoque de ingresos ya que este enfoque es el que nos proporciona los resultados mas apegados a la realidad.

El valor justo de mercado se utiliza cuando no existe presión para ninguna de las partes, comprador y vendedor.

En el caso se emplearon estados financieros que fueron proporcionados por la compañía, de igual modo nos proporcionaron la información que en el presente caso se redacta para que el lector tenga una visión mas abierta acerca del negocio en particular, de sus clientes y proveedores, con la finalidad de que se tome la mejor decisión de solución con relación al caso.

Así mismo es relevante señalar que se omiten los nombres reales de las compañías y del grupo, obedeciendo así el deseo de los funcionarios y la ética profesional al utilizar información confidencial para un trabajo de investigación y de estudio el cual podrá ser utilizado por cualquier persona que se interese en el mismo.

II. DESCRIPCIÓN DEL CASO

2.1 Unidad de Estudio

Ramsan, S.A. De C.V.

2.2 Unidad de Análisis

Valor Justo de Mercado del Capital

2.3 Tema Propuesto

Determinación del valor justo de mercado de las acciones de Ramsan, S.A. de C.V. (Al 30 de septiembre de 1996)

2.4 Tipo de Caso

El caso es del tipo ortodoxo una técnica de enseñanza - aprendizaje, consistente en el análisis por parte de los estudiantes, inicialmente en forma individual, de la descripción escrita de un problema o un caso realmente sucedido en una organización, y su ulterior análisis y discusión oral en grupo, bajo la dirección de un docente con el objeto de que cada alumno pueda recomendar la acción a seguir para resolverlo.

En ocasiones la exposición escrita del problema viene acompañada de la explicación de la decisión y de las acciones ya tomadas para solucionarlo, a fin de que los educandos las evalúen críticamente.

Con respecto a la clasificación de las técnicas de casos ortodoxos el caso a tratar es del tipo evaluación, el cual consiste en la descripción escrita de los antecedentes, entorno, hechos y demás casos o factores de un problema administrativo que realmente tuvo o tiene lugar en una organización, así como la decisión o acción(es) ya tomada(s) para resolverlo con el objeto de que los estudiantes, individual y grupalmente, analicen dicho

problema y evalúen críticamente tal(es) decisión o acción(es).³

2.5 Razones para realizar un Caso de Estudio

La razón por la cual decidí realizar un caso de estudio, me lleva a reflexionar de cuales han sido las enseñanzas, que en las aulas de la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Contaduría y Administración (FCA) de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) he aprendido o por lo menos comprendido y razonado de la mejor manera para que en determinado momento esto nos lleve por consecuencia a una buena toma de decisiones en la practica, es aquí cuando el motivo principal de este caso de estudio se refleja en llevar las teorías a la practica y asimismo beneficiar a una organización, aunando a esto la preparación de los estudiantes de la maestría para el ejercicio de la docencia y la investigación.

2.6 Propósito del Caso

Realizar el estudio para determinar el valor justo de mercado de las acciones de Ramsan, S. A. de C. V. al 30 de septiembre de 1996, en función del proceso de integración.

El objetivo de realizar esta valuación es el determinar el valor justo de mercado de Ramsan para sentar las bases de una próxima negociación como parte de un proceso de reestructuración corporativa del Grupo Principal.

En virtud de lo anterior que este caso de estudio real, sirva para motivar en todos los sentidos a que los alumnos y maestros de esta facultad lleven acabo estudios de este tipo y difundirlos en la comunidad universitaria, asimismo

³ Ríos Szalay, Jorge. Guía para elaborar casos para la enseñanza de administración en México, UNAM, FCA; México, D.F. 1988; páginas 29-30.

que en un corto tiempo se cuente con material para el mejor desarrollo en la enseñanza de los estudios universitarios y de posgrado.

2.7 Dirigido a

Profesores y alumnos de las carreras económico administrativas, para servir como base de discusión en una situación determinada.

2.8 Objetivos del Caso

Sentar las bases y definir los rangos de valor justo de mercado⁴ de Ramsan para que se tome la decisión por parte del Grupo Principal de que La Moderna adquiriera a Ramsan.

Como una opción para llevar a feliz término los estudios de la maestría en finanzas.

Para dar a conocer a la comunidad universitaria la metodología de un caso de estudio, y así también proporcionar un caso real para que se estudie la forma en que las compañías en México primero evalúan sus proyectos financieros y segundo toman sus decisiones.

Obtener experiencia extralaboral en situaciones reales al momento de realizar el caso de estudio y así poder desarrollar lo aprendido durante las asignaciones de la maestría como podría ser una practica profesional.

⁴ Valor justo de mercado se define como el precio al que una propiedad cambiaría de manos entre un comprador interesado y un vendedor interesado, sin que exista presión alguna para comprar o vender y teniendo ambas partes conocimiento razonable de los hechos relevantes del negocio.

El proceso de valuación de una empresa no es un simple ejercicio numérico del cual se desprende un valor definitivo. Por el contrario, este proceso consiste en la creación de un marco de referencia basado en aspectos positivos y negativos de la empresa, planteados éstos, tanto desde el punto de vista del comprador como del vendedor.

Colaborar con un caso para que en la UNAM y específicamente en la FCA existan casos hechos por alumnos y sean dados a conocer.

III. MARCO TEORICO

3.1 ¿ Qué es un valor?

Valor: es un término preciso que varia con la situación. Se emplea con una amplia variedad de significados en la fraseología económica, mercantil y legal.

Algunas de las muchas clases de valores que confronta el estudiante de Finanzas son *valores apreciativos* con fines de gravación fiscal de la propiedad; *valores de expropiación* atributos como pagos al quedarse el gobierno con las propiedades en uso del derecho de dominio eminente que tiene el estado; *valor de reproducción ó valor de uso* de los activos fijos tangibles existentes en los negocios; *valor de negocio en marcha* del activo de por lo menos las empresas potencialmente ganadoras; *valor colateral* que representa el importe que puede tomarse a préstamo con la prenda de un activo; *valor en venta* que representa lo calculado con anticipación a las realizaciones bajo diversas condiciones de venta.

3.1.1 Valor de mercado

Otro de los enfoques principales de la valuación toma en cuenta los precios establecidos para los valores en las transacciones efectivas entre compradores y vendedores. Los defensores de ese enfoque argumentan que los precios

Colaborar con un caso para que en la UNAM y específicamente en la FCA existan casos hechos por alumnos y sean dados a conocer.

III. MARCO TEORICO

3.1 ¿ Qué es un valor?

Valor: es un término preciso que varia con la situación. Se emplea con una amplia variedad de significados en la fraseología económica, mercantil y legal.

Algunas de las muchas clases de valores que confronta el estudiante de Finanzas son *valores apreciativos* con fines de gravación fiscal de la propiedad; *valores de expropiación* atributos como pagos al quedarse el gobierno con las propiedades en uso del derecho de dominio eminente que tiene el estado; *valor de reproducción ó valor de uso* de los activos fijos tangibles existentes en los negocios; *valor de negocio en marcha* del activo de por lo menos las empresas potencialmente ganadoras; *valor colateral* que representa el importe que puede tomarse a préstamo con la prenda de un activo; *valor en venta* que representa lo calculado con anticipación a las realizaciones bajo diversas condiciones de venta.

3.1.1 Valor de mercado

Otro de los enfoques principales de la valuación toma en cuenta los precios establecidos para los valores en las transacciones efectivas entre compradores y vendedores. Los defensores de ese enfoque argumentan que los precios

corrientes del mercado son establecidos por compradores y vendedores que actúan a impulsos de un interés propio fundamental. Sin embargo ellos constituyen evaluaciones de supuestos expertos que están dispuestos a respaldar sus opiniones con dinero. Se sostiene que los precios a que se realizan las ventas, por lo tanto, son expresiones prácticas del valor que han de ser preferidas definitivamente a las opiniones teóricas del valor.⁵

Este valor es normalmente determinado por los precios reales, o por las licitaciones y ofertas en alguna suerte de mercado (que simplemente implica la existencia de compradores y vendedores potenciales), aunque puede calcularse mediante simples apreciaciones⁶. Esta es probablemente la definición más común de valor y la definición más discutida. Una de las definiciones de valor de mercado es:

Valor Justo de Mercado: Es la cantidad, a la que se transmitiría la propiedad de un bien entre un comprador y un vendedor cuando el primero no está obligado a comprar y el segundo no está obligado a vender y así mismo, ambas partes conocen los términos relevantes de la transacción.⁷

Esta definición es comúnmente usada por los consultores de valuaciones. Asume una hipotética arma de venta sin recaer en un comprador o vendedor específico.

De cualquier forma, principalmente debido a la facilidad de su aplicación, los precios de mercado son ampliamente usados por los tribunales y los funcionarios fiscales,

⁵ Hunt Williams Donaldson FINANCIACION BASICA DE LOS NEGOCIOS Textos y Casos (1964)Página581.

⁶ Hunt Williams Donaldson, (Op.Cit. P.572)

⁷E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson D. GUIDE TO BUSINESS VALUATIONS Volumen I; Seventh Edition (March 1997) Practitioners Publishing Company, Chapter 2 (página 2-2).

aunque sin excluir otros patrones en los casos en que los mismos se consideran apropiados.

3.1.2 Valor justo.

Valor justo que añade al concepto de precio de mercado la suposición de la existencia de un gran número de compradores y vendedores, y algunas veces la presunción de que esos vendedores y compradores están bien informados y son completamente juiciosos en sus evaluaciones. Usado como base para la regulación de las tarifas de los servicios públicos.

El término utilizado aquí no es el mismo que se utiliza en la literatura contable en los Estados Unidos de Norteamérica (EEUU). Este término se utiliza legalmente para saber el precio real por cada acción de una empresa / negocio, ya sea para fusionar, comprar o realizar cualquier tipo de operación en una empresa, todos los accionistas tienen el derecho de que sus acciones sean valoradas con su valor real en efectivo. En determinados casos los consultores deberán considerar los factores establecidos por los estatutos y leyes, los cuales pueden incluir el valor de mercado, el valor individual de activo, métodos comúnmente usados en la comunidad financiera, y otros factores. Es importante obtener una dirección legal cuando se haga la asignación del valor justo.⁸

3.1.3 Valor de inversión

Es el valor de los activos de un negocio para un dueño específico o probable dueño. De acuerdo con este tipo de

⁸ E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson (Op.Cit.P.2-2).

valor el dueño o el posible dueño considera saber la capacidad, expectativas de riesgo, utilidad potencial y otros factores.⁹

3.1.4 Valor intrínseco

Valor justo de mercado o valor intrínseco, es el precio a que una venta se efectuaría si existieran en el mercado compradores y vendedores dispuestos a operar, cada uno equipado con información completa del valor y preparados para actuar de una manera enteramente racional.¹⁰

Algunos consultores emplean este término intercambiándolo con el valor de inversión. Otros consultores consideran este término para ser basado en el valor de los análisis y determinar el análisis de seguridad independiente, la inversión bancaria o la dirección financiera. En la obligación de valuación, este término es ambiguo. En los casos legales, el término no está claramente definido y puede referirse al valor de mercado, valor justo o algún otro tipo de valor. De esta manera, los consultores quienes están obligados a determinar el valor intrínseco de la compañía deben obtener la definición de este término con el cliente o su abogado antes de empezar a trabajar.¹¹

Aparte de las debilidades teóricas del precio de mercado como medida del valor intrínseco en los casos que exista un precio de mercado hasta para una sola acción, este afectara indefectiblemente la evaluación realizada por un comprador o vendedor en perspectiva, por muy grande que sea la transacción potencial. De acuerdo con el proceder común de los humanos, el vendedor dudará aceptar un precio mucho menor que el puesto como etiqueta en el mercado, y el

⁹ E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson (Op.Cit.P.2-2).

¹⁰ Hunt Williams Donaldson, (Op.Cit. P.582)

¹¹ E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson (Op.Cit.P.2-2).

comprador se resistirá a las evaluaciones sustancialmente mas altas que las cotizaciones del mercado.¹²

3.1.5 Valor de liquidación

Valor de liquidación del activo a la disolución del negocio. Asume que las operaciones de la compañía se pueden terminar y que los activos individuales deben ser vendidos. El valor de liquidación es usualmente determinado por alguna de las siguientes premisas:

- A. Liquidación organizada: Vender los activos en un período razonable de tiempo para obtener el precio más alto por cada uno.
- B. Liquidación obligatoria: Vender los activos tan rápido como sea posible, algunas veces se le llama valor de licitación.

El valor de liquidación no sólo considera los ingresos en la venta de los activos, sino también el costo de venta, los costos de guardar los activos hasta llegar a su venta, y otros gastos.

3.1.6 Valor en libros

Se deriva de los registros contables.

- A. Para un activo, su costo histórico menos depreciaciones y amortizaciones.
- B. Para una compañía, capital contable es igual a activos menos pasivos, como se presenta en la hoja de balance.

¹² Hunt williams Donaldson, (Op. Cit. P. 583)

A pesar de la variedad de conceptos del valor indicados antes, la mayoría de los métodos de la valuación de acciones y obligaciones caen dentro de tres categorías principales:

1. Capitalización de las ganancias (enfoque de ingresos)
2. Valores del activo (basado en activos)
3. Los precios reales o calculados de mercado (mercado)¹³

3.2 Principios de valuación

3.2.1 El valor de los negocios es igual a la valoración presente de los beneficios a futuro de los accionistas.

Esta igualdad es un principio fundamental de valuación de negocios. Un comprador sensato normalmente invertirá en una compañía solo si el valor actual de los beneficios esperados de los accionistas es por lo menos igual al precio de compra. De igual modo, un vendedor sensato normalmente no venderá si el valor establecido de esos beneficios esperados es más del precio de venta. Así mismo, la venta generalmente ocurrirá solo si el monto es igual a los beneficios de los accionistas.¹⁴

3.2.2 El valor no es siempre un simple ejercicio numérico

El proceso de valuación está lleno de juicios y estimaciones. Nadie puede predecir con certeza el monto de los beneficios que un accionista recibiría de una compañía. Los inversionistas pueden tener diferentes opiniones acerca del monto de esos beneficios. También, los inversionistas pueden requerir diferentes tasas de retorno basadas en sus

¹³Hurt Williams Donaldson, (Op. Cit. p. 581)

¹⁴E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson (Op.Cit.P.2-3).

opiniones acerca de los riesgos accionarios de esa compañía. El valor de una compañía depende de la valoración de cada persona, en relación con los riesgos y beneficios de la compañía. Generalmente, el trabajo de los consultores es para determinar una mejor conclusión en donde el comprador y el vendedor llegan a un acuerdo.¹⁵

3.2.3 El valor está basado en un punto específico en el tiempo - Fecha de valuación -

Los inversionistas requieren del retorno y el monto los beneficios disponibles usualmente está estimado de acuerdo a una fecha en el tiempo. También, la estimación del valor está basada solamente en información que es distinguible y predecible a la fecha de la valuación¹⁶.

3.3 Acerca de los principios de valuación

3.3.1 Definición del objeto a ser valuado.

Cuando estén estimando los beneficios futuros de los dueños, los consultores deben determinar el interés específico de los dueños para ser valuados. Ejemplos de diferentes intereses que pueden ser valuados incluyen:

A Igualdad del capital. Generalmente, los consultores valuarán a una compañía en todos sus rubros principalmente sus deudas, que sería valorar la equidad del capital.

a. Control de operación: es la capacidad de un accionista interesado para elegir una mayoría del consejo de administración.

¹⁵ E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson (Op.Cit.P.2-3).

¹⁶ E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson (Op. Cit. P.2-3).

b. Control absoluto: es la capacidad ilimitada que un accionista deberá tener para ejercer todos los derechos típicos asociados con los demás accionistas.

2. Intereses minoritarios. Son los intereses que han disminuido un 50% del interés de voto en una compañía.

Es importante para los consultores conocer las leyes aplicables, especialmente por las reglamentaciones que les interesan a los accionistas para el control de operaciones y el control absoluto.

B. Capital total invertido. Algunas veces, los consultores pueden necesitar para valorar una compañía el capital total invertido.¹⁷

3.3.2 Definición de beneficios a futuro.

En la teoría de valuación, los beneficios que un dueño recibe son representados por el flujo de efectivo neto recibido desde las operaciones de los negocios a través de los dividendos, percibiendo beneficios más allá de los esperados. De cualquier modo, se asume que el negocio retiene suficiente efectivo para reservar su nivel de operaciones presupuestado. La suma de beneficios que un inversionista recibe dependerá de la compañía, de su tamaño y tipo de interés de los accionistas. Durante la valuación, los consultores estiman la suma de los beneficios acumulando los intereses que han sido valuados.¹⁸

¹⁷ E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson (Op. Cit. P.2-4).

¹⁸ E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson (Op. Cit. P.2-4).

3.4 El problema de la valoración.

Cuando dos o más empresas de propiedad independiente o dependiente se reestructuran será siempre inevitable un problema de valuación. Si la reestructuración se hace mediante la compra de acciones o del activo, es necesario determinar el valor equivalente en dinero. Si la reestructuración se realiza por un intercambio de acciones, entonces es necesario determinar el valor relativo de cada una de las partes componentes a los efectos de encontrar la participación que cada uno de los anteriores grupos independientes o dependientes de accionistas tendrán en la sociedad anónima superviviente. Es evidente que esta valuación tiene que ser un asunto clave en las negociaciones entre las partes que intervienen en la reestructuración. Es apropiado, por lo tanto, que consideremos con algún detalle el problema de la valuación del negocio en marcha. La cuestión del valor que debe atribuirse a un negocio en marcha, como un todo o bien a una parte del mismo (una participación o un bloque de acciones), se presenta también en la determinación del precio de las nuevas emisiones de valores; en la compra - venta, imposición o prenda de valores ya existentes; en la recapitalización, y en la reorganización y liquidación.¹⁹

3.4.1 Enfoques y métodos de valuación.

Las compañías tienen diferentes riesgos y alternativas características. La meta de sus dueños y expectativas varían. Una sola fórmula no puede ser utilizada para determinar el valor de cada compañía en cada situación. Por lo tanto, diferentes enfoques y métodos han evolucionado para estimar beneficios a futuro y el valor de las compañías.

¹⁹ Hunt Williams Donaldson (Op. Cit., p. 572)

La práctica y teoría general de valuación se ha desarrollado históricamente alrededor de tres diferentes enfoques de valuación: el enfoque de ingresos, el enfoque de mercado y el enfoque de costos.

Estas son herramientas que un valuador podrá seleccionar para concluir un valor. Por lo general, al menos uno de estos enfoques es utilizado para valuar las acciones de una compañía; sin embargo, muy raramente se utilizan los tres enfoques para establecer un valor.

3.4.1.1 Enfoque de Ingresos o de las utilidades capitalizadas

El enfoque de las utilidades capitalizadas para la evolución de las acciones comunes descansa en la filosofía de que el valor corriente de la propiedad depende de las utilidades que se le puede hacer producir a través de los años. De aquí, se argumenta, que las acciones que representan la propiedad del activo de una entidad mercantil o industrial son valuados apropiadamente sobre la base de la capacidad del negocio para producir utilidades. Es la capacidad de ingresos futuros lo que se valora y no los bienes físicos por sí mismos. Pocas veces se pone en tela de juicio la validez básica del concepto de que el valor descansa en la capacidad de producir utilidades, o capacidad potencial de producir utilidades.

Este enfoque representa una inversión que es una entidad completa de negocios (o un grupo de entidades); en consecuencia, los ingresos en este caso son el total de utilidades netas futuras del negocio (después de considerar los impuestos).

Dos problemas fundamentales se hallan involucrados en lograr la valuación de las ganancias de un negocio. Uno de éstos es la determinación de las utilidades anuales (o ganancias por acción) que puede esperarse produzca el negocio en el futuro. El problema fundamental es la determinación de la tasa de rendimiento que debe aplicarse a estas ganancias.

Cálculo de las ganancias. Antes de considerar el problema de calcular las utilidades, debemos observar otra diferencia entre nuestro análisis presente y nuestros problemas al calcular los presupuestos de capital.

En ese momento se considera que las oportunidades específicas de inversión tienen una corriente de ingresos de duración limitada. Por otra parte, hay que considerar que una entidad mercantil o industrial, a falta de evidencia en contrario, posee un futuro limitado. De acuerdo con esto, es natural que nosotros pensemos en las cifras de ganancias en términos de ganancias por unidades de tiempo - el importe por años -.

La tarea de llegar a un cálculo razonable de las ganancias futuras no es sencilla. El analizador sabe que las utilidades de una entidad en particular sentirán la influencia de las fluctuaciones de la economía en conjunto, de las condiciones que existen dentro de una industria en particular y de la efectividad de las compañías individualmente consideradas dentro de su industria. El analizador, por lo regular, trabaja a base de las cifras de las ganancias publicadas por la compañía para años recientes, ajustando las cantidades hacia arriba o hacia abajo de acuerdo con su evaluación del efecto total de los

factores que a su juicio afectarán al futuro de la compañía.²⁰

Es la técnica de valuación mediante la cual el valor justo de mercado se determina con base en los flujos netos de efectivo disponibles después de impuestos que un negocio espera generar en el futuro, descontados a una determinada tasa en donde se ponderen niveles de riesgo e incertidumbre de la inversión. Para la determinación de los valores basados en resultados futuros se requerirá contar con cifras y tendencias proyectadas que definan los flujos futuros del negocio.

3.4.1.2 Enfoque de mercado

Es la técnica de valuación por medio de la cual los valores se determinan con base en los valores reales a los que se estén realizando transacciones recientes de empresas similares, o bien con base en los valores de empresas que cotizan en bolsa.

El proceso es esencialmente de comparación y correlación del capital invertido de la compañía sujeta de estudio con el de empresas similares.

Para determinar el grado de comparabilidad de las diferentes empresas que cotizan en bolsa, se consideran diversos factores, como similitud de sus líneas de negocios, estructura de capital, volúmenes de ventas, así como el valor y la tendencia de sus utilidades.

3.4.1.3 Enfoque de costos o del activo en cuanto a la valuación

²⁰ Hunt Williams Donaldson (Op. Cit., p. 573)

Varios métodos de valuación pueden ser denominados *puntos de vista del activo*, ya que ellos centran la atención más sobre el activo a que las acciones tienen derecho que sobre los datos relativos a las ganancias. Entre los más significativos de estos conceptos del valor tenemos el valor según libros, el valor de reproducción y el valor de liquidación.

Como la terminología sugiere, el *valor según libros* deriva de los valores del activo que muestran los propios libros de la compañía (Valor Original - Depreciaciones y Amortizaciones) y que se presentan en su balance general más reciente. El exceso del activo sobre el pasivo representa la contabilización del valor neto o capital del negocio y por ello el valor de la inversión del accionista.

En los casos en que hay en circulación acciones preferentes, debe deducirse, por supuesto, el valor de las mismas para determinar el valor neto aplicable a las acciones comunes. Cuando se utilizan los valores según libros para valorar las acciones de una compañía contra las acciones de otra, el analizador tiene que intentar el trabajo a menudo difícil de reconstruir los datos publicados para llevarlos a una base comparable.²¹

El *valor de reposición*, o costo de reponer el activo de una entidad a los precios corrientes. Una importante objeción se basa en el hecho inevitable de que el negocio típico es mucho más que la suma de su activo físico. Si bien los costos de reemplazar las propiedades físicas pueden ser calculados con alguna exactitud mediante una esmerada aproximación tomando en cuenta los INPC's y la plusvalía de acuerdo a la localización del mismo, aparte de su activo

²¹ Hunt Williams Donaldson (Op. Cit., p. 579)

físico, son más difíciles de determinar los costos de duplicar la organización del negocio, su experiencia, sus conocimientos y su reputación.²²

Por otra parte, los valores de liquidación tienden a poner un piso a las valuaciones obtenidas por otros enfoques, puesto que hay muchas empresas dispuestas a comprar negocios cuando las valuaciones atribuidas a los mismos se hacen tan bajas que crean una oportunidad de obtener utilidades que valgan la pena a través de su liquidación.²³

El procedimiento mencionado es la técnica de valuación que utiliza el concepto de reemplazo como indicador del valor justo de mercado.

Este enfoque es el método de valuación menos apropiado para valuar un negocio, ya que el resultado solamente refleja el nivel de las inversiones realizadas y no considera las perspectivas futuras del mismo, por lo que normalmente se utiliza cuando no se pueden aplicar otros métodos.

3.4.2 Enfoques ante Métodos

Para aplicar los enfoques de valuación los consultores pueden usar uno o más métodos de valuación, dependiendo del flujo de beneficios utilizados para estimar valores.

²² Hunt Williams Donaldson (Op. Cit., p. 579)

²³ Hunt Williams Donaldson (Op. Cit., p. 579)

3.4.3 Tipos de Métodos de valuación

ENFOQUES		METODOS
INGRESOS	■ INTERES DE CAPITALIZACION	<ul style="list-style-type: none"> ■ Capitalización de Ingresos ■ Capitalización de Flujo de Efectivo Neto ■ Capitalización de Flujo de Efectivo Total ■ Flujo de Efectivo Neto Descontado
	■ INTERES FUTURO DESCONTADO	<ul style="list-style-type: none"> ■ Ingresos Futuros Descontados
MERCADO	■ MULTIPLE VALUACION COMPARANDO DATOS O TRANSACCIONES DE COMPAÑIAS	<ul style="list-style-type: none"> ■ Costo / Ingresos ■ Costo / Dividendos ■ Costo / Flujo de Efectivo Total ■ Costo / Valor en Libros ■ Costo / Inversiones ■ Costo / Valor de Activos Netos
	■ ACTIVOS EMPLEADO	<ul style="list-style-type: none"> ■ Valor de Activos Netos ■ Valor de Liquidación
BASADOS EN ACTIVOS	■ OTROS	<ul style="list-style-type: none"> ■ Exceso de Ingresos ■ Reglas de Aprobación ■ Múltiplo de Ingresos Discrecionales ■ Métodos Específicos Según la Compañía

24

²⁴ E. Fishman Jay, P. Pratt Shannon, Clifford Griffith J., Keith Wilson (Op. Cit. P.2-6)

3.4.4 Método de retorno de capitalización, tasa o tipo de capitalización.

La suposición de que las ganancias de un negocio continuarán a un importe constante, simplifica la mecánica de nuestros cálculos del valor de su corriente de ganancias. Comenzando con una cantidad de ganancias determinada después de rebajar los cargos por depreciación que facilitan los recursos para el mantenimiento del fondo original de inversión, todo lo que necesitamos es una sencilla relación de tanto por ciento entre el importe a invertir y las ganancias por año. En general, la selección de una tasa de capitalización se determina por la relativa certeza de que se realicen efectivamente las ganancias calculadas. Cuanto más convencido esté el comprador en perspectiva de que las ganancias serán una realidad, mayor será el importe que él pague por su derecho a recibir esas utilidades. Por otra parte, cuando la incertidumbre es mayor o en otras palabras, en los casos en que el riesgo es grande el comprador insistirá en un tipo más alto de rendimiento. ²⁵

IV. CASO DE ESTUDIO

4.1 Historia de la Organización

Ramsan se constituyó en 1980, ubicándose aproximadamente a treinta y cinco kilómetros de la ciudad de Querétaro, Qro; como una compañía subsidiaria de La Mexicana, su giro es la fabricación de empaques flexibles y plegadizos para abastecer a la industria de bienes de consumo.

Los productos flexibles se refieren, entre otros, a

²⁵ Hunt Williams Donaldson (Op. Cit., p. 575)

3.4.4 Método de retorno de capitalización, tasa o tipo de capitalización.

La suposición de que las ganancias de un negocio continuarán a un importe constante, simplifica la mecánica de nuestros cálculos del valor de su corriente de ganancias. Comenzando con una cantidad de ganancias determinada después de rebajar los cargos por depreciación que facilitan los recursos para el mantenimiento del fondo original de inversión, todo lo que necesitamos es una sencilla relación de tanto por ciento entre el importe a invertir y las ganancias por año. En general, la selección de una tasa de capitalización se determina por la relativa certeza de que se realicen efectivamente las ganancias calculadas. Cuanto más convencido esté el comprador en perspectiva de que las ganancias serán una realidad, mayor será el importe que él pague por su derecho a recibir esas utilidades. Por otra parte, cuando la incertidumbre es mayor o en otras palabras, en los casos en que el riesgo es grande el comprador insistirá en un tipo más alto de rendimiento. ²⁵

IV. CASO DE ESTUDIO

4.1 Historia de la Organización

Ramsan se constituyó en 1980, ubicándose aproximadamente a treinta y cinco kilómetros de la ciudad de Querétaro, Qro; como una compañía subsidiaria de La Mexicana, su giro es la fabricación de empaques flexibles y plegadizos para abastecer a la industria de bienes de consumo.

Los productos flexibles se refieren, entre otros, a

²⁵ Hunt Williams Donaldson (Op. Cit., p. 575)

empaques para botanas, cigarros, jabones, golosinas y etiquetas para refrescos. Los empaques plegadizos se utilizan, entre otras cosas, para cajas de cereales, pastas dentales, cigarrillos y productos alimenticios en general.

Asimismo la empresa manufactura e imprime papel aluminio metalizado (Metalu). El Metalu es una opción para sustituir las laminaciones tradicionales de aluminio.

Ramsan tiene la patente para México y Centroamérica del Metalu, lo cual implica el uso de la tecnología mas no la posible comercialización de dicha patente.

Originalmente la empresa se creó para abastecer las necesidades de empaque de cigarrillos de La Mexicana. A partir de 1987 la compañía replanteó la orientación del negocio debido a las oportunidades que presentaba el mercado de empaques a terceros. A septiembre de 1996 la composición de ventas a La Mexicana y clientes terceros fue 49.9% y 50.1%, respectivamente (ver cuadro 1.2.1).

Las ventas de la empresa han crecido en forma sostenida en los últimos nueve años; en el año 1987 las ventas totales ascendieron a 13.2 millones de dólares, en 1996 se espera terminar con unas ventas de 50.8 millones de dólares.

Respecto a la historia reciente de Ramsan, las ventas de 1992 a 1996 estimadas, crecen a una tasa promedio anual real de 12.9%, de las cuales las ventas a La Mexicana (compañía del grupo) crecen 4.1% y a clientes terceros 26.1% (ver cuadro 3.9).

Por su parte el crecimiento medio de la economía por la tasa de crecimiento del Producto interno Bruto (PIB) creció durante este periodo a una tasa promedio de 1.2% anual en

términos reales (ver cuadro 1.1). Estos crecimientos reflejan a su vez la tendencia histórica de crecimiento de un mercado maduro, como es el de los cigarrillos y por otro lado la penetración que ha tenido la empresa con sus clientes terceros.

Los clientes principales de Ramsan, son algunas de las compañías más representativas de la industria de bienes de consumo, destacando Procter and Gamble, Colgate Palmolive, Kelloggs, Nabisco, Domecq, Purina, Warner Lambert, Mc Donald's, Pepsico, Jugos del Valle, Nestlé, etcétera.

Las características antes mencionadas han permitido a la empresa ofrecer al mismo cliente toda la variedad de empaques y asegurar, en el caso de empaques plegadizos, el abasto expedito y oportuno.

La empresa ha cimentado su estrategia de crecimiento en la inversión continua en tecnología. Durante los años 1993 y 1994 se invirtieron en promedio 7 millones de dólares por año y en los años 1995-1996 la inversión ascendió a aproximadamente 4.6 millones de dólares anuales (ver cuadro 1.2.1).

La inversión en los últimos cuatro años se ha dirigido a apoyar las diferentes etapas del proceso de conversión, desde la fase de arte, impresión y laminación, hasta la etapa final de presentación del empaque. En particular en los últimos años se ha adquirido tecnología en equipo offset para poder lograr una mayor penetración en el mercado de plegadizos.

Respecto a la capacidad actual de producción, de acuerdo con información proporcionada por directivos de la empresa, en el año de 1996 la capacidad total estimada es de 257.5 millones de metros lineales.

En los últimos años la empresa ha financiado sus inversiones importantes en activo fijo con préstamos a largo plazo en dólares, ya sea a través de bancos o directamente de sus proveedores. A septiembre de 1996 el saldo de pasivos financieros es de \$43,324 miles de pesos equivalentes a 5.7 millones de dólares, lo que representa el 9.7% de los activos fijos netos y el 7.3% del capital contable.²⁶

Las inversiones en activos fijos menores y en capital de trabajo, se financiaron históricamente a través de una cuenta corriente que se tenía con La Mexicana. A partir de abril de 1995 el crecimiento elevado en ventas y el nivel que éstas han alcanzado, permitieron financiar la operación con recursos propios.

Respecto al pago de Impuesto sobre la Renta (ISR), la empresa ha optado por llevar a cabo deducciones inmediatas de las inversiones en activo fijo, de acuerdo con el artículo 51 de la Ley del Impuesto sobre la Renta vigente para 1996, lo que ha originado que en los últimos años no haya existido base gravable y por ende no se haya pagado ISR. Referente al impuesto al activo (IA), el artículo 23 del Reglamento de la Ley del Impuesto al Activo también permite deducir un porcentaje del importe de la deducción inmediata de las inversiones, por lo cual tampoco se ha presentado base gravable para el pago de IA.

Por otro lado, la empresa ha generado pérdidas fiscales por amortizar. El saldo de las mismas a diciembre de 1995 es de \$46,255.

En resumen, la empresa ha tenido un crecimiento importante en los últimos años respaldado por sus inversiones continuas en tecnología y en capital de trabajo.

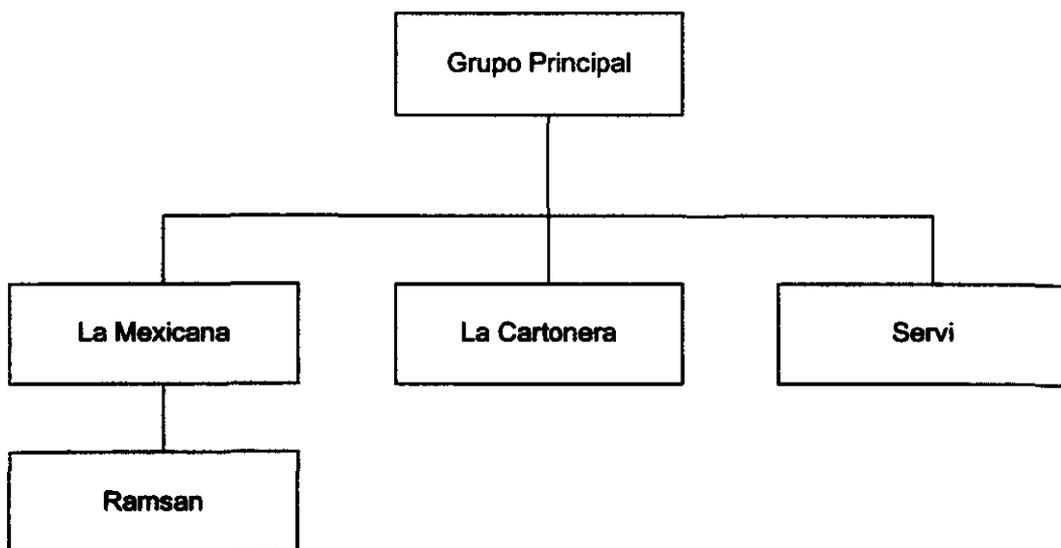
²⁶ ANEXOS Escenario conservador, Punto 4.3. Balance General pesos corrientes, porción circulante de Créditos a L.P.

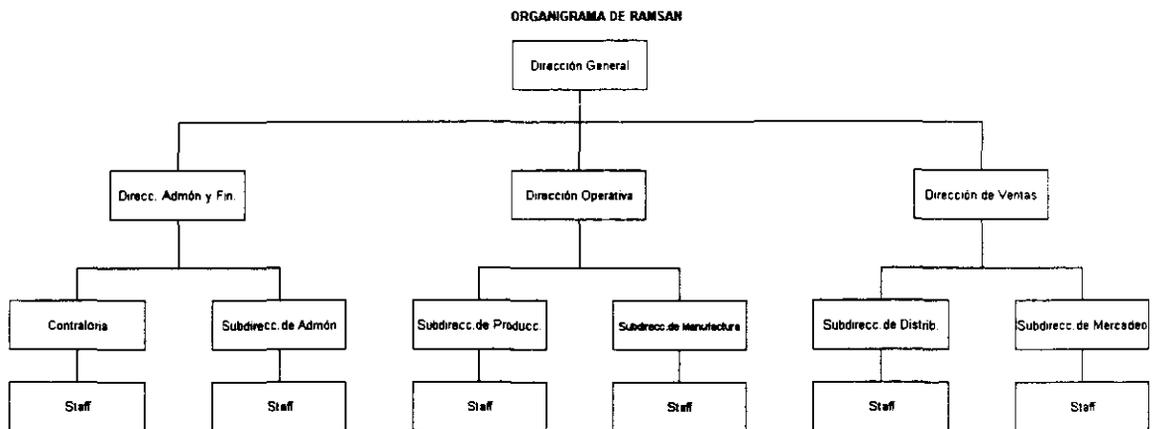
Esto ha limitado la generación de flujo de efectivo operativo neto en años recientes, y es a partir del año de 1995 cuando las ventas alcanzan una escala adecuada al nivel de inversiones y la compañía empieza a generar flujos operativos.

El posicionamiento logrado en el mercado, las sinergías que representan la integración con su principal cliente y proveedor, así como las inversiones realizadas en el pasado reciente ponen a la empresa con la infraestructura adecuada para aprovechar y capitalizar las oportunidades de crecimiento futuro que se le presentan.

Tomando en cuenta lo mencionado anteriormente, una de las oportunidades podría ser que los accionistas de La Mexicana tomaran la decisión de adquirir las acciones de Ramsan derivándose con esto la reestructuración corporativa del Grupo Principal.

ESTRUCTURA DEL GRUPO PRINCIPAL





4.2 Problema

Ante la posibilidad de que los accionistas de La Principal tomaran la decisión de que La Cartonera adquiriera a Ramsan, ya que la primera se dedica a la producción de cartón y la segunda a manufacturar empaques e imprimirlos, los accionistas se ven en la necesidad de conocer cual será el valor justo de mercado de Ramsan.

Lo que se esperaba principalmente con esta reestructura de adquisición en el grupo Principal, es que las compañías La Cartonera y Ramsan que eran parte de su grupo, tenían sinergias muy importantes como el que se podría llevar a cabo un proceso de producción completo desde el convertir la materia prima hasta la venta del consumidor de los empaques, siendo también entre si el principal proveedor y cliente respectivamente, además que al pensar en que La Cartonera adquiriera a Ramsan; Ya que la primera es una empresa que cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y como tal cuando sucede este tipo de adquisiciones se debe valorar a las compañías que serán adquiridas al Valor Justo de Mercado ya que este no afectara positiva o negativamente la situación actual de la compradora; y que además al darse

a conocer las cifras justas el público inversionista se vería atraído por las acciones de esta, teniendo como consecuencia una mayor demanda para el año de 1997.

Los resultados en la BMV al tercer trimestre de 1996 de La Cartonera eran:

Fecha:	23- Octubre -1996
Precio:	P\$4.00
Máximo:	P\$4.27
Mínimo:	P\$2.10
Acciones en Circulación (000):	352,649
V. Mercado (000):	P\$772,710
Precio/Valor en Libros:	1.9x

La interrogante que surge ante esta reestructuración es el establecer los procedimientos que se necesitan para determinar el valor justo de mercado de Ramsan, para que de esta manera no se revalúe ni subvalúe a la compañía debido a que es parte del mismo grupo, es empresa pública y se debe obtener el valor más objetivo posible.

4.3 Preguntas del Caso.

1. ¿De que manera se puede obtener la información financiera para realizar un caso de valor justo de mercado?
2. ¿Cómo puede un consultor evaluar de manera objetiva una compañía?

²⁷ Comentarios de los resultados al tercer trimestre de 1996, ABACO GRUPO FINANCIERO. Análisis fundamental trimestral.

3. ¿Que factores externos e internos se deben tomar al valorar una empresa?
4. ¿Cómo determinamos una tasa de costo de capital en los flujos de efectivo netos de una empresa?
5. ¿Que estados financieros debemos analizar para la valuación de una compañía?
6. ¿Cuál será el valor justo de mercado de Ramsan al 30 de Septiembre de 1996?
7. ¿Cuál es el procedimiento que se deberá sugerir?

V. SOLUCIÓN DEL CASO

5.1 Alcance y Plan de Trabajo

Para la aplicación del enfoque de ingresos fue necesario contar con una herramienta de planeación de operaciones y de resultados financieros de la empresa sujeta a valuación y que basados en una serie de supuestos definidos por la dirección de la empresa, permitieron determinar los resultados futuros y específicamente los flujos operativos netos de efectivo después de impuestos de la empresa, considerando:

- Tamaño y participación del mercado en que opera la empresa.
- Comportamientos esperados para los rubros más importantes de resultados y posición financiera (ventas, costos, gastos fijos y variables, etc.)
- Niveles de capital de trabajo

3. ¿Que factores externos e internos se deben tomar al valorar una empresa?
4. ¿Cómo determinamos una tasa de costo de capital en los flujos de efectivo netos de una empresa?
5. ¿Que estados financieros debemos analizar para la valuación de una compañía?
6. ¿Cuál será el valor justo de mercado de Ramsan al 30 de Septiembre de 1996?
7. ¿Cuál es el procedimiento que se deberá sugerir?

V. SOLUCIÓN DEL CASO

5.1 Alcance y Plan de Trabajo

Para la aplicación del enfoque de ingresos fue necesario contar con una herramienta de planeación de operaciones y de resultados financieros de la empresa sujeta a valuación y que basados en una serie de supuestos definidos por la dirección de la empresa, permitieron determinar los resultados futuros y específicamente los flujos operativos netos de efectivo después de impuestos de la empresa, considerando:

- Tamaño y participación del mercado en que opera la empresa.
- Comportamientos esperados para los rubros más importantes de resultados y posición financiera (ventas, costos, gastos fijos y variables, etc.)
- Niveles de capital de trabajo

- Inversiones de capital requeridas de cada una de las empresas.
- Estructura financiera (capital propio y capital de deuda)
- Entorno Macroeconomico.

Para el desarrollo del trabajo se llevaron a cabo las siguientes actividades:

- ◊ Realizar entrevistas con funcionarios clave de la compañía para identificar factores y variables críticas de valuación, los posibles escenarios de operación y para definir en detalle los requerimientos de información para realizar el estudio.
- ◊ Efectuar visitas físicas a las distintas instalaciones para entender la naturaleza de operación de los negocios.
- ◊ Obtener y analizar información histórica y proyectada representativa de la empresa, industria, mercado y de la economía en general, así como de las inversiones en proceso y futuras a ser consideradas dentro del estudio.
- ◊ Al aplicar el enfoque de ingresos desarrollamos una herramienta de planeación y proyección de resultados y posición financiera con la cual se soportaron los posibles escenarios de proyección definidos y las conclusiones de valor resultantes. Paralelamente se desarrollaron los análisis y los cálculos para determinar la tasa de costo de capital adecuada a las condiciones actuales, considerando tasas libres de riesgo, premios por riesgo y consideraciones sobre el riesgo comparativo de invertir en México.

- ◊ Para aplicar el enfoque de costos dependí principalmente de las cifras financieras reflejadas en los estados financieros de cada una de las empresas y en los resultados de los avalúos físicos de los bienes muebles e inmuebles preparados por valuadores independientes.

- ◊ Para el enfoque de mercado, recopile y analicé información financiera y operativa de empresas similares que cotizan públicamente. Este es un enfoque difícil de aplicar dentro de ejercicios de valuación realizados en México, principalmente por la limitada información pública disponible y escaso número de empresas cotizadas en bolsa, lo cual hace difícil encontrar empresas realmente equivalentes. En los casos en que no conté con información de empresas públicas o transacciones recientes equivalentes, utilizamos múltiplos generales y/o a nivel industria para poder parametrizar los resultados obtenidos por medio de otros enfoques.

Determinación del Valor Justo de Mercado al 30 de septiembre de 1996, de las acciones de RAMSAN, S.A. de C.V. (la empresa o Ramsan).

La valuación se desarrolló asumiendo que el comprador de las acciones pudiera ser un inversionista nacional o extranjero, el cual demandaría un retorno sobre la inversión equivalente al nivel de riesgo que el giro específico representa.

Asimismo, se consideró y visualizó a la empresa como un negocio independiente, por lo que se eliminaron de las cifras y tendencias históricas las transacciones no relacionadas directamente con la operación de Ramsan, tales como pago de regalías y honorarios diversos. Sin embargo, los gastos como honorarios en sistemas se mantuvieron,

considerando que éstos se deberán seguir erogando como empresa independiente.

Respecto a los pagos que Ramsan realiza a Servi, S.A. de C.V. (empresa del grupo), por concepto de la renta del terreno y de algunos parte de los edificios que actualmente ocupa la empresa, se consideró que Ramsan adquirirá los inmuebles en enero de 1997, por lo que éstos pasarán a formar parte del activo de la empresa a partir de esa fecha y por consiguiente dejarán de erogar las rentas respectivas.

5.2 Actividades Realizadas

En términos generales las actividades realizadas fueron las siguientes:

- Participar y conducir sesiones de trabajo con los principales funcionarios de Ramsan con el propósito de entender y analizar la historia y naturaleza del negocio, los mercados y el medio ambiente en el que operan.
- Recopilar y analizar información financiera y operativa histórica proporcionada por la empresa.
- Identificar en forma conjunta las operaciones intercompañías en particular con Empresas La Mexicana, S.A. de C.V. (La Mexicana).
- Confirmar los factores relevantes y variables críticas a considerar en la valuación.
- Definir junto con la dirección de la empresa los supuestos y variables específicas de proyección. En

conjunto se analizaron y validaron a la luz de los resultados históricos y de las expectativas de los funcionarios involucrados.

- Trabajar en forma conjunta en revisar y validar la proyección de resultados, posición financiera y flujos operativos futuros; elaborada por funcionarios de la propia empresa bajo diferentes escenarios, supuestos y variables de proyección.
- Efectuar reuniones de análisis y discusión con los funcionarios de Ramsan, con el fin de revisar y validar los resultados de las proyecciones.
- Determinar la tasa de costo de capital a ser aplicada en los flujos de efectivo futuros de Ramsan.
- Obtener información de mercado de empresas similares con el fin de contar con un parámetro de referencia respecto al valor obtenido bajo el enfoque de ingresos.
- Analizar los resultados obtenidos dentro del ejercicio de valuación y concluir sobre los valores justos de mercado de Ramsan.
- Elaborar y discutir el informe del análisis de valuación.

Para la realización del presente estudio utilizamos información operativa, financiera interna y auditada de años anteriores.

Asimismo, nuestros procedimientos no incluyeron investigación sobre títulos de propiedad o de posibles gravámenes sobre las propiedades de los activos, ni inspeccionamos físicamente las propiedades anteriormente

mencionadas.

Anexo al presente documento, acompañamos los cuadros que soportan las cifras referidas a lo largo del informe. El índice general del documento anexo es el siguiente:

1. Resumen

1.1 Supuestos macroeconómicos

1.2 Variables operativas

1.3 Análisis de valuación

1.4 Resumen de valuación

2. Estados financieros históricos reales y ajustados.

3. Proyecciones escenario base.

4. Proyecciones escenario conservador.

5. Análisis de la tasa de crecimiento a perpetuidad.

5.3 Enfoques y Metodologías de Valuación

La práctica y teoría general de valuación se ha desarrollado históricamente alrededor de tres diferentes enfoques de valuación, el enfoque de ingresos, el enfoque de mercado y el enfoque de costos. Estas son herramientas que un valuador podrá seleccionar para concluir un valor; por lo general, al menos uno de estos enfoques es utilizado para valorar las acciones de una empresa.

El enfoque de ingresos es la técnica de valuación, mediante la cual el valor justo de mercado se determina con base en los flujos netos de efectivo después de impuestos que un negocio espera generar en el futuro y que estarían disponibles para los accionistas, descontados a una determinada tasa en donde se ponderen niveles de riesgo e incertidumbre de la inversión. Para la determinación de

los valores basados en resultados futuros se requiere contar con cifras y tendencias proyectadas que definan los flujos futuros del negocio.

En el enfoque de mercado los valores se determinan con base en los precios reales a lo que se estén realizando transacciones recientes de empresas similares, o bien con base en los valores de empresas que cotizan en bolsa.

El proceso es esencialmente de comparación y correlación del capital invertido de la compañía sujeta de estudio con el de empresas similares.

En el enfoque de costos se utiliza el concepto de reemplazo como indicador del valor justo de mercado. Este enfoque es el método de valuación menos apropiado para valuar un negocio, ya que el resultado solamente refleja el nivel de las inversiones realizadas y no considera las perspectivas futuras del mismo, por lo que normalmente se utiliza cuando no se pueden aplicar otros métodos.

5.3.1 Enfoque de ingresos

El presente ejercicio de valuación fue desarrollado principalmente alrededor de este enfoque de valuación. El valor justo de mercado de un negocio bajo el enfoque de ingresos se determina en función de la capacidad de generación de beneficios futuros.

El procedimiento utilizado bajo esta metodología fue el siguiente:

Como primera etapa se efectuaron ajustes a los estados financieros históricos del año 1995 y de enero a septiembre de 1996, con el fin de eliminar las operaciones

intercompañías asumiendo que Ramsan operara en forma independiente. Con base en los resultados y flujos ajustados y en las premisas definidas por los funcionarios de las empresas, se nos proporcionaron las proyecciones de resultados, posición financiera y flujos de efectivo para el periodo octubre - diciembre 1996 y del año 1997 al 2001.

El segundo paso fue el de calcular el valor presente de los flujos operativos futuros y del valor residual utilizando una tasa de descuento que involucre riesgo y costo de oportunidad del dinero en el tiempo.

Finalmente, el valor justo de mercado se obtuvo sumando o restando al valor presente de los flujos operativos y del valor residual, los activos no operativos y pasivos financieros que se tuvieran al 30 de septiembre de 1996 (Fecha a la que se realizó la valuación).

A continuación se describen los principales ajustes intercompañías y los supuestos operativos de proyección.

5.3.1.1 Proyección de resultados futuros

A Ajustes intercompañías

Para este análisis se utilizaron los estados financieros internos de la empresa del período 1995 y enero - diciembre 1996 (ver cuadro 2.1, 2.2 y 2.3).

Se eliminaron de las cifras históricas los gastos que Ramsan no incurriría de ser éste un negocio independiente. Como se mencionó anteriormente, tales gastos se refieren a pago de regalías al Grupo Publicidad (1% sobre ventas) y pagos por honorarios diversos a distintas empresas del grupo.

El monto de los gastos eliminados asciende a \$6,371 miles de pesos en 1995 y a \$3,974 miles de pesos en el período enero - septiembre de 1996 (ver cuadro 2.4).

Asimismo, se hicieron las eliminaciones respectivas a dichos gastos tanto en PTU como en las cuentas de balance (cuadro 2.4) obteniendo los estados financieros ajustados que sirvieron de base para el ejercicio de proyección (cuadros 2.5, 2.6 y 2.7).

Adicional a los gastos intercompañías antes mencionados, Ramsan realiza pagos por concepto de rentas a Servi, S.A. de C.V. empresa propietaria del terreno y de la mayor parte de las instalaciones utilizadas por Ramsan; y pagos por asesoría en sistemas. Se consideró que los gastos por rentas se seguirán erogando durante el año de 1996, y a partir de enero de 1997 éstos se eliminarán al adquirir Ramsan dichos inmuebles. Respecto a los gastos en sistemas, éstos se seguirán efectuando aunque la empresa funcionara como entidad independiente.

Con base en los estados financieros históricos ajustados, la administración de la empresa definió las premisas operativas a ser consideradas en las proyecciones desarrolladas para este ejercicio.

Los supuestos se exponen a continuación:

B Supuestos de proyección

Como parte del ejercicio interno de presupuestación, la administración elaboró proyecciones mensuales para el período octubre - diciembre de 1996 y para el año 1997, y por otro lado, proyecciones a nivel anual para los años 1998 al 2001.

1. Estado de resultados

a. Ventas.

La empresa elaboró proyecciones detalladas de ventas a nivel línea de producto y cliente por lo que resta del año 1996 y para el año 1997.

Respecto a las ventas a La Mexicana, la compañía cigarrera proporcionó a Ramsan sus estimaciones de ventas a corto plazo (1996-1997) por cada una de sus líneas de producto. Con base en esto Ramsan estimó los volúmenes necesarios de empaque, envoltura, metalu, timbres, etcétera y cuantifico el precio respectivo.

De las ventas a terceros, la Dirección de Comercial proporcionó el presupuesto detallado de ventas por zona y cliente, con base en la cartera de clientes actuales y clientes nuevos respecto de los cuales ya se tienen prácticamente confirmados los pedidos.

Para el año 1997 se estimaron incrementos en precios para los productos plegadizos de un 10% en enero y de un 10% en julio y para los productos flexibles de un 8% en marzo y de un 7% en octubre.

Referente a las proyecciones de largo plazo (1998 - 2001), los supuestos de crecimiento son los siguientes:

La Mexicana: La Mexicana proporcionó sus proyecciones de volúmenes de ventas por producto nacional y exportación, las cuales se consideraron para la proyección de ventas de Ramsan. Con base en esto las tasas a las que crecerán las ventas en términos reales serían las siguientes:

Tasa de crecimiento de ventas La Mexicana (%)	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>
Ventas nacionales	2.1	2.0	2.0	2.0
Ventas exportación	6.2	5.8	5.5	5.0

Las ventas de exportación para La Mexicana son productos que posteriormente son exportados por ellos mismos.

Para este período de proyección (1998-2001), se asumió que los precios crecerían al mismo ritmo que la inflación. Considerando que los márgenes de contribución para los productos plegadizos y flexibles son diferentes, se determinaron las ventas específicas por línea con base en las composiciones que para cada una de éstas se estimó para el año de 1997.

Terceros: Respecto a las ventas a terceros, que de enero a septiembre de 1996 representaron el 50.1% de las ventas totales de la empresa, la administración de la empresa asumió que el crecimiento a partir del año de 1998 sería exclusivamente derivado de los dos proyectos de inversión que se van a realizar, los cuales se describen a continuación:

Proyecto de microcorrugado: Ramsan ha identificado que un mercado con alto potencial de expansión es el de microcorrugado.

Dicho mercado está dirigido principalmente a satisfacer las necesidades de empaque de la industria de los enseres y alimentos. Este mercado resulta de la combinación de los procesos de impresión y corrugado, permitiendo a Ramsan ofrecer una nueva alternativa de empaque como complemento a sus actuales líneas de producto.

La inversión en maquinaria, equipo e instalaciones para el proceso de offset asciende aproximadamente a \$3,375 miles de dólares y para el proceso de microcorrugado y cortado a \$1,567.5 miles de dólares, lo que representa un total de inversión en el proyecto de microcorrugado de aproximadamente \$4,942.5 miles de dólares que serían desembolsados durante el año 1997.

Se estima que la facturación máxima que puede generar este proyecto es de \$7,600 miles de dólares anuales.

Para efectos de la proyección se asumieron dos escenarios para alcanzar el nivel de facturación estimado:

	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>
(US\$000)				
Escenario base:				
Curva de llenado	45%	80%	100%	100%
Facturación anual adicional	\$3,420	\$6,080	\$7,600	\$7,600
Escenario conservador:				
Curva de llenado	30%	50%	85%	100%
Facturación anual adicional	\$2,280	\$3,800	\$6,460	\$7,600

La experiencia de Ramsan en proyectos anteriores de expansión es que la curva de llenado total se alcanza en un período de dos a tres años, por lo que para efectos del ejercicio de valuación se consideró al escenario Base como el escenario con mayor probabilidad de ocurrencia.

Proyecto flexible impresora de 10 colores: De acuerdo con la visión que tiene la administración de Ramsan, el mercado de flexibles está demandando el empleo de películas más

delgadas que favorezcan rendimiento y costo, así como la presentación del producto a través de diseños gráficos más atractivos con mayor número de colores. Asimismo la competencia ha iniciado inversiones en equipos con tecnología de punta de más colores.

La inversión de maquinaria y equipo e instalaciones que se prevé para este proyecto asciende a \$6,000 miles de dólares, que serían desembolsados durante el año de 1997.

Se estima que la producción máxima que se puede alcanzar con la nueva maquinaria de este proyecto es de 1,800 toneladas anuales, lo que a un precio de \$6.12 dólares por tonelada daría una facturación máxima anual de \$11,016 miles de dólares. Al igual que en el proyecto de microcorrugado, en este proyecto se asumieron dos escenarios para alcanzar el nivel de facturación estimado:

	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>
(US\$000)				
Escenario base:				
Curva de llenado	45%	80%	100%	100%
Facturación anual adicional	\$4,957	\$8,813	\$11,016	\$11,016
Escenario conservador:				
Curva de llenado	30%	50%	85%	100%
Facturación anual adicional	\$3,305	\$5,508	\$9,364	\$11,016

Con base en los parámetros de proyección de ventas descritos, la composición de ventas respecto al total pasa del 48.4% para La Mexicana y del 51.6% para terceros en el año 1996, al 37.9 y 62.1% en el año 2001, respectivamente, (ver cuadro 1.2.1).

Como resultado de los supuestos anteriormente planteados, las ventas totales crecerán en términos reales durante el período 1996 - 2001 a una tasa ponderada de 8.9% anual,

mientras que el crecimiento promedio histórico del período 1992 a 1996 fue del 12.9% anual (ver cuadro 3.9). El crecimiento ponderado del 8.9% anual para el período de proyección, proviene de tasas de crecimiento elevadas en los años en que se introduce la nueva maquinaria (13.8% anual en los años 1997 y 1998 del escenario base) y tasas de crecimiento menores al final del período (6% y 1.2% en los años 2000 y 2001 del escenario base) (ver cuadro 3.10).

b. Contribución marginal

Una vez proyectadas las ventas por línea de producto y por cliente se determinó el costo de la materia prima y mano de obra con base en el porcentaje de contribución marginal que la empresa definió tomando como referencia los márgenes estimados para el año 1997.

La contribución marginal por producto para el año de 1997 es de 43.3% para plegadizos y del 45.4% para flexibles. Se asumió que las contribuciones calculadas para el año 1997, se mantendrían para todo el período de proyección. Considerando que los márgenes tanto de flexibles como de plegadizos para productos de La Mexicana son superiores que los productos para terceros y que las ventas a terceros van a ser proporcionalmente mayores en el año 2001, y a su vez éstas contribuyen con un menor margen, los márgenes de contribución durante el período de proyección van a disminuir del 44.6% estimado para 1996, a 43.4% en el año 2001 (ver cuadro 1.2.1).

c. Gastos de operación

- Sueldos y costos asociados (previsión social, seguro social, etcétera). Los sueldos y costos asociados totales (producción, ventas y administración), son

algunos de los gastos más importantes en la empresa, representan en el año de 1996 el 9.9% de las ventas y el 36.3% del total de gastos de operación.

Se asumió que los sueldos y costos asociados crecerán conforme a la inflación y de acuerdo con las contrataciones que se lleven a cabo para la realización de los nuevos proyectos. A este respecto, al 30 de septiembre de 1996 la plantilla de Ramsan ascendía a 710 personas en el área de producción (sindicalizados y empleados), 29 en el área administrativa y 18 en el área de ventas; a raíz de los nuevos proyectos la plantilla de personal en el año 2001 se estima será de 850 personas en producción, 32 en administración y 25 en ventas (ver cuadro 3.12).

- Gastos de mantenimiento. Para estos gastos se definió una parte fija y una variable. De los gastos fijos el 70% están relacionados con refacciones importadas, por lo que se proyectaron conforme al deslizamiento del peso en relación con el dólar a septiembre de 1996, más la inflación de Estados Unidos. El 30% de los gastos fijos de mantenimiento que se erogan en pesos, crecerán con base en la inflación proyectada para México. Se definió una parte variable de gastos de mantenimiento del 2.5% sobre el valor de los activos fijos nuevos.
- Seguros. Se estableció una parte variable del 0.18% del valor de los activos fijos nuevos. De los gastos fijos al igual que en los gastos de mantenimiento, se consideró una parte en pesos y otra en dólares las cuales crecerán en relación con la inflación en México y con la inflación en Estados Unidos más el desliz del tipo de cambio, respectivamente.

- Servicios (luz fletes, etcétera): Se separaron en fijos y variables, los fijos crecen respecto a la inflación y los variables en relación con las ventas.
- Rentas. Se eliminaron los gastos por rentas a partir de 1997, al asumir que Ramsan adquirirá el terreno y edificio propiedad de Servi que actualmente ocupan.
- Gastos de venta (gastos de viaje, desarrollo de proyectos, fletes, etcétera). Se asumió que son variables y crecen en función de las ventas.
- Gastos de administración (papelería, honorarios, servicios varios, etcétera). Se asumió que son fijos y crecen en forma proporcional a la inflación.
- Depreciaciones. El cálculo de la depreciación se realizó con base en los activos fijos totales, para lo cual la empresa estimó que los activos fijos actuales tienen una vida útil promedio de 16 años (tasa de depreciación de 6.25%) y para los activos fijos nuevos se definió una vida útil de 20 años (tasa de depreciación de 5%).

d. Costo integral de financiamiento

Gastos financieros. La empresa llevó a cabo una proyección detallada de los gastos financieros con base en los créditos que actualmente se tienen y en los créditos que se solicitaran para los equipos nuevos.

Productos financieros. Los ingresos financieros se calcularon considerando los saldos promedio de inversiones temporales por la tasa de interés respectiva de 1996.

Pérdidas cambiarias. Las pérdidas se derivan de los

pasivos en dólares contratados y por contratar, y del consecuente desliz del peso respecto al dólar a lo largo del período de proyección.

e. Impuestos

Para efectos de calcular las bases gravables del Impuesto sobre la Renta (ISR), Participación de los Trabajadores en las Utilidades (PTU) e Impuesto al Activo (IA), se desarrolló un módulo de cálculos y de conciliación contable-fiscal que considera, además de los resultados de la proyección, las pérdidas fiscales por amortizar de ejercicios anteriores y el supuesto de continuar con la política que ha establecido la empresa a la fecha de optar por la deducción inmediata de los activos fijos nuevos, lo cual no incluye la adquisición del terreno y edificios (ver cuadro 3.15).

El resultado del cálculo fiscal es, en el escenario base, que la empresa de pagar tasas promedio de ISR más PTU sobre la utilidad contable antes de impuesto de entre 9% y 10% en los años 1995, 1996 y 1997, termine pagando tasas promedio de 43% en el año 2001 (ver cuadro 1.2.1). Este importante aumento del pago de impuestos se deriva de que la empresa a partir del año 1998 no tendría inversiones elevadas por deducir en proporción a las inversiones de años anteriores.

2. Balance general

a. Capital de trabajo

Para la proyección de las variables del activo y pasivo circulante, la empresa definió los parámetros de rotación de acuerdo a las políticas de la empresa. (Ver cuadro 1.2.1):

Rotación	Días respecto a:	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>
Caja operativa	Ventas	.5	.5	.5	.5	.5
Inventario materia prima	Costo materia prima	45.	40.	35.	30.	28.
Inventario producto terminado	Costo materia prima	.5	.5	.5	.5	.5
Clientes	Ventas	43.	43.	43.	43.	43.
Proveedores	Costo materia prima	40.	37.	37.	37.	37.

b. Inversiones

Adicional a las inversiones a realizar respecto a los nuevos proyectos mencionados en la sección de ventas, la empresa estima invertir un millón de dólares anuales en mantenimiento o reposición de equipos (ver cuadro 3.14).

c. Pasivos financieros

Al 30 de septiembre la empresa tiene un saldo de préstamos en dólares de \$5.7 millones de dólares. Estos préstamos se tienen contratados con proveedores y con una institución financiera, a plazos entre 2 y 6 años y a una tasa promedio de 8.5% anual.

En el año 1997 se solicitarán créditos adicionales por un monto de \$7.8 millones de dólares, a un período de cuatro años y a una tasa promedio de 8.5% anual. Estos créditos son para solventar parte de la compra de equipos, ya que una proporción de los equipos será adquirida con recursos propios provenientes de los excedentes de efectivo.

3. Flujo de efectivo

Para efectos de la valuación se obtuvo el flujo operativo después de impuestos, el cual considera los siguientes conceptos (ver cuadro 3.4 escenario base):

Utilidad de operación

+ Depreciaciones
- Impuestos operativos (flujo)
+/- Inversiones en capital de trabajo
+/- Inversiones en activo fijo
+/- Otros ingresos
= Flujo operativo

Los impuestos operativos (flujos) se calculan de dividir el total de ISR y PTU entre utilidad antes de impuestos y de aplicar la tasa resultante a la utilidad operativa.

5.3.1.2 Determinación de la tasa de descuento

La tasa de descuento de Ramsan fue determinada utilizando cifras y parámetros del mercado de capitales de los Estados Unidos porque es esencial obtener información de un mercado de capitales amplio y extenso.

La tasa de descuento (tasa de costo de capital) ha sido calculada con base en el modelo de tasa ponderada de costo de capital (WACC = Weigthed Average Cost of Capital). Este modelo estima la tasa de retorno del capital y deuda empleados en la empresa.

La fórmula de cálculo de WACC es la siguiente:

$$WACC = K_d (d / (d + e)) + k_e (e / (d + e))$$

Donde:

K_d = Costo de deuda después de impuesto
 K_e = Costo de capital
 d = % deuda largo plazo
 e = % capital

A. Costo de Capital (K_e)

Para obtener la tasa deseada de rendimiento del capital invertido usamos el modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM = Capital Asset Pricing Model). Este modelo calcula la tasa requerida de retorno sobre capital propio como una función de la tasa de retorno de una inversión libre de riesgo, adicionada por un premio por riesgo por encima de un retorno libre de riesgo, multiplicada por la beta de la inversión. Beta representa la relación entre los movimientos de precios de una inversión individual y los precios de una cartera diversificada. El modelo se expresa como sigue:

$$K_e = (RRUS/RRM)R_f + B ((RRUS/RRM) (R_m - R_f)) + (RRUS/RRM) R_{sm}$$

Donde:

R_f = Tasa de retorno libre de riesgo
 R_m = Tasa de retorno de un portafolio diversificado
 B = Beta o riesgo sistemático
 R_{sm} = Tasa de retorno de empresas pequeñas
 $RRUS$ = Rating de riesgo Estados Unidos
 RRM = Rating de riesgo México

Como se puede apreciar en la fórmula anterior, a las tasas de capital obtenidas de instrumentos que cotizan en un mercado amplio y maduro como es el mercado de los Estados Unidos, les aplicamos un ponderador riesgo país para identificar el riesgo específico de invertir en México.

Este riesgo país se obtiene de la publicación International Country Risk Guide (ICRG) la cual considera dentro de sus cálculos aspectos políticos, económicos y sociales de cada país.

El factor riesgo país a la fecha de valuación para los Estados Unidos es de 86.0 y para México es de 69.0; en la medida que dicho factor se acerque a 100.0 se considera que el país tiene un riesgo menor. Considerando estos factores

el riesgo país de México en términos relativos a Estados Unidos es de $86.0/69.0 = 1.246$

Con base en la descripción anterior, se estimó la tasa de costo de capital de la empresa como sigue:

<u>Variable</u>	<u>Ramsan</u>	<u>Fuentes</u>
Rf	6.69%	Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años
B	.85	Promedio de empresas comparables
Rm - Rf	5.00%	Premio por riesgo (Ibbotson Associates)
Rsm	6.86%	Premio por riesgo empresas pequeñas (Ibbotson Associates)
RRUS	86.00	Rating riesgo país Estados Unidos (Country Risk Guide octubre 1996)
RRM	69.00	Rating riesgo país Estados Unidos (Country Risk Guide octubre 1996)

$$K_e = (1.246 * 6.69\%) + 85 * (1.246 * 5.0\%) + (1.246 * 6.86\%) = 22.18\%$$

B. Costo de deuda (Kd)

La tasa de retorno de deuda es la tasa de interés después de impuestos que compañías comparables estarían dispuestas a pagar por deuda de largo plazo y se expresa así:

$$K_d = (1 - t) i * (RRUS/RRM)$$

Donde:

t = tasa de impuestos (ISR y PTU = 44% tasa efectiva de impuestos en México)

i = costo de deuda (Moody's Baa Bond rate)

$$K_d = (1 - 44\%) * (8.22\% * 1.246) = 5.74\%$$

C. Costo ponderado de deuda y capital (WACC)

Para obtener el costo ponderado de deuda y capital

aplicamos a los costos de capital y deuda respectivos:

d = 35% Estructura promedio de deuda y capital de
empresas similares que cotizan en la bolsa
e = 65% de Estados Unidos

WACC nominal = 22.18%* (65%) + 5.74%* (35%)
WACC nominal = 16.43%

Para convertir la tasa de descuento nominal a tasa de descuento en términos reales, eliminamos el efecto de la inflación utilizando la tasa de inflación esperada en los Estados Unidos de aproximadamente 2.5% anual. La tasa de descuento real aplicada para la obtención del valor de Ramsan es de:

WACC real = 13.6%

5.3.1.3 Cálculo del Valor Residual

Como se comentó anteriormente el valor justo de mercado del negocio se obtiene de la suma de los valores presente del total de flujos proyectados más el valor presente del valor residual.

Para terminar el valor residual, un criterio es asumir que el flujo del último año pudiera crecer a perpetuidad a una tasa predeterminada.

La fórmula para obtener el valor residual del negocio es la siguiente:

Valor residual = $(\text{Flujo año 2001} * (1 + g)) / (WACC - g)$

Donde:

g = Tasa de crecimiento a perpetuidad del flujo del último año.

WACC = Tasa de costo de capital

Para estimar la tasa de crecimiento a perpetuidad del flujo del último año se partió de los siguientes supuestos:

1. La tasa de crecimiento del mercado de cigarros crecería al 2.0% anual.
2. La tasa de crecimiento del mercado de terceros (bienes de consumo) crecería al 3.5% anual.
3. En función de esto, la tasa ponderada de crecimiento de las ventas de Ramsan equivaldría al 2.93%, asumiendo que la composición de ventas La Mexicana/Terceros se mantendría a futuro. Esta tasa se obtiene como sigue:

Porcentaje de ventas La Mexicana año 2001*

Tasa de crecimiento esperada del mercado = 38% * 2% = .76%

Porcentaje de ventas Terceros año 2001*

Tasa de crecimiento esperada del mercado = 62% * 3.5 = 2.17%

Crecimiento ponderado = 2.93%

4. En virtud de que el flujo del último año del período de proyección no considera inversiones que adicionen capacidad instalada, las ventas de Ramsan no podrían crecer al 2.93% anual a perpetuidad sin considerar inversiones adicionales. En este sentido y con base en las capacidades disponibles en el año 2001 se determinó el número de años en que Ramsan podría crecer a dicha tasa sin invertir para futuras expansiones (ver cuadro 5.1). La conclusión del análisis que realizamos en

conjunto con los directivos de la empresa, es que las ventas de Ramsan podrían crecer a una tasa de 2.93% anual durante los próximos 13.2 años sin necesidad de inversiones adicionales.

5. Con base en lo anterior y asumiendo que las ventas de Ramsan crecerán al 2.93% anual durante los próximos 13.2 años y al 0% anual a partir del año 14 y a perpetuidad, arrojaría una tasa de crecimiento promedio de las ventas a perpetuidad del 2.2% anual.

6. Finalmente se evaluó si el crecimiento en los flujos operativos debiera ser equivalente al crecimiento en ventas. De un análisis realizado para el período 1999 al 2001, se obtuvo que en períodos de crecimiento estable en ventas el flujo operativo crece proporcionalmente al crecimiento en las ventas, ya que los efectos en mejores márgenes tienden a compensarse con mayores impuestos e inversiones en capital de trabajo (ver cuadro 5.2)

En este sentido la tasa de crecimiento a perpetuidad de los flujos operativos sería de 2.2% igual a la tasa de crecimiento de las ventas a perpetuidad.

5.3.1.4 Cálculo del valor total de la empresa

Con base en la sumatoria del valor presente de los flujos operativos del período octubre - diciembre de 1996 y del año 1997 al 2001, más el valor de la perpetuidad del flujo del año 2001 descrita en la sección anterior, el valor total de la empresa en el escenario base sin tomar en cuenta los factores de distribución, posición en el mercado y nombre comercial, sería de (ver cuadro 1.3.1):

Valor Presente Flujos Operativos (Pesos)

Oct-dic 1996 y 1997-2001	\$288,381
+ Valor residual año 2001	\$529,019
<hr/>	
=Valor de la Empresa	\$817,401

Dentro del flujo del año de 1997, no se consideró la inversión que Ramsan realizará en el terreno y edificios propiedad de Servi (ver cuadro 1.3.1), en virtud de que dicho desembolso se realizará con cargo a los excedentes de efectivo que actualmente tiene la empresa y que afectará el valor de las acciones como se muestra más adelante.

Como procedimiento alternativo de obtención del valor de la empresa se obtuvo el valor a perpetuidad con base en los flujos promedio generados durante el período 1997-2001. Este promedio de flujos traería implícito un esquema de inversión recurrente a perpetuidad, por lo que consideramos que dicho procedimiento es más adecuado dadas las características particulares del mercado en el que Ramsan compete y la estrategia que la administración de la empresa ha definido de una inversión continua en tecnología.

De lo anterior, el valor de la empresa dentro del Escenario Base sería el siguiente (ver cuadro 1.3.1):

Flujo promedio a pesos constantes año 1997-2001 \$ 84,483

Valor Empresa = Valor a perpetuidad del flujo promedio $(\text{Flujo promedio} * (1+g)) / (\text{WACC} - g)$ \$787,994

Donde $g = 2.6\%$

La tasa de crecimiento a perpetuidad de las ventas, descrita anteriormente resultó en 2.93% anual. Esta tasa es mayor al 2.2% obtenido bajo el esquema de que no hay inversiones continuas en maquinaria; lo que aumentaría de manera cíclica la capacidad de producción y permitiría a la empresa crecer al ritmo del crecimiento del mercado.

Por otra parte se consideró que bajo el esquema de crecimiento continuo de las ventas del 2.93% anual a perpetuidad, los flujos operativos crecerían a un menor ritmo que las ventas, debido principalmente a las inversiones requeridas en activo fijo y capital de trabajo, al 2.6% (ver cuadro 5.2).

VI. CONCLUSIONES

El enfoque de Ingresos es la herramienta de valuación que a mi parecer alcanza una mayor aproximación al valor, debido a los parametros y características antes mencionados y por lo cual tome la decisión de utilizar para este trabajo de investigación.

6.1 Enfoque de Ingresos

Los resultados de la valuación bajo el escenario base, se muestran en el cuadro siguiente: (Ver cuadro 1.4)

Cifras en miles de pesos al 30 de septiembre de 1996:

Valor Justo de Mercado	Escenario Base	
	(1)	(2)
Valor de la Empresa (3)	\$817,401.0	\$787,994.0
- Pasivos financieros	-43,324.0	-43,324.0
+ Inversiones excedentes	54,665.0	54,665.0
- Inversión terreno y edificios (4)	-47,949.0	-47,949.0
= Valor de las Acciones	<u>780,793.0</u>	<u>751,386.0</u>
Múltiplos (x):		
Precio/Valor en libros (5)	1.6	1.5
Precio/Utilidad neta ajustada (6)	12.2	11.8
Valor Empresa / EBITDA ²⁸ (ajustada) (7)	8.0	7.7

Notas al cuadro anterior:

1) El valor de la empresa se obtiene de la suma del valor presente de los flujos operativos del período octubre-diciembre de 1996 y años 1997 a 201, más el valor presente de la perpetuidad del flujo operativo del año 2001.

2) Para determinar el valor de la empresa se considera el valor presente

²⁸ EBITDA (EARNINGS BEFORE INTEREST, TAXES, DEPRECIATION AND AMORTIZATION - Ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización)

de la perpetuidad del flujo operativo promedio a pesos constantes del período de proyección de 1997-2001.

- 3) Para el cálculo del valor de la empresa no se consideró dentro de los flujos operativos, el desembolso por la adquisición del terreno y edificios en el año 1997, por lo que dicha erogación se resta del valor de la empresa para obtener el valor de las acciones.
- 4) El valor del terreno y edificios según avalúo a septiembre de 1996 es de \$47,949 miles de pesos.
- 5) Se consideró el valor del capital contable al 30 de septiembre de 1996 de \$485,511 miles de pesos (ver cuadro 2.2).
- 6) Se consideró el valor de la Utilidad Neta ajustada del año 1996 (eliminando los gastos intercompañías referidos anteriormente) de \$63,508 miles de pesos (ver cuadro 3.1).
- 7) Se consideró el valor de la Utilidad de Operación + Depreciaciones + Rentas, del año 1996 (eliminando los gastos intercompañías referidos anteriormente) (EBITDA ajustada) de \$102,020 miles de pesos. Al EBITDA ajustada de 1996, se le suman las rentas pagadas durante 1996 para hacerla comparable con el valor de la empresa el cual no considera pago por rentas a partir de 1997.

Como resultado de aplicar el enfoque de ingresos, hemos concluido que el Valor Justo de Mercado del Capital de Ramsan, S.A. de C.V. al 30 de septiembre de 1996 se encuentra en el rango de \$751,386 a \$780,793 miles de pesos.

El rango de valor lo situamos con base en los resultados generados bajo el escenario base, ya que como se comentó anteriormente, la experiencia de Ramsan en proyectos de expansión anteriores, le da mayor probabilidad de ocurrencia a dicho escenario.

VII. ANEXOS

RAMSAN S.A. DE C.V.

DETERMINACION DEL VALOR
JUSTO DE MERCADO AL
30 DE SEPTIEMBRE DE 1996

CUADROS

NOVIEMBRE DE 1996

RAMSAN S.A. DE C.V.

INDICE DE CUADROS

	<u>Página</u>
1. RESUMEN	
1.1 Supuestos Macroeconómicos	1
1.2 Variables Operativas	
1.2.1 Escenario base	2
1.2.2. Escenario conservador	3
1.3 Análisis de Valuación	
1.3.1 Escenario base	4
1.3.2. Escenario conservador	5
1.4 Resumen de Valuación	6
2. ESTADOS FINANCIEROS HISTORICOS REALES Y AJUSTADOS	
2.1 Estado de Resultados 1992 y Ene-Sep 1996	7
2.2 Balance General 1992 y Sep 1996	8 - 9
2.3 Flujo de Efectivo 1995 y Ene-Sep 1996	10
2.4 Ajustes intercompañías	11 - 13
2.5 Estado de Resultados ajustado 1995 y Ene-Sep 1996	14
2.6 Balance General ajustado 1995 y Ene-Sep 1996	15 - 16
2.7 Flujo de Efectivo ajustado 1995 y Ene-Sep 1996	17
3. PROYECCIONES ESCENARIO BASE	
<u>Estados Financieros</u>	
3.1 Estado de Resultados pesos corrientes	18
3.2 Estado de Resultados pesos constantes	19
3.3 Balance General pesos corrientes	20
3.4 Flujo de Efectivo pesos corrientes	21
3.5 Estado de Resultados, análisis vertical	22
3.6 Estado de Resultados, tasa de crecimiento real	23
3.7 Flujo de Efectivo, análisis vertical	24
<u>Ventas</u>	
3.8 Ventas a pesos corrientes 1992 - 2001	25
3.9 Ventas a pesos constantes 1992 - 2001	26
3.10 Ventas tasas de crecimiento en términos reales 1993 - 2001	27
3.11 Ventas análisis vertical 1992 - 2001	28

RAMSAN S.A. DE C.V.

INDICE DE CUADROS

	<u>Página</u>
<u>Personal</u>	
3.12 Plantilla de personal 1992 - 2001	29
3.13 Sueldos y costos asociados 1997 - 2001	30
<u>Inversiones</u>	
3.14 Inversiones octubre 1996 - 2001	31
<u>Impuestos</u>	
3.15 Cálculo fiscal 1997 - 2001	32 - 34
4. PROYECCIONES ESCENARIO CONSERVADOR	
<u>Estados Financieros</u>	
4.1 Estado de Resultados pesos corrientes	35
4.2 Estado de Resultados pesos constantes	36
4.3 Balance General pesos corrientes	37
4.4 Flujo de Efectivo pesos corrientes	38
4.5 Estado de Resultados, análisis vertical	39
4.6 Estado de Resultados, tasa de crecimiento real	40
4.7 Flujo de Efectivo, análisis vertical	41
<u>Ventas</u>	
4.8 Ventas a pesos corrientes 1992 - 2001	42
4.9 Ventas a pesos constantes 1992 - 2001	43
4.10 Ventas tasas de crecimiento en términos reales 1993 - 2001	44
4.11 Ventas análisis vertical 1992 - 2001	45
<u>Personal</u>	
4.12 Plantilla de personal 1992 - 2001	46
4.13 Sueldos y costos asociados 1997 - 2001	47
<u>Inversiones</u>	
4.14 Inversiones octubre 1996 - 2001	48
<u>Impuestos</u>	
4.15 Cálculo fiscal 1997 - 2001	49 - 51
5. ANALISIS DE LA TASA DE CRECIMIENTO A PERPETUIDAD	
5.1 Análisis de capacidad instalada	52
5.2 Análisis de la tasa de crecimiento a perpetuidad	53

RAMSAN S.A. DE C.V.

1. RESUMEN

RAMSAN S.A. DE C.V.

1.1 Supuestos Macroeconómicos

	1991	1992	1993	1994	1995	96(ene-sep)	1996(oct-dic)	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001	
Variables Macroeconómicas (1)														
Inflación de México (INPC)														
- Fin de periodo	18.8%	11.9%	8.0%	7.1%	52.0%	20.6%	5.60%	27.1%	21.0%	16.8%	16.1%	15.4%	15.2%	
- Promedio anual	9.4%	15.4%	9.0%	7.0%	35.0%			34.6%	21.2%	27.7%	16.4%	15.5%	16.3%	
% de inflación correspondiente a la mitad del año	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	
Inflación mitad del periodo	10.1%	6.4%	4.3%	3.8%	15.2%	7.0%	(2)	3.4%	14.7%	11.3%	9.1%	8.3%	8.2%	
- Índice de inflación acumulada (Sep 96=1)	1.61	1.26	1.05	0.90	0.39	0.07		1.03	1.18	1.39	1.62	1.88	2.16	
Inflación de los Estados Unidos (Índice de precios al consumidor)														
- Índice de inflación acumulada (Sep 96=1)			3.0%	2.6%	2.8%	2.2%		0.717%	2.9%	2.8%	2.3%	2.2%	2.5%	2.8%
								1.01	1.04	1.06	1.08	1.11	1.14	
Tipo de cambio US Dólar / Peso														
- Fin de periodo		3.00	3.11	5.10	7.68			8.00	9.30	10.62	12.06	13.58	15.22	
- Promedio anual			3.11	3.37	6.41			7.60	8.67	9.96	11.34	12.82	14.40	
Inflación México / Inflación Estados Unidos + Depreciación peso														
			1.20	0.10	0.95			3.74	1.07	1.00	1.00	1.00	1.00	
Crecimiento real Producto Interno Bruto (PIB)														
			0.6%	3.5%	-6.9%			3.5%	4.7%	5.2%	5.5%	5.1%	4.7%	
Tasa de interés inversiones														
			15.1%	13.3%	38.1%			28.8%	25.4%	24.2%	22.7%	21.8%	21.8%	
Tasa de interés préstamos nuevos largo plazo (dólares)														
								8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	
Crecimiento real salario medio anual														
			4.7%	6.3%	-9.7%			-9.7%	-4.0%	1.5%	1.2%	1.4%	1.4%	

(1) - Fuente: Ciemex Wefra correspondiente al mes de Julio de 1996 y proyecciones internas Grupo Pulsar

(2) - Inflación ponderada real

RAMSAN S.A. DE C.V.

1.2.1 Escenario base

Escenario: **BASE**

	1992	1993	1995	96(ene-sep)	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
Variables Operativas										
1) Ventas										
<u>1.1. Composición por tipo de producto:</u>										
Ventas Plegadizos	33.4%	38.6%	46.0%	46.5%	46.6%	50.7%	49.6%	49.0%	48.7%	48.8%
Ventas Flexibles	66.6%	61.4%	54.0%	53.7%	53.4%	49.3%	50.4%	51.0%	51.3%	51.2%
<u>1.2. Composición por cliente:</u>										
Ventas CLM	66.9%	64.4%	56.3%	49.9%	48.4%	45.6%	41.0%	38.3%	37.3%	37.9%
Ventas Terceros	33.1%	35.6%	43.7%	50.1%	51.6%	54.4%	59.0%	61.7%	62.7%	62.1%
<u>1.3. Crecimientos en términos reales</u>										
Ventas CLM		-10.7%	41.2%		-11.2%	7.2%	2.4%	3.0%	3.2%	3.1%
Ventas Terceros		0.0%	49.6%		22.0%	20.0%	23.3%	15.4%	7.8%	0.1%
Total		-7.1%	44.8%		3.3%	13.8%	13.8%	10.3%	6.0%	1.2%
2) Contribución marginal										
Plegadizos	46.8%	51.0%	42.4%		43.4%	43.3%	43.1%	42.9%	42.9%	42.9%
Flexibles	47.7%	52.4%	47.9%		46.0%	45.4%	44.5%	43.9%	43.7%	43.8%
Total Contribución Marginal	47.4%	51.9%	46.4%		44.6%	44.3%	43.8%	43.4%	43.3%	43.4%
3) Gastos de Operación (1)										
<i>Porcentaje sobre ventas:</i>										
Total sueldos			10.3%		9.9%	9.1%	8.5%	7.8%	7.6%	7.5%
Otros gastos de producción			9.2%		8.7%	6.8%	6.5%	6.1%	5.8%	5.8%
Gastos de venta y administración			1.2%		1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Depreciación			8.6%		7.7%	8.0%	7.8%	6.7%	6.1%	6.0%
Total gastos			29.3%		27.2%	24.8%	23.6%	21.3%	20.3%	20.0%
Utilidad de operación			16.1%		17.4%	19.5%	20.1%	22.1%	23.0%	23.3%
Personal	572	630	716		757	790	870	898	907	907
4) ISR y PTU / Utilidad antes de impuestos(1)			9.4%		10.9%	10.0%	21.6%	42.3%	42.3%	43.1%
5) Capital de Trabajo (días)										
<u>Saldo mínimo en caja</u>	0.0	2.4	2.4		1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<u>Inventarios:</u>										
- Materia prima y refacciones	41	48	51		50	45	40	35	30	28
- Producto terminado	6	11	6		5	5	5	5	5	5
<u>Clientes</u>	42	47	44		43	43	43	43	43	43
<u>Proveedores</u>	48	52	54		45	40	37	37	37	37
6) Inversiones en maquinaria y equipo										
Total (000 USD)		7,257	4,749		5,817	14,300	1,468	1,000	1,000	1,000
Nuevos proyectos :										
Porcentaje de llenado nueva máquina FLEXIBLE							45%	80%	100%	100%
Porcentaje de llenado nueva máquina PLEGADIZO							45%	80%	100%	100%

RAMSAN S.A. DE C.V.

1.2.2. Escenario conservador

Escenario:

CONSERVADOR

	1992	1993	1995	96(ene-sep)	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
Variables Operativas										
1) Ventas										
<u>1.1. Composición por tipo de producto:</u>										
Ventas Plegadizos	33.4%	38.6%	46.0%	46.5%	46.6%	50.7%	50.0%	49.6%	49.0%	48.8%
Ventas Flexibles	66.6%	61.4%	54.0%	53.7%	53.4%	49.3%	50.0%	50.4%	51.0%	51.2%
<u>1.2. Composición por cliente:</u>										
Ventas CLM	66.9%	64.4%	56.3%	49.9%	48.4%	45.6%	42.7%	41.2%	38.5%	37.9%
Ventas Terceros	33.1%	35.6%	43.7%	50.1%	51.6%	54.4%	57.3%	58.8%	61.5%	62.1%
<u>1.3. Crecimientos en términos reales</u>										
Ventas CLM		-10.7%	41.2%		-11.2%	7.2%	2.4%	3.0%	3.2%	3.1%
Ventas Terceros		0.0%	49.6%		22.0%	20.0%	15.2%	9.4%	15.3%	5.8%
Total		-7.1%	44.8%		3.3%	13.8%	9.3%	6.7%	10.3%	4.7%
2) Contribución marginal										
Plegadizos	46.8%	51.0%	42.4%		43.4%	43.3%	43.1%	43.1%	42.9%	42.9%
Flexibles	47.7%	52.4%	47.9%		46.0%	45.4%	44.8%	44.5%	43.9%	43.8%
Total Contribución Marginal	47.4%	51.8%	46.4%		44.6%	44.3%	44.0%	43.8%	43.4%	43.4%
3) Gastos de Operación (1)										
<i>Porcentaje sobre ventas:</i>										
Total sueldos			10.3%		9.9%	9.1%	8.7%	8.4%	7.8%	7.5%
Otros gastos de producción			9.2%		8.7%	6.8%	6.6%	6.4%	6.0%	5.8%
Gastos de venta y administración			1.2%		1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Depreciación			8.6%		7.7%	8.0%	8.2%	7.2%	6.3%	6.0%
Total gastos			29.3%		27.2%	24.8%	24.4%	22.7%	20.8%	20.0%
Utilidad de operación			16.1%		17.4%	19.5%	19.6%	21.1%	22.6%	23.3%
Personal	572	630	716		757	790	844	895	901	907
4) ISR y PTU / Utilidad antes de Impuestos(1)			9.4%		10.9%	10.0%	20.4%	42.7%	42.3%	43.0%
5) Capital de Trabajo (días)										
<u>Saldo mínimo en caja</u>	0.0	2.4	2.4		1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<u>Inventarios:</u>										
- Materia prima y refacciones	41	48	51		50	45	40	35	30	28
- Producto terminado	6	11	6		5	5	5	5	5	5
<u>Cilentes</u>	42	47	44		43	43	43	43	43	43
<u>Proveedores</u>	48	52	54		45	40	37	37	37	37
6) Inversiones en maquinaria y equipo										
Total (000 USD)		7,257	4,749		5,817	14,300	1,468	1,000	1,000	1,000
Nuevos proyectos :										
Porcentaje de llenado nueva máquina FLEXIBLE							30%	50%	85%	100%
Porcentaje de llenado nueva máquina PLEGADIZO							30%	50%	85%	100%

RAMSAN S.A. DE C.V.

1.3.1 Escenario base

Escenario:

BASE

	1992	1993	1995	1996 (oct-dic)	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
--	------	------	------	----------------	--------------	------	------	------	------	------

Análisis de Valuación

VALUACION al 30 de Septiembre de 1996 (miles)

Flujo operativo pesos corrientes con inversiones de terreno y edificio	8,471			(41,642)	139,815	159,277	201,356	235,562
Inversión terreno y edificio (2)				50,591				
Flujo operativo pesos corrientes	8,471			8,949	139,815	159,277	201,356	235,562
Deflactor septiembre = 1	1.034			1.176	1.393	1.622	1.876	2.163
Flujo operativo pesos constantes	8,194			7,609	100,354	98,220	107,323	108,908
Tasa de descuento real			13.6%	3.2%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
Tasa de descuento real mitad de año				1.7%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Deflactor valor presente	1.017			1.108	1.259	1.430	1.625	1.846
Valor presente flujo operativo a pesos constantes	8,053			6,866	79,714	68,678	66,059	59,010
Suma Valor Presente Flujos Operativos				288,381		84,483	flujo promedio	
Valor de la Perpetuidad			tasa de crecimiento	2.2%	529,019	2.6%		
Valor de la Empresa				817,401		787,994		
- Pasivos Financieros				(43,324)	tipo de cam	(43,324)	U.S. dólares	
+ Activos Financieros excedentes				54,665	7.55	54,665		
- Inversión terreno y edificio (3)				(47,949)		(47,949)		
Valor de las Acciones				780,793		751,386		99,496
Capital Contable al 30 de Septiembre de 1996				485,511				
Utilidad neta año 1996 (ajustado)				63,545				
Utilidad de operación + depreciación año 1996 (ajustado)				102,020				
Múltiplo Precio / Valor en libros				1.61		1.55		
Múltiplo Precio / Utilidad neta				12.29		11.82		
Múltiplo Valor Empresa / Utilidad de operación + depreciación				8.0		7.7		

(1) Incluye Intercompañías.

(2) Valor del terreno y edificio a diciembre de 1996.

(3) Valor del terreno y edificio según avalúo a septiembre de 1996.

RAMSAN S.A. DE C.V.

1.3.2. Escenario conservador

Escenario:

CONSERVADOR

1992	1993	1995	1996 (oct-dic)	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
------	------	------	----------------	--------------	------	------	------	------	------

Análisis de Valuación

VALUACION al 30 de Septiembre de 1996 (miles)

Flujo operativo pesos corrientes con inversiones de terreno y edificio	8,471	(41,642)	137,102	147,948	190,193	232,460
Inversión terreno y edificio (2)			50,591			
Flujo operativo pesos corrientes	8,471	8,949	137,102	147,948	190,193	232,460
Deflactor septiembre = 1	1.034	1.176	1.393	1.622	1.876	2.163
Flujo operativo pesos constantes	8,194	7,609	98,407	91,234	101,373	107,474
Tasa de descuento real	13.6%	3.2%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
Tasa de descuento real mitad de año		1.7%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Deflactor valor presente	1.017	1.108	1.259	1.430	1.625	1.846
Valor presente flujo operativo a pesos constantes	8,053	6,866	78,167	63,794	62,397	58,233

Suma Valor Presente Flujos Operativos

tasa de crecimiento

277,511

2.6%

81,219

flujo promedio

Valor de la Perpetuidad

2.2%

522,053

Valor de la Empresa

799,563

757,556

- Pasivos Financieros

(43,324)

tipo de cam

U.S. dóla

(43,324)

U.S. dólares

+ Activos Financieros excedentes

54,665

7.55

(47,949)

54,665

(47,949)

Valor de las Acciones

762,955

101,028

720,948

95,466

Capital Contable al 30 de Septiembre de 1996

485,511

Utilidad neta año 1996 (ajustado)

63,545

Utilidad de operación + depreciación año 1996 (ajustado)

102,020

Múltiplo Precio / Valor en libros

1.57

1.48

Múltiplo Precio / Utilidad neta

12.01

11.35

Múltiplo Valor Empresa / Utilidad de operación + depreciación

7.8

7.4

(1) Incluye intercompañías.

(2) Valor del terreno y edificio a diciembre de 1996.

(3) Valor del terreno y edificio según avalúo a septiembre de 1996.

1.4 Resumen de valuación al 30 de septiembre de 1996

ESCENARIOS	BASE		CONSERVADOR	
	Flujos Oct.96 -Dic.96 a 2001 + Perpetuidad flujo 2001	Perpetuidad Flujo promedio 1997-2001	Flujos Oct.96 -Dic.96 a 2001 + Perpetuidad flujo 2001	Perpetuidad Flujo promedio 1997-2001
Tasa de descuento	13.8%			
Tasa de crecimiento perpetuidad	2.2%	2.6%	2.2%	2.6%
VALOR JUSTO DE MERCADO (en miles de pesos)				
Valor Presente de los Flujos Operativos	288,381		277,511	
Valor Presente de la Perpetuidad	529,019		522,053	
Valor de la Empresa	817,401	787,994	799,563	757,556
- Pasivos (+Activos financieros)	11,341	11,341	11,341	11,341
- Inversión terreno y edificio	(47,949)	(47,949)	(47,949)	(47,949)
Valor de las Acciones	780,793	751,386	762,955	720,948
Tipo de cambio a Septiembre 1996 (en miles de US dólares)	7.55			
Valor de las Acciones US dólares	103,390	99,496	101,028	95,466
Múltiplos (x) :				
Precio / Valor en libros al 30 Sept. 1996	1.61	1.55	1.57	1.48
Precio / Utilidad neta 1996 (ajustada)	12.29	11.82	12.01	11.35
Valor Empresa / Utilidad operación + depreciación (EBITDA)(ajustada)	8.0	7.7	7.8	7.4
REFERENCIAS DE MERCADO (1): Información a Septiembre de 1996				
Múltiplo (x) :				
Valor Empresa / Utilidad operación + depreciación (EBITDA) :				
Bemis Co		9.0		
Gaylord Container		4.9		
Sonoco Products Co		7.6		

(1) Fuente: Computal PC Plus, Noviembre 1996

**2. ESTADOS FINANCIEROS
HISTORICOS REALES
Y AJUSTADOS**

RAMSAN S.A. DE C.V.

2.1 Estado de Resultados 1992 y Ene-Sep 1996

(Miles de pesos)

	1992	%	1993	%	1994	%	1995	%	1996(ene-sep)	%
Ventas netas										
- Cigarrera la Mexicana (CLM)	73,800	66.9%	72,664	64.4%	81,900	57.7%	158,524	56.3%	144,164	49.9%
- Terceros:	36,512	33.1%	40,240	35.6%	60,047	42.3%	123,113	43.7%	144,715	50.1%
Total ventas netas	110,312	100%	112,904	100%	141,946	100%	281,637	100%	288,879	100%
Costo de ventas										
- Costo de materia prima	57,985	52.6%	54,253	48.1%	71,392	50.3%	153,805	54.6%	158,915	55.0%
- Sueldos y rayas de producción	8,009	7.3%	9,923	8.8%	11,575	8.2%	14,304	5.1%	13,565	4.7%
- Gastos de producción	18,127	16.4%	21,453	19.0%	25,968	18.3%	33,509	11.9%	32,127	11.1%
- Depreciación	5,242	4.8%	8,173	7.2%	11,229	7.9%	23,711	8.4%	19,791	6.9%
Total costo de ventas	89,363	81.0%	93,802	83.1%	120,164	84.7%	225,329	80.0%	224,398	77.7%
Utilidad bruta	20,949	19.0%	19,102	16.9%	21,782	15.3%	56,308	20.0%	64,481	22.3%
Gastos de Operación										
- Gastos generales	4,325	3.9%	5,358	4.7%	5,942	4.2%	3,794	1.3%	3,355	1.2%
- Sueldos de administración		0.0%		0.0%		0.0%	2,913	1.0%	3,117	1.1%
- Sueldos de ventas		0.0%		0.0%		0.0%	2,120	0.8%	2,041	0.7%
- Gastos intercompañías	4,945	4.5%	5,438	4.8%	5,612	4.0%	8,019	2.8%	5,732	2.0%
- Depreciaciones	277	0.3%	339	0.3%	398	0.3%	627	0.2%	692	0.3%
Total gastos de operación	9,547	8.7%	11,135	9.9%	11,952	8.4%	17,473	6.2%	15,137	5.2%
Utilidad de operación	11,402	10.3%	7,967	7.1%	9,830	6.9%	38,835	13.8%	49,344	17.1%
Costo integral de financiamiento:										
Productos financieros (gastos)	(3,877)	-3.5%	(5,917)	-5.2%	(4,333)	-3.1%	(637)	-0.2%	4,919	1.7%
Utilidad en cambios (pérdida)	394	0.4%	460	0.4%	(8,930)	-6.3%	(10,009)	-3.6%	1,460	0.5%
Descuentos por pronto pago	(1,160)	-1.1%	(1,130)	-1.0%	(1,362)	-1.0%	(4,369)	-1.6%	(128)	0.0%
(Pérdida) ganancia por posición monetaria	2,521	2.3%	3,154	2.8%	2,218	1.6%	8,193	2.9%	(31)	0.0%
Total costo integral de financiamiento	(2,122)	-1.9%	(3,433)	-3.0%	(12,407)	-8.7%	(6,822)	-2.4%	6,220	2.2%
Otros ingresos (gastos)	405	0.4%	536	0.5%	512	0.4%	(1,315)	-0.5%	(610)	-0.2%
Utilidad antes de impuestos	9,685	8.8%	5,070	4.5%	(2,065)	-1.5%	30,698	10.9%	54,954	19.0%
IA	871	0.8%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
PTU	472	0.4%	419	0.4%	595	0.4%	2,879	1.0%	6,109	2.1%
ISR		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Utilidad neta	8,342	7.6%	4,651	4.1%	(2,660)	-1.9%	27,819	9.9%	48,845	16.9%

RAMSANO S.A. DE C.V.

2.2 Balance General 1992 y Sep 1996

(Miles de pesos)

	1992	%	1993	%	1994	%	1995	%	1996(sep)	%
Activo										
Activo circulante:										
Caja y bancos	14	0.0%	745	0.4%	318	0.1%	1,881	0.4%	664	0.1%
Inversiones excedentes	24	0.0%	2,993	1.6%	36	0.0%	28,295	5.5%	54,665	9.6%
Total efectivo e inversiones	38	0.0%	3,738	2.0%	354	0.1%	30,176	5.8%	55,329	9.7%
Cuentas por cobrar										
Clientes:										
Cigarrera la Mexicana (CLM)	7,386	4.5%	5,580	2.9%	3,157	1.0%	11,811	2.3%	18,339	3.2%
Terceros	5,398	3.3%	9,007	4.7%	11,219	3.7%	22,900	4.4%	33,648	5.9%
	12,784	7.8%	14,587	7.7%	14,376	4.8%	34,711	6.7%	51,987	9.1%
IEPS acreditable	4	0.0%	2	0.0%		0.0%	24	0.0%	45	0.0%
IVA acreditable	787	0.5%		0.0%		0.0%	135	0.0%		0.0%
Provisión utilidad en tipo de cambio	1,857	1.1%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Otras cuentas por cobrar	865	0.5%	691	0.4%	1,256	0.4%	4,376	0.8%	11,655	2.1%
Total cuentas por cobrar	16,297	9.9%	15,280	8.0%	15,632	5.2%	39,246	7.6%	63,687	11.2%
Inventarios:										
Productos terminados	1,686	1.0%	3,299	1.7%	2,530	0.8%	4,532	0.9%	8,642	1.5%
Materias primas	6,682	4.1%	7,236	3.8%	9,068	3.0%	21,980	4.2%	23,372	4.1%
Refacciones	905	0.6%	1,007	0.5%	1,082	0.4%	1,407	0.3%	2,139	0.4%
Mercancías en tránsito	2,148	1.3%		0.0%		0.0%	703	0.1%	68	0.0%
Reservas para valuación UEPS	(1,415)	-0.9%	(280)	-0.1%	(403)	-0.1%	(6,541)	-1.3%	(6,623)	-1.2%
Actualización UEPS	1,679	1.0%	1,810	0.9%	2,403	0.8%	13,771	2.7%	13,771	2.4%
Anticipo a proveedores		0.0%	173	0.1%	806	0.3%	1,077	0.2%	762	0.1%
Variación de costos		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%	(5,066)	-0.9%
Total inventarios	11,685	7.1%	13,245	7.0%	15,486	5.1%	36,929	7.1%	37,065	6.5%
Total activo circulante	28,020	17.1%	32,263	16.9%	31,472	10.4%	106,351	20.5%	156,081	27.5%
Activo fijo:										
Valor histórico	77,254	47.0%	99,851	52.4%	123,811	41.1%	151,093	29.1%	176,700	31.1%
Actualización del valor histórico	87,605	53.3%	94,936	49.8%	220,739	73.2%	401,696	77.4%	392,088	69.0%
Depreciación acumulada	(8,462)	-5.2%	(12,661)	-6.6%	(18,084)	-6.0%	(24,348)	-4.7%	(30,181)	-5.3%
Depreciación acumulada revaluada	(20,686)	-12.6%	(25,374)	-13.3%	(56,528)	-18.8%	(115,868)	-22.3%	(126,712)	-22.3%
		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Total activo fijo - neto	135,711	82.6%	156,752	82.3%	269,938	89.6%	412,573	79.5%	411,895	72.5%
Activo diferido:										
ISR por recuperar	4	0.0%	3	0.0%		0.0%	4	0.0%	314	0.1%
Pagos anticipados	491	0.3%	1,555	0.8%	11	0.0%		0.0%		0.0%
		0.0%		0.0%	3	0.0%		0.0%		0.0%
Total activo diferido	495	0.3%	1,558	0.8%	14	0.0%	4	0.0%	314	0.1%
		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Total Activo	164,226	100%	190,573	100%	301,424	100%	518,928	100%	568,290	100%

RAMSAN S.A. DE C.V.

2.2 Balance General 1992 y Sep 1996

(Miles de pesos)

	1992	%	1993	%	1994	%	1995	%	1996(sep)	%
Pasivo										
<u>Pasivo a corto plazo:</u>										
Proveedores	7,740	4.7%	7,895	4.1%	9,705	3.2%	22,976	4.4%	26,620	4.7%
Compañías afiliadas	517	0.3%	5,126	2.7%	5,067	1.7%		0.0%	112	0.0%
Otras cuentas y gastos por pagar	2,208	1.3%	1,332	0.7%	2,241	0.7%	5,161	1.0%	4,603	0.8%
IVA por pagar		0.0%	829	0.4%	572	0.2%	1,418	0.3%	1,531	0.3%
IA por pagar	871	0.5%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
PTU por pagar	478	0.3%	432	0.2%	606	0.2%	2,891	0.6%	6,083	1.1%
Documentos e intereses por pagar		0.0%		0.0%	7,655	2.5%	16,608	3.2%	14,465	2.5%
		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Total pasivo a corto plazo	11,814	7.2%	15,614	8.2%	25,846	8.6%	49,054	9.5%	53,414	9.4%
<u>Pasivo largo plazo:</u>										
Documentos y cuentas por pagar	31,678	19.3%	41,071	21.6%	11,684	3.9%	29,209	5.6%	28,859	5.1%
Intereses por pagar	445		841		407		984			
Cuenta corriente ELM	2,264	1.4%		0.0%	6,407	2.1%		0.0%		0.0%
Provisión pérdida en tipo de cambio	3,195	1.9%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Total pasivo largo plazo	37,582	22.9%	41,912	22.0%	18,498	6.1%	30,193	5.8%	28,859	5.1%
<u>Pasivo diferido:</u>										
Provisión para retro involuntario	286	0.2%	288	0.2%	335	0.1%	388	0.1%	506	0.1%
		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Total Pasivo	49,682	30.3%	57,814	30.3%	44,679	14.8%	79,635	15.3%	82,779	14.6%
<u>Capital Contable</u>										
Capital social	52,000	31.7%	52,000	27.3%	125,600	41.7%	134,032	25.8%	134,032	23.6%
Reserva legal	225	0.1%	663	0.3%	901	0.3%	901	0.2%	2,550	0.4%
Aportaciones para futuros aumentos de capital		0.0%	10,000	5.2%		0.0%		0.0%		0.0%
Utilidades acumuladas	(2,346)	-1.4%	5,060	2.7%	2,740	0.9%	175	0.0%	27,994	4.9%
Utilidad (pérdida) del ejercicio	8,342	5.1%	4,651	2.4%	(2,660)	-0.9%	27,819	5.4%	48,845	8.6%
Actualización del capital	60,323	36.7%	71,007	37.3%	50,454	16.7%	153,630	29.6%	213,353	37.5%
Exceso (insuficiencia) en la actualización del capital	(4,000)	-2.4%	(10,622)	-5.6%	79,710	26.4%	122,736	23.7%	58,737	10.3%
Total capital contable	114,544	69.7%	132,759	69.7%	256,745	85.2%	439,293	84.7%	485,511	85.4%
Total Pasivo y Capital Contable	164,226	100%	190,573	100%	301,424	100%	518,928	100%	568,290	100%

RAMSAN S.A. DE C.V.

2.3 Flujo de Efectivo 1995 y Ene-Sep 1996

(Miles de pesos)

	1995	% Avenas	1996(ene-sep)	% Avenas
Utilidad operativa	38,835	13.8%	49,344	17.1%
Depreciaciones (histórica y revaluada)	24,338	8.6%	20,683	7.2%
Impuestos operativos	(3,642)	-1.3%	(5,485)	-1.9%
Impuestos operativos por pagar	2,891	1.0%	2,866	1.0%
Flujo proveniente de operaciones	62,422	22.2%	67,408	23.3%
Capital de trabajo:				
Caja y bancos	(1,563)	-0.6%	1,217	0.4%
Cuentas por cobrar	(20,335)	-7.2%	(17,276)	-6.0%
Inventarios	(9,198)	-3.3%	864	0.3%
Proveedores	13,271	4.7%	3,644	1.3%
Otras cuentas por cobrar	(3,134)		(7,610)	
Otras cuentas y gastos por pagar	(1,435)	-0.5%	(198)	-0.1%
Total capital de trabajo - neto	(22,394)	-8.0%	(19,359)	-6.7%
Inversiones en activo fijo	(27,282)	-9.7%	(25,607)	-8.9%
Otros ingresos(gastos)	1,507	0.5%	1,355	0.5%
Otros pasivos a largo plazo	53	0.0%	118	0.0%
Ajuste por reexpresión	163	0.1%	(21)	0.0%
Flujo operativo	14,469	5.1%	23,894	8.3%
Cuenta corriente ELM	(6,407)	-2.3%	-	0.0%
Documentos y cuentas por pagar - corto plazo	8,953	3.2%	(2,143)	-0.7%
Documentos y cuentas por pagar - largo plazo	17,525	6.2%	(350)	-0.1%
Intereses por pagar - largo plazo	577	0.2%	(984)	-0.3%
Productos financieros (gastos)	(637)	-0.2%	4,919	1.7%
Utilidad (pérdida) en cambios	(10,009)	-3.6%	1,460	0.5%
Descuentos por pronto pago - neto	(4,369)	-1.6%	(128)	0.0%
Impuestos financieros por pagar	(606)	-0.2%	326	0.1%
Impuestos financieros	763	0.3%	(624)	-0.2%
Inversiones excedentes	(28,259)	-10.0%	(26,370)	-9.1%
Capital social	8,000	2.8%	-	0.0%
Dividendos	-	0.0%	-	0.0%
Flujo financiero	(14,469)	-5.1%	(23,894)	-8.3%

RAMSAN S.A. DE C.V.

2.4 Ajustes intercompañías
(Miles de pesos)

	1995	1996(ene-sep)
<u>Ventas netas</u>		
- Cigarrera la Mexicana (CLM)	-	-
- Terceros:		
Total ventas netas	-	-
<u>Costo de ventas</u>		
- Costo de materia prima		
- Sueldos y rayas de producción		
- Gastos de producción		
- Depreciación		
Total costo de ventas	-	-
Utilidad bruta	-	-
<u>Gastos de Operación</u>		
- Gastos generales		
- Sueldos de administración		
- Sueldos de ventas		
- Gastos intercompañías (Regalías y servicios administrativos)	(6,371)	(3,974)
- Depreciaciones		
Total gastos de operación	(6,371)	(3,974)
Utilidad de operación	6,371	3,974
<u>Costo integral de financiamiento:</u>		
Productos financieros (gastos)		
Utilidad en cambios (pérdida)		
Descuentos por pronto pago	-	-
(Pérdida) ganancia por posición monetaria		
Total costo integral de financiamiento	-	-
Otros ingresos (gastos)		
Utilidad antes de impuestos	6,371	3,974
IA		
PTU	597	442
ISR		
Utilidad neta	5,774	3,532

RAMSAN S.A. DE C.V.

2.4 Ajustes intercompañías
(Miles de pesos)

	1995	1996(ene-sep)
Activo		
Activo circulante:		
Caja y bancos		
Inversiones excedentes	(Gastos intercompañías impuestos y utilidades acumuladas)	
Total efectivo e inversiones	7,490	10,495
	7,490	10,495
Cuentas por cobrar		
Clientes:		
Cigarrera la Mexicana (CLM)		
Terceros		
	-	-
IEPS acreditable		
IVA acreditable	(IVA correspon. a gastos intercias.)	
Provisión utilidad en tipo de cambio		
Otras cuentas por cobrar		
Total cuentas por cobrar	(1,202)	(859)
	(1,202)	(859)
Inventarios:		
Productos terminados		
Materias primas		
Refacciones		
Mercancías en tránsito		
Reservas para valuación UEPS		
Actualización UEPS		
Anticipo a proveedores		
Variación de costos		
Total inventarios	-	-
	-	-
Total activo circulante	6,288	9,636
	6,288	9,636
Activo fijo:		
Valor histórico		
Actualización del valor histórico		
Depreciación acumulada		
Depreciación acumulada revaluada		
Total activo fijo - neto	-	-
	-	-
Activo diferido:		
ISR por recuperar		
Pagos anticipados		
Total activo diferido	-	-
	-	-
Total Activo	6,288	9,636
	6,288	9,636

RAMSAN S.A. DE C.V.

2.4 Ajustes intercompañías

(Miles de pesos)

	1995	1996(ene-sep)
Pasivo		
<u>Pasivo a corto plazo:</u>		
Proveedores		
Compañías afiliadas (Ajuste provisión gastos intercias.)	(83)	(112)
Otras cuentas y gastos por pagar		
IVA por pagar		
IA por pagar		
PTU por pagar	597	442
Documentos e intereses por pagar		
Total pasivo a corto plazo	514	330
<u>Pasivo largo plazo:</u>		
Documentos y cuentas por pagar		
Intereses por pagar		
Cuenta corriente ELM		
Provisión pérdida en tipo de cambio		
Total pasivo largo plazo	-	-
<u>Pasivo diferido:</u>		
Provisión para retiro involuntario		
Total Pasivo	514	330
<u>Capital Contable</u>		
Capital social		
Reserva legal		
Aportaciones para futuros aumentos de capital		
Utilidades acumuladas	-	5,774
Utilidad (pérdida) del ejercicio	5,774	3,532
Actualización del capital		
Exceso (insuficiencia) en la actualización del capital		
Total capital contable	5,774	9,306
Total Pasivo y Capital Contable	6,288	9,636

RAMSAN S.A. DE C.V.

2.5 Estado de Resultados ajustado 1995 y Ene-Sep 1996
(Miles de pesos)

	1995	%	1996(ene-sep)	%
<u>Ventas netas</u>				
- Cigarrera la Mexicana (CLM)	158,524	56.3%	144,164	49.9%
- Terceros:	123,113	43.7%	144,715	50.1%
Total ventas netas	281,637	100%	288,879	100%
<u>Costo de ventas</u>				
- Costo de materia prima	153,805	54.6%	158,915	55.0%
- Sueldos y rayas de producción	14,304	5.1%	13,565	4.7%
- Gastos de producción	33,509	11.9%	32,127	11.1%
- Depreciación	23,711	8.4%	19,791	6.9%
Total costo de ventas	225,329	80.0%	224,398	77.7%
Utilidad bruta	56,308	20.0%	64,481	22.3%
<u>Gastos de Operación</u>				
- Gastos generales	3,794	1.3%	3,355	1.2%
- Sueldos de administración	2,913	1.0%	3,117	1.1%
- Sueldos de ventas	2,120	0.8%	2,041	0.7%
- Gastos intercompañías	1,648	0.6%	1,758	0.6%
- Depreciaciones	627	0.2%	892	0.3%
Total gastos de operación	11,102	3.9%	11,163	3.9%
Utilidad de operación	45,206	16.1%	53,318	18.5%
<u>Costo integral de financiamiento:</u>				
Productos financieros (gastos)	(637)	-0.2%	4,919	1.7%
Utilidad en cambios (pérdida)	(10,009)	-3.6%	1,460	0.5%
Descuentos por pronto pago	(4,369)	-1.6%	(128)	0.0%
(Pérdida) ganancia por posición monetaria	8,193	2.9%	(31)	0.0%
Total costo integral de financiamiento	(6,822)	-2.4%	6,220	2.2%
Otros ingresos (gastos)	(1,315)	-0.5%	(610)	-0.2%
Utilidad antes de impuestos	37,069	13.2%	58,928	20.4%
IA	-	0.0%	-	0.0%
PTU	3,476	1.2%	6,551	2.3%
ISR	-	0.0%	-	0.0%
Utilidad neta	33,593	11.9%	52,377	18.1%

RAMSAN S.A. DE C.V.

2.6 Balance General ajustado 1995 y Ene-Sep 1996

(Miles de pesos)

	1995	%	1996(ene-sep)	%
Activo				
Activo circulante:				
Caja y bancos	1,881	0.4%	664	0.1%
Inversiones excedentes	35,785	6.8%	65,160	11.3%
Total efectivo e inversiones	37,666	7.2%	65,824	11.4%
Cuentas por cobrar				
Clientes:				
Cigarrera la Mexicana (CLM)	11,811	2.2%	18,339	3.2%
Terceros	22,900	4.4%	33,648	5.8%
	34,711	6.6%	51,987	9.0%
IEPS acreditable	24	0.0%	45	0.0%
IVA acreditable	-	0.0%	-	0.0%
Provisión utilidad en tipo de cambio	-	0.0%	-	0.0%
Otras cuentas por cobrar	4,376	0.8%	11,655	2.0%
Total cuentas por cobrar	39,111	7.4%	63,687	11.0%
Inventarios:				
Productos terminados	4,532	0.9%	8,642	1.5%
Materias primas	21,980	4.2%	23,372	4.0%
Refacciones	1,407	0.3%	2,139	0.4%
Mercancías en tránsito	703	0.1%	68	0.0%
Reservas para valuación UEPS	(6,541)	-1.2%	(6,623)	-1.1%
Actualización UEPS	13,771	2.6%	13,771	2.4%
Anticipo a proveedores	1,077	0.2%	762	0.1%
Variación de costos	-	0.0%	(5,066)	-0.9%
Total inventarios	36,929	7.0%	37,065	6.4%
Total activo circulante	113,706	21.6%	166,576	28.8%
Activo fijo:				
Valor histórico	151,093	28.7%	176,700	30.5%
Actualización del valor histórico	401,696	76.3%	392,088	67.7%
Depreciación acumulada	(24,348)	-4.6%	(30,181)	-5.2%
Depreciación acumulada revaluada	(115,868)	-22.0%	(126,712)	-21.9%
	-	0.0%	-	0.0%
Total activo fijo - neto	412,573	78.4%	411,895	71.2%
Activo diferido:				
ISR por recuperar	4	0.0%	314	0.1%
Pagos anticipados	-	0.0%	-	0.0%
	-	0.0%	-	0.0%
Total activo diferido	4	0.0%	314	0.1%
		0.0%		0.0%
Total Activo	526,283	100%	578,785	100%

RAMSAN S.A. DE C.V.

2.6 Balance General ajustado 1995 y Ene-Sep 1996

(Miles de pesos)

	1995	%	1996(ene-sep)	%
Pasivo				
<u>Pasivo a corto plazo:</u>				
Proveedores	22,976	4.4%	26,620	4.6%
Compañías afiliadas	(83)	0.0%	-	0.0%
Otras cuentas y gastos por pagar	5,161	1.0%	4,603	0.8%
IVA por pagar	2,485	0.5%	2,390	0.4%
IA por pagar	-	0.0%	-	0.0%
PTU por pagar	3,488	0.7%	6,525	1.1%
Documentos e intereses por pagar	16,608	3.2%	14,465	2.5%
		0.0%		0.0%
Total pasivo a corto plazo	50,635	9.6%	54,603	9.4%
<u>Pasivo largo plazo:</u>				
Documentos y cuentas por pagar	29,209	5.6%	28,859	5.0%
Intereses por pagar	984		-	
Cuenta corriente ELM	-	0.0%	-	0.0%
Provisión pérdida en tipo de cambio	-	0.0%	-	0.0%
Total pasivo largo plazo	30,193	5.7%	28,859	5.0%
<u>Pasivo diferido:</u>				
Provisión para retiro involuntario	388	0.1%	506	0.1%
		0.0%		0.0%
Total Pasivo	81,216	16.4%	83,968	14.6%
<u>Capital Contable</u>				
Capital social	134,032	25.5%	134,032	23.2%
Reserva legal	901	0.2%	2,550	0.4%
Aportaciones para futuros aumentos de capital	-	0.0%	-	0.0%
Utilidades acumuladas	175	0.0%	33,768	5.8%
Utilidad (pérdida) del ejercicio	33,593	6.4%	52,377	9.0%
Actualización del capital	153,630	29.2%	213,353	36.9%
Exceso (insuficiencia) en la actualización del capital	122,736	23.3%	58,737	10.1%
Total capital contable	445,067	84.6%	494,817	85.5%
Total Pasivo y Capital Contable	526,283	100%	578,785	100%

	1995	% Arenta	1996(ene-sep)	% Arentas
Utilidad operativa	45,206	16.1%	53,318	18.5%
Depreciaciones (histórica y revaluada)	24,338	8.6%	20,683	7.2%
Impuestos operativos	(4,240)	-1.5%	(5,927)	-2.1%
Impuestos operativos por pagar	3,515	1.2%	2,747	1.0%
Flujo proveniente de operaciones	68,820	24.4%	70,821	24.5%
Capital de trabajo:				
Caja y bancos	(1,563)	-0.6%	1,217	0.4%
Cuentas por cobrar	(20,536)	-7.3%	(17,276)	-6.0%
Inventarios	(9,198)	-3.3%	864	0.3%
Proveedores	13,271	4.7%	3,644	1.3%
Otras cuentas por cobrar	-	0.0%	(7,300)	-2.5%
Otras cuentas y gastos por pagar	(105)	0.0%	(880)	-0.3%
Total capital de trabajo - neto	(18,131)	-6.4%	(19,731)	-6.8%
Inversiones en activo fijo	(30,427)	-10.8%	(25,607)	-8.9%
Otros ingresos(gastos)	1,507	0.5%	1,355	0.5%
Otros pasivos a largo plazo	53	0.0%	118	0.0%
Ajuste por reexpresión	163	0.1%	(21)	0.0%
Flujo operativo	21,985	7.8%	26,935	9.3%
Cuenta corriente ELM	(6,407)	-2.3%	-	0.0%
Documentos y cuentas por pagar - corto plazo	8,953	3.2%	(2,143)	-0.7%
Documentos y cuentas por pagar - largo plazo	17,525	6.2%	(350)	-0.1%
Intereses por pagar - largo plazo	577	0.2%	(984)	-0.3%
Productos financieros (gastos)	(637)	-0.2%	4,919	1.7%
Utilidad (pérdida) en cambios	(10,009)	-3.6%	1,460	0.5%
Descuentos por pronto pago - neto	(4,369)	-1.6%	(128)	0.0%
Impuestos financieros por pagar	(633)	-0.2%	289	0.1%
Impuestos financieros	763	0.3%	(624)	-0.2%
Inversiones excedentes	(35,749)	-12.7%	(29,375)	-10.2%
Capital social	8,000	2.8%	-	0.0%
Dividendos	-	0.0%	-	0.0%
Flujo financiero	(21,985)	-7.8%	(26,936)	-9.3%

**3. PROYECCIONES
ESCENARIO BASE**

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.1 Estado de Resultados pesos corrientes
(Miles de pesos)

(1)

Escenario: **BASE**

	1995	Ene-Sep	Oct-Dic	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ventas Netas	281,638	288,880	97,943	386,823	640,689	728,793	935,993	1,148,304	1,340,250
Costos Variables	153,805	158,915	55,338	214,253	300,993	409,869	529,599	651,273	759,108
Contribución Marginal	127,833	129,965	42,605	172,570	239,696	318,924	406,394	497,032	581,142
Sueldos y Salarios	13,259	12,159	4,471	16,630	21,362	27,223	31,629	38,243	44,044
Costos Asociados	10,168	9,909	3,474	13,383	16,909	20,693	24,454	29,140	33,699
Mantenimiento	9,991	9,798	3,012	12,810	17,332	22,388	26,071	30,163	34,773
Servicios	10,895	10,797	3,518	14,315	17,490	22,587	28,133	33,922	39,452
Impuestos	23	31	0	31	22	13	15	18	20
Seguros	976	938	369	1,307	1,664	2,070	2,432	2,843	3,316
Rentas	4,030	3,819	1,240	5,059	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización Costo	5,882	5,719	2,789	8,508	15,157	20,020	20,789	21,402	22,114
Depreciación y Amortización Revaluación	18,456	14,964	6,182	21,146	28,289	37,126	41,719	48,477	58,200
Estimación de Cuentas Incobrables	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Costos Fijos	73,880	68,134	25,054	93,188	118,225	152,118	175,242	204,207	235,617
Costo de Ventas	227,485	227,049	80,392	307,441	419,218	561,987	704,841	855,480	994,725
Utilidad Bruta	54,153	61,831	17,551	79,382	121,471	166,806	231,152	292,824	345,525
Gastos de Admon. y Ventas	8,950	8,513	3,562	12,075	15,774	20,100	24,237	28,409	32,759
Utilidad de Operación	45,203	53,318	13,989	67,307	105,697	146,707	206,915	264,415	312,766
Otros Gastos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos	1,316	609	573	1,182	(1,300)	(1,543)	(1,796)	(2,078)	(2,396)
UAFIR	43,887	52,709	13,416	66,125	106,997	148,250	208,712	266,494	315,162
Gastos Financieros	9,206	3,455	945	4,400	6,208	9,004	7,385	5,459	3,095
Ingresos Financieros	(4,204)	(8,245)	(5,327)	(13,572)	(12,441)	(38,623)	(73,963)	(122,993)	(195,374)
Resultado por Posición Monetaria	(8,192)	31	2,802	2,833	(445)	25,761	55,466	93,690	146,793
Resultado por Fluctuación Cambiaria	10,008	(1,460)	2,589	1,129	10,893	13,648	10,339	7,045	3,767
Costo Integral de Financiamiento	6,818	(6,219)	1,010	(5,209)	4,216	9,791	(773)	(16,799)	(41,719)
Utilidad antes de Impuestos	37,069	58,928	12,406	71,334	102,782	138,459	209,485	283,292	356,881
ISR y PTU	3,476	6,549	1,241	7,790	10,278	29,864	88,637	119,723	153,957
Utilidad Neta	33,593	52,379	11,166	63,545	92,504	108,595	120,848	163,570	202,924

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.2 Estado de Resultados pesos constantes (1)
(Miles de pesos)

Escenario: **BASE**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ventas Netas	391,005	403,841	459,746	523,101	577,191	612,047	619,642
Costos Variables	211,597	223,767	255,874	294,189	326,583	347,129	350,961
Contribución Marginal	179,408	180,075	203,872	228,912	250,607	264,918	268,681
Sueldos y Salarios	18,623	17,299	18,212	19,539	19,505	20,383	20,363
Costos Asociados	14,200	13,932	14,412	14,852	15,080	15,532	15,580
Mantenimiento	13,619	13,427	14,737	16,069	16,077	16,077	16,077
Servicios	15,087	14,860	14,882	16,212	17,348	18,080	18,240
Impuestos	34	19	19	9	9	9	9
Seguros	1,340	1,384	1,416	1,485	1,500	1,515	1,533
Rentas	5,718	5,284	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización Costo	8,282	8,954	12,868	14,369	12,820	11,407	10,224
Depreciación y Amortización Revaluación	25,988	21,805	24,034	26,647	25,727	25,838	26,908
Estimación de Cuentas Incobrables	0						
Costos Fijos	102,891	96,964	100,580	109,185	108,065	108,843	108,934
Costo de Ventas	314,488	320,731	356,453	403,374	434,648	455,971	459,894
Utilidad Bruta	76,517	83,110	103,292	119,728	142,543	156,075	159,748
Gastos de Admón. y Venta	12,334	12,499	13,425	14,427	14,946	15,142	15,146
Utilidad de Operación	64,183	70,611	89,867	105,301	127,597	140,933	144,602
Otros Gastos	0						
Otros Ingresos	1,340	1,114	(1,108)	(1,108)	(1,108)	(1,108)	(1,108)
UAFIR	62,843	69,498	90,975	106,409	128,704	142,041	145,710
Gastos Financieros	13,183	4,618	5,218	6,463	4,554	2,909	1,431
Ingresos Financieros	(5,309)	(13,921)	(10,438)	(27,722)	(45,610)	(65,555)	(90,328)
Resultado por Posición Monetaria	(12,408)	2,525	(375)	18,490	34,204	49,937	67,867
Resultado por Fluctuación Cambiaria	15,163	789	9,140	9,796	6,375	3,755	1,742
Costo Integral de Financiamiento	10,629	(5,989)	3,545	7,027	(477)	(8,954)	(19,288)
Utilidad antes de Impuestos	52,214	75,487	87,429	99,381	129,181	150,995	164,998
ISR y PTU	4,556	8,218	8,743	21,436	54,659	63,812	71,179
Utilidad Neta	47,658	67,269	78,687	77,946	74,522	87,183	93,818

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.3 Balance General pesos corrientes
(Miles de pesos)

(1)

Escenario: **BASE**

	1995	Sep 1996	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ACTIVOS:								
Saldo Mínimo en Caja	1,881	664	522	806	1,012	1,300	1,595	1,861
Inversiones Temporales	35,785	65,160	76,557	91,646	227,419	424,525	704,886	1,089,181
Cuentas por Cobrar	34,711	51,987	45,975	64,582	87,050	111,799	137,159	160,085
Estimación cuentas incobrables (negativo)		0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Cobrar	4,403	12,014	14,544	109	1,908	1,908	1,908	1,908
Inventarios	23,159	23,294	33,225	41,805	51,234	58,844	63,318	69,585
Revaluación de inventarios	13,771	13,771	13,771	13,771	13,771	13,771	13,771	13,771
Activo Circulante	113,710	166,890	184,593	212,719	382,394	612,147	922,636	1,336,391
Activo Fijo Histórico	151,092	176,700	184,930	362,125	377,505	389,780	404,006	420,430
Activo Fijo Revaluado	401,897	392,088	400,323	604,830	662,819	749,273	874,477	1,054,380
Depreciación Histórica	(24,348)	(30,181)	(32,970)	(48,127)	(68,147)	(88,935)	(110,338)	(132,451)
Depreciación Revaluada	(115,867)	(126,712)	(140,119)	(200,187)	(270,944)	(356,285)	(459,630)	(587,694)
Planta y Equipo Neto	412,574	411,895	412,165	718,641	701,233	693,832	708,515	754,665
Activo Fijo	412,574	411,895	412,165	718,641	701,233	693,832	708,515	754,665
Activo Diferido		0	0	0	0	0	0	0
Amortización Acumulada		0	0	0	0	0	0	0
Activo Diferido	0	0	0	0	0	0	0	0
Activo Total	526,283	578,785	596,758	931,360	1,083,627	1,305,979	1,631,151	2,091,056
PASIVOS								
Créditos Bancarios Corto Plazo	0	0	0	0	0	0	0	0
Créditos Bancarios a C.P. en Dólares	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses por pagar	984	0	1,575	3,064	876	672	393	139
Papel Comercial	0	0	0	0	0	0	0	0
Fomex	0	0	0	0	0	0	0	0
Proveedores	22,976	26,620	27,184	33,444	42,125	54,431	66,936	78,019
Otras Cuentas por Pagar	7,566	6,993	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
PTU por pagar	3,488	6,523	7,764	10,278	16,880	25,976	36,106	48,483
Porción Circulante de Créditos a L.P.	16,608	14,465	14,174	29,839	25,767	29,271	24,901	17,120
Total Pasivos Circulantes	51,622	54,601	57,691	83,619	92,643	117,345	135,330	150,756
Créditos a L.P.	29,209	28,859	28,765	72,652	57,182	35,687	15,277	(0)
Pasivos a Largo Plazo		0	0	0	0	0	0	0
Otros impuestos por Pagar		0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos a Largo Plazo	388	506	505	505	505	505	505	505
Total Pasivos Largo Plazo	29,597	29,365	29,270	73,157	57,687	36,192	15,782	505
Total Pasivos	81,219	83,966	86,961	156,777	150,330	153,537	151,112	151,261
CAPITAL CONTABLE:								
Capital Social	134,032	134,032	134,032	134,032	134,032	134,032	134,032	134,032
Utilidades Retenidas	175	33,768	33,768	97,313	189,816	298,411	419,259	582,829
Utilidad del Ejercicio	33,593	52,379	63,545	92,504	108,595	120,848	163,570	202,924
Revaluación Capital Social	148,474	200,370	219,097	293,112	364,872	445,195	534,396	635,997
Revaluación Utilidades Retenidas	901	13,418	16,060	37,890	60,604	100,922	162,419	250,834
Revaluación Utilidad del Ejercicio	5,153	2,115	5,433	16,510	34,825	57,915	85,445	123,295
RETANM		0	1,010	173,738	198,095	240,927	311,264	421,303
Insuficiencia (exceso) en la Revaluación	122,736	58,737	36,851	(70,515)	(157,543)	(245,808)	(330,346)	(411,420)
Total Capital Contable	445,064	494,819	509,797	774,583	933,296	1,152,442	1,480,039	1,939,794
Pasivo más Capital	526,283	578,785	596,758	931,359	1,083,626	1,305,979	1,631,151	2,091,055

(1) 1995 y Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.4 Flujo de Efectivo pesos corrientes
(Miles de pesos)

(1)

Escenario: **BASE**

	1995	Ene-Sep	Oct-Dic	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Utilidad de Operación	45,206	53,318	13,989	67,307	105,697	146,707	206,915	264,415	312,766
Depreciaciones	24,338	20,683	8,971	29,654	43,446	57,145	62,508	69,879	80,313
Impuestos operativos	(4,240)	(5,858)	(1,342)	(7,199)	(10,700)	(31,976)	(88,310)	(112,623)	(135,959)
Impuestos operativos por pagar	3,515	2,746	1,399	4,145	2,586	6,995	8,984	9,455	10,847
Flujo proveniente de operaciones	68,820	70,889	23,018	93,907	141,029	178,871	190,097	231,126	267,967
Capital de trabajo									
Saldo Mínimo en Caja	(1,563)	1,217	143	1,359	(285)	(206)	(288)	(295)	(267)
Cuentas por Cobrar	(20,536)	(17,307)	6,423	(10,884)	(19,539)	(22,468)	(24,749)	(25,359)	(22,927)
Inventarios	(9,198)	865	(9,931)	(9,066)	(8,580)	(9,429)	(7,611)	(4,474)	(6,267)
Proveedores	13,271	3,644	564	4,208	6,260	8,682	12,306	12,505	11,083
Otras cuentas por cobrar	0	0	0	0	0	(1,799)	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar	(105)	(755)		(755)	0	0	0	0	0
Total capital de trabajo - neto	(18,131)	(12,336)	(2,802)	(15,138)	(22,144)	(25,220)	(20,342)	(17,623)	(18,377)
Flujo operativo antes de inversiones	50,689	58,553	20,216	78,769	118,885	153,651	169,756	213,503	249,590
Inversiones en activo fijo	(30,427)	(33,052)	(11,171)	(44,223)	(161,827)	(15,379)	(12,275)	(14,226)	(16,424)
Otros Ingresos	1,507	1,355	(573)	782	1,300	1,543	1,796	2,078	2,396
Otros Pasivos a Largo Plazo	53	118		118	0	0	0	0	0
Ajuste por reexpresión	163	(16)		(16)					
Flujo operativo	21,985	26,958	8,471	35,430	(41,642)	139,815	159,277	201,356	235,562
Cuenta corriente ELM	(6,407)			0					
Porción Circulante de Créditos a L.P.	8,953	(2,143)	(291)	(2,434)	15,665	(4,072)	3,504	(4,370)	(7,780)
Créditos a L.P.	17,525	(304)	(94)	(398)	43,888	(15,471)	(21,495)	(20,410)	(15,278)
Intereses por pagar	577	(984)	1,575	591	1,489	(2,188)	(204)	(279)	(254)
Productos (gastos) financieros	(5,006)	4,790	4,381	9,171	6,233	29,619	66,578	117,534	192,279
Utilidad (perdida en cambios)	(10,009)	1,460	(2,589)	(1,129)	(10,893)	(13,648)	(10,339)	(7,045)	(3,767)
Impuestos financieros	(633)	(691)	101	(590)	422	2,112	(327)	(7,099)	(17,997)
Impuestos financieros por pagar	763	289	(158)	131	(71)	(393)	112	675	1,530
Inversiones Temporales	(35,749)	(29,375)	(11,397)	(40,772)	(15,090)	(135,773)	(197,106)	(280,361)	(384,295)
Capital Social	8,000	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo financiero	(21,985)	(26,958)	(8,471)	(35,430)	41,642	(139,815)	(159,277)	(201,356)	(235,562)

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.5 Estado de Resultados, análisis vertical (1)

Escenario: **BASE**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ventas Netas	100.0%						
Costos Variables	54.6%	55.4%	55.7%	56.2%	56.6%	56.7%	56.6%
Contribución Marginal	45.4%	44.6%	44.3%	43.8%	43.4%	43.3%	43.4%
Sueldos y Salarios	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	3.4%	3.3%	3.3%
Costos Asociados	3.6%	3.5%	3.1%	2.8%	2.6%	2.5%	2.5%
Mantenimiento	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%	2.8%	2.6%	2.6%
Servicios	3.9%	3.7%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	2.9%
Impuestos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Seguros	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
Rentas	1.4%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Depreciación y Amortización Costo	2.1%	2.2%	2.8%	2.7%	2.2%	1.9%	1.6%
Depreciación y Amortización Revaluación	6.6%	5.5%	5.2%	5.1%	4.5%	4.2%	4.3%
Estimación de Cuentas Incobrables	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Costos Fijos	26.2%	24.1%	21.9%	20.9%	18.7%	17.8%	17.6%
Costo de Ventas	80.8%	79.5%	77.5%	77.1%	75.3%	74.5%	74.2%
Utilidad Bruta	19.2%	20.5%	22.5%	22.9%	24.7%	25.5%	25.8%
Gastos de Admon. y Ventas	3.2%	3.1%	2.9%	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%
Utilidad de Operación	16.1%	17.4%	19.5%	20.1%	22.1%	23.0%	23.3%
Otros Gastos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros Ingresos	0.5%	0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
UAFIR	15.6%	17.1%	19.8%	20.3%	22.3%	23.2%	23.5%
Gastos Financieros	3.3%	1.1%	1.1%	1.2%	0.8%	0.5%	0.2%
Ingresos Financieros	-1.5%	-3.5%	-2.3%	-5.3%	-7.9%	-10.7%	-14.6%
Resultado por Posición Monetaria	-2.9%	0.7%	-0.1%	3.5%	5.9%	8.2%	11.0%
Resultado por Fluctuación Cambiaria	3.6%	0.3%	2.0%	1.9%	1.1%	0.6%	0.3%
Costo Integral de Financiamiento	2.4%	-1.3%	0.8%	1.3%	-0.1%	-1.5%	-3.1%
Utilidad antes de Impuestos	13.2%	18.4%	19.0%	19.0%	22.4%	24.7%	26.6%
ISR y PTU	1.2%	2.0%	1.9%	4.1%	9.5%	10.4%	11.5%
Utilidad Neta	11.9%	16.4%	17.1%	14.9%	12.9%	14.2%	15.1%

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.6 Estado de Resultados, tasa de crecimiento real

(1)

Escenario: **BASE**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ventas Nacionales		3.3%	13.8%	13.8%	10.3%	6.0%	1.2%
Ventas Exportación							
Ventas Netas		3.3%	13.8%	13.8%	10.3%	6.0%	1.2%
Costos Variables		5.8%	14.3%	15.0%	11.0%	6.3%	1.1%
Contribución Marginal		0.4%	13.2%	12.3%	9.5%	5.7%	1.4%
Sueldos y Salarios		-7.1%	5.3%	7.3%	-0.2%	4.5%	-0.1%
Costos Asociados		-1.9%	3.4%	3.1%	1.5%	3.0%	0.3%
Mantenimiento		-1.4%	9.8%	9.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Servicios		-1.5%	0.1%	8.9%	7.0%	4.2%	0.9%
Impuestos		-42.8%	-0.1%	-51.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Seguros		3.3%	2.3%	4.9%	1.0%	1.0%	1.2%
Rentas		-7.6%	-100.0%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Depreciación y Amortización Costo		8.1%	43.7%	11.7%	-10.8%	-11.0%	-10.4%
Depreciación y Amortización Revaluación		-16.1%	10.2%	10.9%	-3.5%	0.4%	4.1%
Estimación de Cuentas Incobrables							
Costos Fijos		-5.8%	3.7%	8.6%	-1.0%	0.7%	0.1%
Costo de Ventas		2.0%	11.1%	13.2%	7.8%	4.9%	0.9%
Utilidad Bruta		8.6%	24.3%	15.9%	19.1%	9.5%	2.4%
Gastos de operación		1.3%	7.4%	7.5%	3.6%	1.3%	0.0%
Utilidad de Operación		10.0%	27.3%	17.2%	21.2%	10.5%	2.6%
Otros Gastos							
Otros Ingresos		-16.9%	-199.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
UAFIR		10.6%	30.9%	17.0%	21.0%	10.4%	2.6%
Gastos Financieros		-65.0%	13.0%	23.8%	-29.5%	-36.1%	-50.8%
Ingresos Financieros		162.2%	-25.0%	165.6%	64.5%	43.7%	37.8%
Resultado por Posición Monetaria		-120.3%	-114.9%	-5031.0%	85.0%	46.0%	35.9%
Resultado por Fluctuación Cambiaria		-94.8%	1058.5%	7.2%	-34.9%	-41.1%	-53.6%
Costo Integral de Financiamiento		-156.3%	-159.2%	98.2%	-106.8%	1777.3%	115.4%
Utilidad antes de Impuestos		44.6%	15.8%	13.7%	30.0%	16.9%	9.3%
ISR y PTU		80.4%	6.4%	145.2%	155.0%	16.7%	11.5%
Utilidad Neta		41.1%	17.0%	-0.9%	-4.4%	17.0%	7.6%

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.7 Flujo de Efectivo, análisis vertical (1)

Escenario: **BASE**

(Miles de pesos)

	1995	Ene-Sep	Oct-Dic	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Utilidad de Operación	16.1%	18.5%	32.8%	17.4%	19.5%	20.1%	22.1%	23.0%	23.3%
Depreciaciones	8.6%	7.2%	21.1%	7.7%	8.0%	7.8%	6.7%	6.1%	6.0%
Impuestos operativos	-1.5%	-2.0%	-3.1%	-1.9%	-2.0%	-4.4%	-9.4%	-9.8%	-10.1%
Impuestos operativos por pagar	1.2%	1.0%	3.3%	1.1%	0.5%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%
Flujo proveniente de operaciones	24.4%	24.5%	54.0%	24.3%	26.1%	24.5%	20.3%	20.1%	20.0%
Capital de trabajo									
Saldo Mínimo en Caja	-0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cuentas por Cobrar	-7.3%	-6.0%	15.1%	-2.8%	-3.6%	-3.1%	-2.6%	-2.2%	-1.7%
Inventarios	-3.3%	0.3%	-23.3%	-2.3%	-1.6%	-1.3%	-0.8%	-0.4%	-0.5%
Proveedores	4.7%	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.1%	0.8%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Otras Cuentas por Pagar	0.0%	-0.3%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total capital de trabajo - neto	-6.4%	-4.3%	-6.6%	-3.9%	-4.1%	-3.5%	-2.2%	-1.5%	-1.4%
Flujo operativo antes de inversiones	18.0%	20.3%	47.4%	20.4%	22.0%	21.1%	18.1%	18.6%	18.6%
Inversiones en activo fijo	-10.8%	-11.4%	-26.2%	-11.4%	-29.9%	-2.1%	-1.3%	-1.2%	-1.2%
Otros ingresos	0.5%	0.5%	-1.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Ajuste por reexpresion	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Flujo operativo	7.8%	9.3%	19.9%	9.2%	-7.7%	19.2%	17.0%	17.5%	17.6%
Porción Circulante de Créditos a L.P.	3.2%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	2.9%	-0.6%	0.4%	-0.4%	-0.6%
Créditos a L.P.	6.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	8.1%	-2.1%	-2.3%	-1.8%	-1.1%
Intereses por pagar	0.2%	-0.3%	3.7%	0.2%	0.3%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Productos (gastos) financieros	-1.8%	1.7%	10.3%	2.4%	1.2%	4.1%	7.1%	10.2%	14.3%
Utilidad (pérdida en cambios)	-3.6%	0.5%	-6.1%	-0.3%	-2.0%	-1.9%	-1.1%	-0.6%	-0.3%
Impuestos financieros	-0.2%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.0%	-0.6%	-1.3%
Impuestos financieros por pagar	0.3%	0.1%	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
Inversiones Temporales	-12.7%	-10.2%	-28.7%	-10.5%	-2.8%	-18.6%	-21.1%	-24.4%	-28.7%
Capital Social	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Flujo financiero	-7.8%	-9.3%	-19.9%	-9.2%	7.7%	-19.2%	-17.0%	-17.5%	-17.6%

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.8 Ventas a pesos corrientes 1992 - 2001
(Miles de pesos)

Escenario: **BASE**

	1992	1993	1994	1995	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
a) PLEGADIZOS										
Cigarrera la Mexicana (CLM):										
- Nacionales	24,751	25,916	25,319	49,783	64,278	86,158	103,357	122,685	145,018	170,776
- Exportación	4,568	7,244	7,253	15,814	24,077	41,925	52,338	64,439	78,784	95,688
Subtotal CLM	29,319	33,160	32,571	65,596	88,355	128,082	155,695	187,124	223,802	266,464
Terceros:										
- Actuales	7,564	10,377	28,950	63,974	91,929	146,131	171,170	199,193	230,838	266,508
- Nuevos proyectos					-	-	34,843	72,085	104,421	120,556
Subtotal Terceros	7,564	10,377	28,950	63,974	91,929	146,131	206,013	271,278	335,259	387,065
Subtotal Plegadizos	36,883	43,537	61,522	129,570	180,284	274,213	361,708	458,402	559,061	653,528
b) FLEXIBLES										
Cigarrera la Mexicana (CLM):										
- Nacionales	41,730	35,789	42,686	77,039	80,167	93,600	112,285	133,282	157,544	185,527
- Exportación	2,751	3,715	6,642	15,889	18,163	24,707	30,844	37,975	46,429	56,391
Subtotal CLM	44,481	39,504	49,328	92,928	98,330	118,307	143,129	171,257	203,973	241,917
Terceros:										
- Actuales	28,948	29,863	31,096	59,139	108,208	148,168	173,452	201,849	233,916	270,062
- Nuevos proyectos					-	-	50,504	104,485	151,355	174,743
Subtotal Terceros	28,948	29,863	31,096	59,139	108,208	148,168	223,956	306,334	385,271	444,805
Subtotal Flexibles	73,429	69,367	80,425	152,068	206,538	266,475	367,085	477,591	589,244	686,722
Ventas totales	110,312	112,904	141,946	281,637	386,822	540,688	728,793	935,993	1,148,304	1,340,250

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.9 Ventas a pesos constantes 1992 - 2001

(Miles de pesos, cifras a precios constantes al 30 de septiembre de 1996)

Escenario: **BASE**

	1992	1993	1994	1995	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001				
a) PLEGADIZOS														
Cigarrera 												Crecimiento Ponderado 1998/1992	Crecimiento Ponderado 2001/1995	Indice
- Nacionales	55,841	53,056	48,171	69,115	67,288	73,259	74,186	75,655	77,295	78,955	4.8%	3.2%	1.17	
- Exportación	10,305	14,830	13,799	21,954	25,186	35,648	37,566	39,737	41,992	44,240	25.0%	11.9%	1.76	
Subtotal CLM	66,146	67,886	61,970	91,069	92,473	108,908	111,753	115,392	119,287	123,195	8.7%	5.9%	1.33	
Terceros:														
- Actuales	17,065	21,244	55,081	88,816	95,649	124,255	122,859	122,835	123,037	123,216	53.9%	5.2%	1.29	
- Nuevos proyectos							25,009	44,452	55,656	55,737				
Subtotal Terceros	17,065	21,244	55,081	88,816	95,649	124,255	147,868	167,287	178,693	178,953	53.9%	13.3%	1.87	
Subtotal Plegadizos	83,211	89,131	117,052	179,885	188,123	233,162	259,621	282,679	297,979	302,148	22.6%	9.9%	1.61	
b) FLEXIBLES														
Cigarrera la Mexicana (CLM):														
- Nacionales	94,148	73,269	81,215	106,956	83,912	79,587	80,594	82,190	83,971	85,775	-2.8%	0.4%	1.02	
- Exportación	6,206	7,605	12,638	22,059	19,001	21,008	22,139	23,418	24,747	26,071	32.3%	6.5%	1.37	
Subtotal CLM	100,352	80,874	93,853	129,015	102,913	100,596	102,733	105,608	108,718	111,847	0.6%	1.7%	1.09	
Terceros:														
- Actuales	65,310	61,137	59,164	82,105	112,805	125,987	124,497	124,472	124,677	124,859	14.6%	2.1%	1.11	
- Nuevos proyectos							36,250	64,432	80,672	80,790				
Subtotal Terceros	65,310	61,137	59,164	82,105	112,805	125,987	160,747	188,904	205,349	205,648	14.6%	12.8%	1.82	
Subtotal Flexibles	165,662	142,011	153,017	211,119	215,718	226,582	263,480	294,512	314,067	317,495	6.8%	8.0%	1.47	
Ventas totales	248,872	231,141	270,069	391,005	403,840	459,745	523,101	577,191	612,047	619,643	12.9%	8.9%	1.53	
Resumen:														
Ventas CLM	166,498	148,760	155,823	220,084	195,386	209,503	214,485	221,000	228,004	235,042	4.1%	3.8%	1.20	
Ventas Terceros	82,374	82,381	114,246	170,921	208,454	250,241	308,616	356,191	384,042	384,601	26.1%	13.0%	1.85	
Total	248,872	231,141	270,069	391,005	403,840	459,745	523,101	577,191	612,047	619,643	12.9%	8.9%	1.53	

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.10 Ventas tasas de crecimiento en términos reales 1993 - 2001

Escenario: **BASE**

	1993	1994	1995	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
Variables de referencia:									
Crecimiento real Producto Interno Bruto (PIB)	0.6%	3.5%	-6.9%	3.5%	4.7%	5.2%	5.5%	5.1%	4.7%
a) PLEGADIZOS									
Cigarrera la Mexicana (CLM):									
- Nacionales	-5.0%	-9.2%	43.5%	-2.6%	8.9%	1.3%	2.0%	2.2%	2.1%
- Exportación	43.9%	-7.0%	59.1%	14.7%	41.5%	5.4%	5.8%	5.7%	5.4%
Subtotal CLM	2.6%	-8.7%	47.0%	1.5%	17.8%	2.6%	3.3%	3.4%	3.3%
Terceros:									
- Actuales	24.5%	159.3%	61.2%	7.7%	29.9%	-1.1%	0.0%	0.2%	0.1%
- Nuevos proyectos							77.7%	25.2%	0.1%
Subtotal Terceros	24.5%	159.3%	61.2%	7.7%	29.9%	19.0%	13.1%	6.8%	0.1%
Subtotal Plegadizos	7.1%	31.3%	53.7%	4.6%	23.9%	11.3%	8.9%	5.4%	1.4%
b) FLEXIBLES									
Cigarrera la Mexicana (CLM):									
- Nacionales	-22.2%	10.8%	31.7%	-21.5%	-5.2%	1.3%	2.0%	2.2%	2.1%
- Exportación	22.6%	66.2%	74.6%	-13.9%	10.6%	5.4%	5.8%	5.7%	5.4%
Subtotal CLM	-19.4%	16.0%	37.5%	-20.2%	-2.3%	2.1%	2.8%	2.9%	2.9%
Terceros:									
- Actuales	-6.4%	-3.2%	38.8%	37.4%	11.7%	-1.2%	0.0%	0.2%	0.1%
- Nuevos proyectos							77.7%	25.2%	0.1%
Subtotal Terceros	-6.4%	-3.2%	38.8%	37.4%	11.7%	27.6%	17.5%	8.7%	0.1%
Subtotal Flexibles	-14.3%	7.8%	38.0%	2.2%	5.0%	16.3%	11.8%	6.6%	1.1%
Ventas totales	-7.1%	16.8%	44.8%	3.3%	13.8%	13.8%	10.3%	6.0%	1.2%
Resumen:									
Ventas CLM	-10.7%	4.7%	41.2%	-11.2%	7.2%	2.4%	3.0%	3.2%	3.1%
Ventas Terceros	0.0%	38.7%	49.6%	22.0%	20.0%	23.3%	15.4%	7.8%	0.1%
Total	-7.1%	16.8%	44.8%	3.3%	13.8%	13.8%	10.3%	6.0%	1.2%

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.11 Ventas análisis vertical 1992 - 2001

Escenario: **BASE**

	1992	1993	1994	1995	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
a) PLEGADIZOS										
Cigarrera la Mediana (CLM):										
- Nacionales	22.4%	23.0%	17.8%	17.7%	16.7%	15.9%	14.2%	13.1%	12.6%	12.7%
- Exportación	4.1%	6.4%	5.1%	5.6%	6.2%	7.8%	7.2%	6.9%	6.9%	7.1%
Subtotal CLM	26.6%	29.4%	22.9%	23.3%	22.9%	23.7%	21.4%	20.0%	19.5%	19.9%
Terceros:										
- Actuales	6.9%	9.2%	20.4%	22.7%	23.7%	27.0%	23.5%	21.3%	20.1%	19.9%
- Nuevos proyectos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	7.7%	9.1%	9.0%
Subtotal Terceros	6.9%	9.2%	20.4%	22.7%	23.7%	27.0%	28.3%	29.0%	29.2%	28.9%
Subtotal Plegadizos	33.4%	38.6%	43.3%	46.0%	46.6%	50.7%	49.6%	49.0%	48.7%	48.8%
b) FLEXIBLES										
Cigarrera la Mediana (CLM):										
- Nacionales	37.8%	31.7%	30.1%	27.4%	20.8%	17.3%	15.4%	14.2%	13.7%	13.6%
- Exportación	2.5%	3.3%	4.7%	5.6%	4.7%	4.6%	4.2%	4.1%	4.0%	4.2%
Subtotal CLM	40.3%	35.0%	34.8%	33.0%	25.5%	21.9%	19.6%	18.3%	17.8%	18.1%
Terceros:										
- Actuales	26.2%	26.4%	21.9%	21.0%	27.9%	27.4%	23.8%	21.6%	20.4%	20.2%
- Nuevos proyectos										
Subtotal Terceros	26.2%	26.4%	21.9%	21.0%	27.9%	27.4%	30.7%	32.7%	33.6%	33.2%
Subtotal Flexibles	66.6%	61.4%	56.7%	54.0%	53.4%	49.3%	50.4%	51.0%	51.3%	51.2%
Ventas totales	100.0%									
Resumen:										
Ventas CLM	66.9%	64.4%	57.7%	56.3%	48.4%	45.6%	41.0%	38.3%	37.3%	37.9%
Ventas Terceros	33.1%	35.6%	42.3%	43.7%	51.6%	54.4%	59.0%	61.7%	62.7%	62.1%
Total	100.0%									

ALUPRINT, S.A. DE C.V.

3.12 Plantilla de personal 1992 - 2001

Escenario: **BASE**

	1992	1993	1994	1995	1996(Ene-Sep)	1996(Oct-Dic)	1997	1998	1999	2000	2001
a) PRODUCCION											
- Sindicalizados	359	394	433	445	477	477	477	477	477	477	477
- Confianza	171	193	215	226	233	233	233	233	233	233	233
TOTAL	530	587	648	671	710	710	710	710	710	710	710
- Nuevos Proyectos (1)							32	104	131	140	140
b) ADMINISTRACIÓN											
- Crecimiento natural	29	29	29	28	29	29	29	29	29	29	29
- Nuevos Proyectos (1)								3	3	3	3
c) VENTAS											
- Crecimiento natural	13	14	14	17	18	18	18	18	18	18	18
- Nuevos Proyectos (1)							1	6	7	7	7
Total Personal	572	630	691	716	757	757	790	870	898	907	907

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.13 Sueldos y costos asociados 1997 - 2001

Escenario:

BASE

Total Sueldos y Salarios a Nivel Compañía de 1997 al 2001							Total Costos Asociados a Nivel Compañía de 1997 al 2001						
	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Total		Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Total
Produccion	20,808	24,444	28,408	32,815	37,814	144,289	Produccion	16,600	19,504	22,667	26,186	30,175	115,132
Nvos. Proy.	553	2,779	3,222	5,427	6,229	18,211	Nvos. Proy.	309	1,189	1,786	2,955	3,524	9,763
Administracion	4,169	4,958	5,774	6,684	7,707	29,292	Administracion	2,858	3,399	3,958	4,582	5,284	20,080
Nvos. Proy.	-	130	117	138	153	537	Nvos. Proy.	-	80	72	85	94	331
Ventas	2,685	3,188	3,712	4,296	4,953	18,834	Ventas	1,425	1,692	1,970	2,280	2,629	9,998
Nvos. Proy.	-	452	813	958	1,062	3,286	Nvos. Proy.	-	261	468	552	612	1,893
total	28,215	35,951	42,045	50,319	57,919	214,449	total	21,192	26,124	30,923	36,640	42,318	157,197

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.14 Inversiones octubre 1996 - 2001

Escenario **BASE**

		Oct-96	Nov-96	Dic-96	Total	Ene-97	Feb-97	Mar-97	Abr-97	May-97	Jun-97	Jul-97	Ago-97	Sep-97	Oct-97	Nov-97	Dic-97	total-97	1998	1999	2000	2001
Terrano	pesos					5,908.0												5,908.0				
Edificio	usd					723.5												723.5				
	pesos					44,683.0												44,683.0				
	usd					5,472.1												5,472.1				
Equipos Ofic.	usd		535.0		535.0													0.0				
	pesos		4,120		4,120.0													0.0				
Maq. Colectora	usd			441.5	441.5													0.0				
	pesos			2,929	2,929.0													0.0				
Maq. Flexible Cerull	usd												5,700.0					5,700.0				
Otros Maq. Flex. Cerull	usd												300.0					300.0				
	pesos												47,437					47,437.3				
	pesos												2,497					2,496.7				
Proyecto Plagadizo	usd																3,375.0	3,375.0				
Otros Proy. Plagadizo	usd																1,400.0	1,400.0				
	pesos																30,624	30,623.5				
	pesos																12,703	12,703.5				
Cartadora	usd																	0.0	467.5			
	pesos																	0.0	4,561			
Microcorugado	usd										550.0							550.0				
	pesos										550.0							550.0				
	pesos										4,585							4,585.0				
	pesos										4,585							4,585.0				
Equipos Varios	usd					250.0	300.0	250.0	250.0	250.0	300.0	150.0	150.0	100.0	275.0	150.0		2,425.0	1,000	1,000	1,000	1,000
	pesos					2,041	2,479	2,085	2,101	2,114	2,566	1,302	1,309	888	2,493	1,375		20,754	9,959	11,340	12,621	14,399
Total Inversiones terreno usd						724												723.5				
Total Inversiones terreno pesos						5,908												5,908.0				
Total Inversiones en miles de usd			535.0	441.5	976.5	5,722.1	300.0	250.0	250.0	250.0	1,400.0	150.0	6,150.0	100.0	275.0	150.0	4,775.0	19,772.1	1,467.5	1,000.0	1,000.0	1,000.0
Total Inversiones en miles de pesos			4,120	2,929	7,049	46,724	2,479	2,085	2,101	2,114	11,736	1,302	51,243	888	2,493	1,375	43,327	167,868	14,520	11,340	12,821	14,399

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.15 Cálculo fiscal 1997 - 2001
(Miles de pesos)

Escenario: **BASE**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Porcentaje de gastos no deducibles			0%	0%	0%	0%	0%
Switch deducción inmediata			SI	SI	SI	SI	SI
Porcentaje de deducción inmediata			85.0%	85%	85%	85%	85%
Inflación del año	52.00%	27.13%	20.96%	16.80%	16.10%	15.40%	15.20%
Inflación mitad del periodo	23.29%	12.75%	9.98%	8.07%	7.75%	7.42%	7.33%
Tasa de ISR			34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
Tasa de PTU			10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Tasa de IMPAC			1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Tasa ponderada de depreciación fiscal			10.4%	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%
Factor de actualización de deducción inmediata			1.0612	1.0612	1.0612	1.0612	1.0612
Tasa de deducción fiscal nuevas inversiones PTU			10.0%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Factor de compras por arriba de costo de ventas			7.0%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Depreciación fiscal acumulada a 1996			20,215				
Indice act. dep. fiscal a 1996-1997			1.240				
Saldo de activo fijo histórico a 1995 (no sujeto a deducción inmediata)			64,122				
COMPONENTE INFLACIONARIO							
Componente inflacionario de deudas (Saldos Promedio)							
Sistema Financiero:							
Intereses por pagar			2,320	1,970	774	533	286
Porción Circulante de Créditos a L.P.			22,007	27,803	27,519	27,086	21,011
Créditos a L.P.			50,709	84,917	48,434	25,482	7,639
Proveedores			30,314	37,785	48,278	60,684	72,478
Otras Cuentas por Pagar			6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
SUMA DE SALDOS PROMEDIO			112,343	139,469	130,000	120,779	108,387
FACTOR DE AJUSTE			0.2096	0.1680	0.1610	0.1540	0.1520
COMPONENTE INFLACIONARIO DE DEUDAS (A)			23,547	23,431	20,930	18,600	16,475
Componente inflacionario de créditos (Saldos Promedio)							
Sistema Financiero:							
Saldo Mínimo en Caja			664	909	1,156	1,447	1,728
Inversiones Temporales			84,101	159,533	325,972	564,705	897,033
Cuentas por Cobrar			55,279	75,816	99,425	124,479	148,622
Otras Cuentas por Cobrar			7,326	1,008	1,908	1,908	1,908
SUMA DE SALDOS PROMEDIO			147,370	237,266	428,461	692,539	1,049,291
FACTOR DE AJUSTE MENSUAL			0.2096	0.1680	0.1610	0.1540	0.1520
COMPONENTE INFLACIONARIO DE CREDITOS (B)			30,888	39,861	68,982	106,651	159,492
Perdida cambiaria			10,893	13,648	10,339	7,045	3,767
Intereses a cargo			8,208	9,004	7,385	5,459	3,095
Total Intereses a cargo (C)			17,102	22,652	17,724	12,504	6,862
Intereses a favor			12,441	38,623	73,963	122,993	195,374
Ganancia cambiaria			-	-	-	-	-
Total Intereses a favor (D)			12,441	38,623	73,963	122,993	195,374
Interes acumulable (B - D)			-	-	4,981	16,342	35,882
Pérdida inflacionaria (B - D)			(18,447)	(1,238)	-	-	-
Interés deducible (A - C)			-	-	-	-	-
Ganancia inflacionaria (A - C)			6,445	778	3,206	6,096	9,613

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.15 Cálculo fiscal 1997 - 2001
(Miles de pesos)

Escenario: **BASE**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
CONCILIACION CONTABLE - FISCAL							
UTILIDAD (PERDIDA) ANTES DE IMPUESTOS			102,782	138,459	209,485	283,292	356,881
+ costo de ventas		419,218	561,987	704,841	855,480	994,725	
+ Gastos no deducibles		-	-	-	-	-	-
+ Depreciación y Amortización contable		43,446	57,145	62,508	69,879	80,313	
+ Interés acumulable		-	-	4,981	16,342	35,882	
- Pérdida inflacionaria		(18,447)	(1,238)	-	-	-	
- Interés deducible		-	-	-	-	-	
+ Ganancia inflacionaria		6,445	778	3,206	6,096	9,613	
- Compras		(448,563)	(601,326)	(754,180)	(915,364)	(1,064,356)	
+ Mercancías en Tránsito (Diciembre del año anterior)		-	-	-	-	-	-
- Depreciación y Amortizaciones fiscales		(25,068)	(29,797)	(34,698)	(40,163)	(46,308)	
+ Interés contables a cargo		6,208	9,004	7,385	5,459	3,095	
- Interés contable a favor		(12,441)	(38,623)	(73,963)	(122,993)	(195,374)	
+ Pérdida en cambios contable		10,893	13,648	10,339	7,045	3,767	
- Utilidad en cambios contable		0	0	0	0	0	
+/- Ganancia (Pérdida) Fiscal en venta de activo fijo		0	0	0	0	0	
+/- Pérdida (Ganancia) en posición monetaria		(445)	25,761	55,466	93,690	146,793	
-Deducción inmediata de inversiones		-95,380	-13,873	-11,073	-12,832	-14,815	
= UTILIDAD FISCAL / (PERDIDA)			(11,353)	121,927	184,297	245,932	310,216
(menos) PERDIDAS FISCALES EJERCICIOS ANTERIORES:							
Año anterior				(53,734)			
Segundo año anterior							
Tercer año anterior							
Cuarto año anterior							
Quinto año anterior							
Sexto año anterior							
Séptimo año anterior							
Octavo año anterior							
Noveno año anterior							
Décimo año anterior							
TOTAL PERDIDAS FISCALES ACTUALIZADAS			(59,098)	0	0	0	
Pérdidas fiscales modelo (saldo anterior)		0	(83,739)	0	0	0	
Pérdida fiscal del ejercicio (no deducida)		(11,353)	0	0	0	0	
= RESULTADO FISCAL			0	38,189	184,297	245,932	310,216
Saldo de pérdidas fiscales		(70,451)	0	0	0	0	
@ TASA DE IMPUESTO			34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
= ISR CAUSADO			0	12,984	62,661	83,617	105,474
(menos) PAGOS PROVISIONALES							
(menos) AJUSTE							
= IMPUESTO A PAGAR			0	12,984	62,661	83,617	105,474
ISR / Utilidad antes de impuestos			0.00%	9.38%	29.91%	29.52%	29.55%

RAMSAN S.A. DE C.V.

3.15 Cálculo fiscal 1997 - 2001
(Miles de pesos)

Escenario: **BASE**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PTU (Participación de los Trabajadores en Utilidades)							
UTILIDAD (PERDIDA) ANTES DE IMPUESTOS				138,459	209,485	283,292	356,881
+ Costo de Ventas				561,987	704,841	855,480	994,725
+ Depreciación contable				57,145	62,508	69,879	80,313
- Depreciación fiscal histórica				(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)
- Depreciación fiscal histórica nuevas inversiones				(8,860)	(9,474)	(10,185)	(11,007)
+ Gastos no deducibles				0	0	0	0
- Compras				(601,326)	(754,180)	(915,364)	(1,064,356)
+/- Pérdida (Ganancia) en posición monetaria				25,761	55,466	93,690	146,793
+ Pérdida en cambios contable				13,648	10,339	7,045	3,767
- Pérdida en cambios contable (flujo)				(6,725)	(7,937)	(11,495)	(10,999)
+ Mercancías en Tránsito (Diciembre del año anterior)				-	-	-	-
+ / - Ganancia (Pérdida) Fiscal en Venta de Activo Fijo				-	-	-	-
= BASE GRAVABLE PARA PTU				168,804	259,761	361,057	484,831
@ TASA				10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
= PTU DEL PERIODO				16,880	25,976	36,106	48,483
PTU / utilidad antes de impuestos				12.18%	12.40%	12.75%	13.58%
Nota: Para 1997 se consideró el impuesto correspondiente a PTU como un 10% de la utilidad antes de impuestos.							
% ISR Y PTU respecto a la Utilidad antes de impuestos				10.3%	21.6%	42.3%	43.1%

CALCULO DE LA DEPRECIACION FISCAL							
Activo fijo histórico		64,122	108,805	108,805	108,805	108,805	108,805
Adiciones de activo fijo		44,683	0	0	0	0	0
Total activo fijo		108,805	108,805	108,805	108,805	108,805	108,805
Tasa de depreciación fiscal		10.37%	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%
Depreciación fiscal act.fijo histórico ISR		(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)
Depreciación fiscal inversiones (6 meses) ISR Tasa 10.0%		0	0	0	0	0	0
Total Depreciación histórica ISR		(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)
Depreciación fiscal hist.inversiones (6 meses) PTU		(8,091)	(769)	(614)	(711)	(821)	(821)
Depreciación fiscal hist.inversiones (6 meses) PTU acumulada		(8,091)	(8,860)	(9,474)	(10,185)	(11,007)	(11,007)
Depreciación activo fijo actualizada ISR		(25,068)	(29,797)	(34,698)	(40,163)	(46,308)	(46,308)
Depreciación fiscal hist.inversiones ISR act		0	0	0	0	0	0
Depreciación fiscal total		(25,068)	(29,797)	(34,698)	(40,163)	(46,308)	(46,308)
Depreciación histórica acumulada ISR		(48,127)	(77,924)	(112,622)	(152,785)	(199,093)	(199,093)
Total depreciación actualizada		(25,068)	(29,797)	(34,698)	(40,163)	(46,308)	(46,308)
Total activo fijo neto		83,737	79,008	74,107	68,642	62,497	62,497

RAMSAN S.A. DE C.V.

**4. PROYECCIONES
ESCENARIO CONSERVADOR**

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.1 Estado de Resultados pesos corrientes
(Miles de pesos)

(1)

Escenario: **CONSERVADOR**

	1995	Ene-Sep	Oct-Dic	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ventas Netas	281,638	288,880	97,943	386,823	540,689	700,344	869,779	1,109,938	1,340,250
Costos Variables	153,805	158,915	55,338	214,253	300,993	392,431	489,014	627,757	759,108
Contribución Marginal	127,833	129,965	42,605	172,570	239,696	307,913	380,765	482,181	581,142
Sueldos y Salarios	13,259	12,159	4,471	16,630	21,362	26,549	31,566	38,034	44,044
Costos Asociados	10,168	9,909	3,474	13,383	16,909	20,693	24,454	29,140	33,699
Mantenimiento	9,991	9,798	3,012	12,810	17,332	22,388	26,071	30,163	34,773
Servicios	10,895	10,797	3,518	14,315	17,490	21,990	26,742	33,116	39,452
Impuestos	23	31	0	31	22	13	15	18	20
Seguros	976	938	369	1,307	1,664	2,070	2,432	2,843	3,316
Rentas	4,030	3,819	1,240	5,059	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización Costo	5,882	5,719	2,789	8,508	15,157	20,020	20,789	21,402	22,114
Depreciación y Amortización Revaluación	18,456	14,964	6,182	21,146	28,289	37,126	41,719	48,477	58,200
Estimación de Cuentas Incobrables	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Costos Fijos	73,680	68,134	25,054	93,188	118,225	150,847	173,788	203,193	235,617
Costo de Ventas	227,485	227,049	80,392	307,441	419,218	543,278	662,802	830,950	994,725
Utilidad Bruta	54,153	61,831	17,551	79,382	121,471	157,066	206,977	278,988	345,525
Gastos de Admon. y Ventas	8,950	8,513	3,562	12,075	15,774	19,734	23,877	28,150	32,759
Utilidad de Operación	45,203	53,318	13,989	67,307	105,697	137,332	183,100	250,838	312,766
Otros Gastos	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	1,316	609	573	1,182	(1,300)	(1,543)	(1,796)	(2,078)	(2,396)
UAFIR	43,887	52,709	13,416	66,125	106,997	138,876	184,896	252,916	315,162
Gastos Financieros	9,206	3,455	945	4,400	6,208	9,004	7,385	5,459	3,095
Ingresos Financieros	(4,204)	(8,245)	(5,327)	(13,572)	(12,441)	(38,235)	(71,699)	(117,593)	(187,105)
Resultado por Posición Monetaria	(6,192)	31	2,802	2,833	(445)	25,323	53,336	89,341	140,874
Resultado por Fluctuación Cambiaria	10,008	(1,460)	2,589	1,129	10,893	13,648	10,339	7,045	3,767
Costo Integral de Financiamiento	6,818	(6,219)	1,010	(5,209)	4,216	9,740	(640)	(15,748)	(39,369)
Utilidad antes de Impuestos	37,069	58,928	12,406	71,334	102,782	129,136	185,536	268,664	354,531
ISR y PTU	3,476	6,549	1,241	7,790	10,278	26,284	79,153	113,585	152,338
Utilidad Neta	33,593	52,379	11,166	63,545	92,504	102,852	106,383	155,080	202,193

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.2 Estado de Resultados pesos constantes (1)
(Miles de pesos)

Escenario: **CONSERVADOR**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ventas Netas	391,005	403,841	459,746	502,682	536,359	591,597	619,642
Costos Variables	211,597	223,767	255,874	281,673	301,556	334,594	350,961
Contribución Marginal	179,408	180,075	203,872	221,009	234,803	257,003	268,681
Sueldos y Salarios	18,623	17,299	18,212	19,056	19,466	20,272	20,363
Costos Asociados	14,200	13,932	14,412	14,852	15,080	15,532	15,580
Mantenimiento	13,619	13,427	14,737	16,069	16,077	16,077	16,077
Servicios	15,087	14,860	14,882	15,784	16,491	17,651	18,240
Impuestos	34	19	19	9	9	9	9
Seguros	1,340	1,384	1,416	1,485	1,500	1,515	1,533
Rentas	5,718	5,284	0	0	0	0	0
Depreciación y Amortización Costo	8,282	8,954	12,868	14,369	12,820	11,407	10,224
Depreciación y Amortización Revaluació	25,988	21,805	24,034	26,647	25,727	25,838	26,908
Estimación de Cuentas Incobrables	0	0	0	0	0	0	0
Costos Fijos	102,891	96,964	100,580	108,272	107,168	108,302	108,934
Costo de Ventas	314,488	320,731	356,453	389,945	408,725	442,896	459,894
Utilidad Bruta	76,517	83,110	103,292	112,736	127,635	148,701	159,748
Gastos de Admón. y Venta	12,334	12,499	13,425	14,164	14,724	15,004	15,146
Utilidad de Operación	64,183	70,611	89,867	98,572	112,911	133,697	144,602
Otros Gastos	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	1,340	1,114	(1,108)	(1,108)	(1,108)	(1,108)	(1,108)
UAFIR	62,843	69,498	90,975	99,680	114,018	134,804	145,710
Gastos Financieros	13,183	4,618	5,218	6,463	4,554	2,909	1,431
Ingresos Financieros	(5,309)	(13,921)	(10,438)	(27,444)	(44,214)	(62,677)	(86,505)
Resultado por Posición Monetaria	(12,408)	2,525	(375)	18,176	32,890	47,619	65,131
Resultado por Fluctuación Cambiaria	15,163	789	9,140	9,796	6,375	3,755	1,742
Costo Integral de Financiamiento	10,629	(5,989)	3,545	6,991	(395)	(8,394)	(18,202)
Utilidad antes de Impuestos	52,214	75,487	87,429	92,689	114,413	143,198	163,911
ISR y PTU	4,556	8,218	8,743	18,866	48,811	60,541	70,431
Utilidad Neta	47,658	67,269	78,687	73,823	65,603	82,657	93,481

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.3 Balance General pesos corrientes
(Miles de pesos)

(1)

Escenario: **CONSERVADOR**

	1995	Sep 1996	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ACTIVOS:								
Saldo Mínimo en Caja	1,881	664	522	806	973	1,208	1,542	1,861
Inversiones Temporales	35,785	65,160	76,557	91,646	224,218	407,774	672,050	1,046,088
Cuentas por Cobrar	34,711	51,987	45,975	64,582	83,652	103,890	132,576	160,085
<i>Estimación cuentas incobrables (negativo)</i>		0	0	0	0	0	0	0
Otras Cuentas por Cobrar	4,403	12,014	14,544	109	1,908	1,908	1,908	1,908
Inventarios	23,159	23,294	33,225	41,805	49,054	54,335	61,032	69,585
<i>Revaluación de inventarios</i>	13,771	13,771	13,771	13,771	13,771	13,771	13,771	13,771
Activo Circulante	113,710	166,890	184,593	212,719	373,575	582,886	882,878	1,293,299
Activo Fijo Histórico	151,082	176,700	184,930	362,125	377,505	389,780	404,006	420,430
Activo Fijo Revaluado	401,697	392,088	400,323	604,830	662,819	749,273	874,477	1,054,380
Depreciación Histórica	(24,348)	(30,181)	(32,970)	(48,127)	(68,147)	(88,935)	(110,338)	(132,451)
Depreciación Revaluada	(115,867)	(126,712)	(140,119)	(200,187)	(270,944)	(356,285)	(459,630)	(587,694)
Planta y Equipo Neto	412,574	411,895	412,165	718,641	701,233	693,832	708,515	754,665
Activo Fijo	412,574	411,895	412,165	718,641	701,233	693,832	708,515	754,665
Activo Diferido	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización Acumulada	0	0	0	0	0	0	0	0
Activo Diferido	0	0	0	0	0	0	0	0
Activo Total	526,283	578,785	596,758	931,360	1,074,808	1,276,718	1,591,393	2,047,963
PASIVOS								
Créditos Bancarios Corto Plazo	0	0	0	0	0	0	0	0
Créditos Bancarios a C.P. en Dólares	0	0	0	0	0	0	0	0
Intereses por pagar	984	0	1,575	3,064	876	672	393	139
Papel Comercial	0	0	0	0	0	0	0	0
Fornex	0	0	0	0	0	0	0	0
Proveedores	22,976	26,620	27,184	33,444	40,333	50,260	64,519	78,019
Otras Cuentas por Pagar	7,566	6,993	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
PTU por pagar	3,488	6,523	7,764	10,278	16,035	23,662	34,380	47,656
Porción Circulante de Créditos a L.P.	16,608	14,465	14,174	29,839	25,767	29,271	24,901	17,120
Total Pasivos Circulantes	51,622	54,601	57,691	83,619	90,006	110,860	131,187	149,929
Créditos a L.P.	29,209	28,859	28,765	72,652	57,182	35,687	15,277	(0)
Pasivos a Largo Plazo	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Impuestos por Pagar	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos a Largo Plazo	388	506	505	505	505	505	505	505
Total Pasivos Largo Plazo	29,597	29,365	29,270	73,157	57,687	36,192	15,782	505
Total Pasivos	81,219	83,966	86,961	156,777	147,693	147,052	146,969	150,434
CAPITAL CONTABLE:								
Capital Social	134,032	134,032	134,032	134,032	134,032	134,032	134,032	134,032
Utilidades Retenidas	175	33,768	33,768	97,313	189,816	292,668	399,052	554,131
Utilidad del Ejercicio	33,593	52,379	63,545	92,504	102,852	106,383	155,080	202,193
Revaluación Capital Social	148,474	200,370	219,097	293,112	364,872	445,195	534,396	635,997
Revaluación Utilidades Retenidas	901	13,418	16,060	37,890	60,604	100,922	161,534	246,744
Revaluación Utilidad del Ejercicio	5,153	2,115	5,433	16,510	34,825	56,991	82,150	118,209
RETANM	0	0	1,010	173,738	198,095	240,927	311,264	421,303
Insuficiencia (exceso) en la Revaluación	122,736	58,737	36,851	(70,515)	(157,981)	(247,452)	(333,085)	(415,080)
Total Capital Contable	445,064	494,819	509,797	774,583	927,115	1,129,666	1,444,423	1,897,529
Pasivo más Capital	526,283	578,785	596,758	931,359	1,074,808	1,276,718	1,591,392	2,047,963

(1) 1995 y Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.4 Flujo de Efectivo pesos corrientes
(Miles de pesos)

(1)

Escenario: **CONSERVADOR**

	1995	Ene-Sep	Oct-Dic	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Utilidad de Operación	45,206	53,318	13,989	67,307	105,697	137,332	183,100	250,838	312,766
Depreciaciones	24,338	20,683	8,971	29,654	43,446	57,145	62,508	69,879	80,313
Impuestos operativos	(4,240)	(5,858)	(1,342)	(7,199)	(10,700)	(28,266)	(78,880)	(106,927)	(135,421)
Impuestos operativos por pagar	3,515	2,746	1,399	4,145	2,586	6,122	7,527	10,006	11,713
Flujo proveniente de operaciones	68,820	70,889	23,018	93,907	141,029	172,333	174,255	223,797	269,370
Capital de trabajo									
Saldo Mínimo en Caja	(1,563)	1,217	143	1,359	(285)	(166)	(235)	(334)	(320)
Cuentas por Cobrar	(20,536)	(17,307)	6,423	(10,884)	(19,539)	(19,070)	(20,238)	(28,686)	(27,510)
Inventarios	(9,198)	865	(9,931)	(9,066)	(8,580)	(7,249)	(5,281)	(6,697)	(8,553)
Proveedores	13,271	3,644	564	4,208	6,260	6,890	9,927	14,260	13,500
Otras cuentas por cobrar	0	0	0	0	0	(1,799)	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar	(105)	(755)		(755)	0	0	0	0	0
Total capital de trabajo - neto	(18,131)	(12,336)	(2,802)	(15,138)	(22,144)	(21,395)	(15,828)	(21,457)	(22,882)
Flujo operativo antes de inversiones	50,689	58,553	20,216	78,769	118,885	150,938	158,427	202,340	246,488
Inversiones en activo fijo	(30,427)	(33,052)	(11,171)	(44,223)	(161,827)	(15,379)	(12,275)	(14,226)	(16,424)
Otros Ingresos	1,507	1,355	(573)	782	1,300	1,543	1,796	2,078	2,396
Otros Pasivos a Largo Plazo	53	118		118	0	0	0	0	0
Ajuste por reexpresión	163	(16)		(16)					
Flujo operativo	21,985	26,958	8,471	35,430	(41,642)	137,102	147,948	190,193	232,460
Cuenta corriente ELM	(6,407)			0					
Porción Circulante de Créditos a L.P.	8,953	(2,143)	(291)	(2,434)	15,665	(4,072)	3,504	(4,370)	(7,780)
Créditos a L.P.	17,525	(304)	(94)	(398)	43,888	(15,471)	(21,495)	(20,410)	(15,278)
Intereses por pagar	577	(984)	1,575	591	1,489	(2,188)	(204)	(279)	(254)
Productos (gastos) financieros	(5,006)	4,790	4,381	9,171	6,233	29,231	64,314	112,134	184,010
Utilidad (perdida en cambios)	(10,009)	1,460	(2,589)	(1,129)	(10,893)	(13,648)	(10,339)	(7,045)	(3,767)
Impuestos financieros	(633)	(691)	101	(590)	422	1,982	(273)	(6,658)	(16,916)
Impuestos financieros por pagar	763	289	(158)	131	(71)	(365)	100	711	1,564
Inversiones Temporales	(35,749)	(29,375)	(11,397)	(40,772)	(15,090)	(132,572)	(183,556)	(264,276)	(374,039)
Capital Social	8,000	0	0	0	0	0	0	0	0
Dividendos		0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo financiero	(21,985)	(26,958)	(8,471)	(35,430)	41,642	(137,102)	(147,948)	(190,193)	(232,460)

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.5 Estado de Resultados, análisis vertical (1)

Escenario: **CONSERVADOR**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ventas Netas	100.0%						
Costos Variables	54.6%	55.4%	55.7%	56.0%	56.2%	56.6%	56.6%
Contribución Marginal	45.4%	44.6%	44.3%	44.0%	43.8%	43.4%	43.4%
Sueldos y Salarios	4.7%	4.3%	4.0%	3.8%	3.6%	3.4%	3.3%
Costos Asociados	3.6%	3.5%	3.1%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%
Mantenimiento	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%	3.0%	2.7%	2.6%
Servicios	3.9%	3.7%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%	2.9%
Impuestos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Seguros	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
Rentas	1.4%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Depreciación y Amortización Costo	2.1%	2.2%	2.8%	2.9%	2.4%	1.9%	1.6%
Depreciación y Amortización Revaluación	6.6%	5.5%	5.2%	5.3%	4.8%	4.4%	4.3%
Estimación de Cuentas Incobrables	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Costos Fijos	26.2%	24.1%	21.9%	21.5%	20.0%	18.3%	17.6%
Costo de Ventas	80.8%	79.5%	77.5%	77.6%	76.2%	74.9%	74.2%
Utilidad Bruta	19.2%	20.5%	22.5%	22.4%	23.8%	25.1%	25.8%
Gastos de Admon. y Ventas	3.2%	3.1%	2.9%	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%
Utilidad de Operación	16.1%	17.4%	19.5%	19.6%	21.1%	22.6%	23.3%
Otros Gastos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros Ingresos	0.5%	0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
UAFIR	15.6%	17.1%	19.8%	19.8%	21.3%	22.8%	23.5%
Gastos Financieros	3.3%	1.1%	1.1%	1.3%	0.8%	0.5%	0.2%
Ingresos Financieros	-1.5%	-3.5%	-2.3%	-5.5%	-8.2%	-10.6%	-14.0%
Resultado por Posición Monetaria	-2.9%	0.7%	-0.1%	3.6%	6.1%	8.0%	10.5%
Resultado por Fluctuación Cambiaria	3.6%	0.3%	2.0%	1.9%	1.2%	0.6%	0.3%
Costo Integral de Financiamiento	2.4%	-1.3%	0.8%	1.4%	-0.1%	-1.4%	-2.9%
Utilidad antes de Impuestos	13.2%	18.4%	19.0%	18.4%	21.3%	24.2%	26.5%
ISR y PTU	1.2%	2.0%	1.9%	3.8%	9.1%	10.2%	11.4%
Utilidad Neta	11.9%	16.4%	17.1%	14.7%	12.2%	14.0%	15.1%

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.6 Estado de Resultados, tasa de crecimiento real

(1)

Escenario: **CONSERVADOR**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ventas Nacionales		3.3%	13.8%	9.3%	6.7%	10.3%	4.7%
Ventas Exportación							
Ventas Netas		3.3%	13.8%	9.3%	6.7%	10.3%	4.7%
Costos Variables		5.8%	14.3%	10.1%	7.1%	11.0%	4.9%
Contribución Marginal		0.4%	13.2%	8.4%	6.2%	9.5%	4.5%
Sueldos y Salarios		-7.1%	5.3%	4.6%	2.2%	4.1%	0.4%
Costos Asociados		-1.9%	3.4%	3.1%	1.5%	3.0%	0.3%
Mantenimiento		-1.4%	9.8%	9.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Servicios		-1.5%	0.1%	6.1%	4.5%	7.0%	3.3%
Impuestos		-42.8%	-0.1%	-51.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Seguros		3.3%	2.3%	4.9%	1.0%	1.0%	1.2%
Rentas		-7.6%	-100.0%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Depreciación y Amortización Costo		8.1%	43.7%	11.7%	-10.8%	-11.0%	-10.4%
Depreciación y Amortización Revaluación		-16.1%	10.2%	10.9%	-3.5%	0.4%	4.1%
Estimación de Cuentas Incobrables							
Costos Fijos		-5.8%	3.7%	7.6%	-1.0%	1.1%	0.6%
Costo de Ventas		2.0%	11.1%	9.4%	4.8%	8.4%	3.8%
Utilidad Bruta		8.6%	24.3%	9.1%	13.2%	16.5%	7.4%
Gastos de operación		1.3%	7.4%	5.5%	4.0%	1.9%	0.9%
Utilidad de Operación		10.0%	27.3%	9.7%	14.5%	18.4%	8.2%
Otros Gastos							
Otros Ingresos		-16.9%	-199.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
UAFIR		10.6%	30.9%	9.6%	14.4%	18.2%	8.1%
Gastos Financieros		-65.0%	13.0%	23.8%	-29.5%	-36.1%	-50.8%
Ingresos Financieros		162.2%	-25.0%	162.9%	61.1%	41.8%	38.0%
Resultado por Posición Monetaria		-120.3%	-114.9%	-4947.1%	81.0%	44.8%	36.8%
Resultado por Fluctuación Cambiaria		-94.8%	1058.5%	7.2%	-34.9%	-41.1%	-53.6%
Costo Integral de Financiamiento		-156.3%	-159.2%	97.2%	-105.6%	2026.0%	116.8%
Utilidad antes de Impuestos		44.6%	15.8%	6.0%	23.4%	25.2%	14.5%
ISR y PTU		80.4%	6.4%	115.8%	158.7%	24.0%	16.3%
Utilidad Neta		41.1%	17.0%	-6.2%	-11.1%	26.0%	13.1%

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.7 Flujo de Efectivo, análisis vertical (1)

Escenario: **CONSERVADOR**

(Miles de pesos)

	1995	Ene-Sep	Oct-Dic	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Utilidad de Operación	16.1%	18.5%	32.8%	17.4%	19.5%	19.6%	21.1%	22.6%	23.3%
Depreciaciones	8.6%	7.2%	21.1%	7.7%	8.0%	8.2%	7.2%	6.3%	6.0%
Impuestos operativos	-1.5%	-2.0%	-3.1%	-1.9%	-2.0%	-4.0%	-9.1%	-9.6%	-10.1%
Impuestos operativos por pagar	1.2%	1.0%	3.3%	1.1%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
Flujo proveniente de operaciones	24.4%	24.5%	54.0%	24.3%	26.1%	24.6%	20.0%	20.2%	20.1%
Capital de trabajo									
Saldo Mínimo en Caja	-0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cuentas por Cobrar	-7.3%	-8.0%	15.1%	-2.8%	-3.6%	-2.7%	-2.3%	-2.6%	-2.1%
Inventarios	-3.3%	0.3%	-23.3%	-2.3%	-1.6%	-1.0%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
Proveedores	4.7%	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%	1.3%	1.0%
Otras cuentas por cobrar	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Otras Cuentas por Pagar	0.0%	-0.3%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total capital de trabajo - neto	-6.4%	-4.3%	-6.6%	-3.9%	-4.1%	-3.1%	-1.8%	-1.9%	-1.7%
Flujo operativo antes de inversiones	18.0%	20.3%	47.4%	20.4%	22.0%	21.6%	18.2%	18.2%	18.4%
Inversiones en activo fijo	-10.8%	-11.4%	-26.2%	-11.4%	-29.9%	-2.2%	-1.4%	-1.3%	-1.2%
Otros ingresos	0.5%	0.5%	-1.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Ajuste por reexpresión	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Flujo operativo	7.8%	9.3%	19.9%	9.2%	-7.7%	19.6%	17.0%	17.1%	17.3%
Porción Circulante de Créditos a L.P.	3.2%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	2.8%	-0.6%	0.4%	-0.4%	-0.6%
Créditos a L.P.	6.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	8.1%	-2.2%	-2.5%	-1.8%	-1.1%
Intereses por pagar	0.2%	-0.3%	3.7%	0.2%	0.3%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
Productos (gastos) financieros	-1.8%	1.7%	10.3%	2.4%	1.2%	4.2%	7.4%	10.1%	13.7%
Utilidad (pérdida en cambios)	-3.6%	0.5%	-8.1%	-0.3%	-2.0%	-1.9%	-1.2%	-0.6%	-0.3%
Impuestos financieros	-0.2%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.0%	-0.6%	-1.3%
Impuestos financieros por pagar	0.3%	0.1%	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
Inversiones Temporales	-12.7%	-10.2%	-26.7%	-10.5%	-2.8%	-18.9%	-21.1%	-23.8%	-27.9%
Capital Social	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Flujo financiero	-7.8%	-9.3%	-19.9%	-9.2%	7.7%	-19.6%	-17.0%	-17.1%	-17.3%

(1) 1995 y Ene - Sep 1996 incluyen ajustes intercompañías

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.8 Ventas a pesos corrientes 1992 - 2001
(Miles de pesos)

Escenario: **CONSERVADOR**

	1992	1993	1994	1995	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
a) PLEGADIZOS										
Cigarrera la Mexicana (CLM):										
- Nacionales	24,751	25,916	25,319	49,783	64,278	86,158	103,357	122,685	145,018	170,776
- Exportación	4,568	7,244	7,253	15,814	24,077	41,925	52,338	64,439	78,784	95,688
Subtotal CLM	29,319	33,160	32,571	65,596	88,355	128,082	155,695	187,124	223,802	266,464
Terceros:										
- Actuales	7,564	10,377	28,950	63,974	91,929	146,131	171,170	199,193	230,838	266,508
- Nuevos proyectos					-	-	23,229	45,053	88,757	120,556
Subtotal Terceros	7,564	10,377	28,950	63,974	91,929	146,131	194,398	244,246	319,596	387,065
Subtotal Plegadizos	36,883	43,537	61,522	129,570	180,284	274,213	350,094	431,370	543,398	653,528
b) FLEXIBLES										
Cigarrera la Mexicana (CLM):										
- Nacionales	41,730	35,789	42,686	77,039	80,167	93,600	112,285	133,282	157,544	185,527
- Exportación	2,751	3,715	6,642	15,889	18,163	24,707	30,844	37,975	46,429	56,391
Subtotal CLM	44,481	39,504	49,328	92,928	98,330	118,307	143,129	171,257	203,973	241,917
Terceros:										
- Actuales	28,948	29,863	31,096	59,139	108,208	148,168	173,452	201,849	233,916	270,062
- Nuevos proyectos					-	-	33,669	65,303	128,652	174,743
Subtotal Terceros	28,948	29,863	31,096	59,139	108,208	148,168	207,121	267,152	362,567	444,805
Subtotal Flexibles	73,429	69,367	80,425	152,068	206,538	266,475	350,250	438,409	566,541	686,722
Ventas totales	110,312	112,904	141,946	281,637	386,822	540,688	700,344	869,779	1,109,938	1,340,250

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.9 Ventas a pesos constantes 1992 - 2001

(Miles de pesos, cifras a precios constantes al 30 de septiembre de 1996)

Escenario: **CONSERVADOR**

	1992	1993	1994	1995	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001				
a) PLEGADIZOS														
Cigarrera l 												Crecimiento Ponderado	Crecimiento Ponderado	Indice
- Nacionales	55,841	53,056	48,171	69,115	67,288	73,259	74,186	75,655	77,295	78,955		1998/1992	2001/1996	
- Exportación	10,305	14,830	13,799	21,954	25,186	35,648	37,566	39,737	41,992	44,240				
Subtotal CLM	66,146	67,886	61,970	91,069	92,473	108,908	111,753	115,392	119,287	123,195				
Terceros:														
- Actuales	17,065	21,244	55,081	88,816	95,649	124,255	122,859	122,835	123,037	123,216				
- Nuevos proyectos							16,673	27,782	47,308	55,737				
Subtotal Terceros	17,065	21,244	55,081	88,816	95,649	124,255	139,532	150,617	170,344	178,953				
Subtotal Plegadizos	83,211	89,131	117,052	179,885	188,123	233,162	251,285	266,009	289,631	302,148				
b) FLEXIBLES														
Cigarrera la Mexicana (CLM):														
- Nacionales	94,146	73,269	81,215	106,956	83,912	79,587	80,594	82,190	83,971	85,775				
- Exportación	6,206	7,605	12,638	22,059	19,001	21,008	22,139	23,418	24,747	26,071				
Subtotal CLM	100,352	80,874	93,853	129,015	102,913	100,596	102,733	105,608	108,718	111,847				
Terceros:														
- Actuales	65,310	61,137	59,164	82,105	112,805	125,987	124,497	124,472	124,677	124,859				
- Nuevos proyectos							24,167	40,270	68,571	80,790				
Subtotal Terceros	65,310	61,137	59,164	82,105	112,805	125,987	148,664	164,742	193,248	205,648				
Subtotal Flexibles	165,662	142,011	153,017	211,119	215,718	226,582	251,397	270,350	301,966	317,495				
Ventas totales	248,872	231,141	270,069	391,005	403,840	459,745	502,681	536,359	591,597	619,643				
Resumen:														
Ventas CLM	166,498	148,760	155,823	220,064	195,386	209,503	214,485	221,000	228,004	235,042				
Ventas Terceros	82,374	82,381	114,246	170,921	208,454	250,241	288,196	315,359	363,593	384,601				
Total	248,872	231,141	270,069	391,005	403,840	459,745	502,681	536,359	591,597	619,643				

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.10 Ventas tasas de crecimiento en términos reales 1993 - 2001

Escenario: **CONSERVADOR**

	1993	1994	1995	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
Variables de referencia:									
Crecimiento real Producto Interno Bruto (PIB)	0.6%	3.5%	-6.9%	3.5%	4.7%	5.2%	5.5%	5.1%	4.7%
a) PLEGADIZOS									
Cigarrera la Mexicana (CLM):									
- Nacionales	-5.0%	-9.2%	43.5%	-2.6%	8.9%	1.3%	2.0%	2.2%	2.1%
- Exportación	43.9%	-7.0%	59.1%	14.7%	41.5%	5.4%	5.8%	5.7%	5.4%
Subtotal CLM	2.6%	-8.7%	47.0%	1.5%	17.8%	2.6%	3.3%	3.4%	3.3%
Terceros:									
- Actuales	24.5%	159.3%	61.2%	7.7%	29.9%	-1.1%	0.0%	0.2%	0.1%
- Nuevos proyectos							66.6%	70.3%	17.8%
Subtotal Terceros	24.5%	159.3%	61.2%	7.7%	29.9%	12.3%	7.9%	13.1%	5.1%
Subtotal Plegadizos	7.1%	31.3%	53.7%	4.6%	23.9%	7.8%	5.9%	8.9%	4.3%
b) FLEXIBLES									
Cigarrera la Mexicana (CLM):									
- Nacionales	-22.2%	10.8%	31.7%	-21.5%	-5.2%	1.3%	2.0%	2.2%	2.1%
- Exportación	22.6%	66.2%	74.6%	-13.9%	10.6%	5.4%	5.8%	5.7%	5.4%
Subtotal CLM	-19.4%	16.0%	37.5%	-20.2%	-2.3%	2.1%	2.8%	2.9%	2.9%
Terceros:									
- Actuales	-6.4%	-3.2%	38.8%	37.4%	11.7%	-1.2%	0.0%	0.2%	0.1%
- Nuevos proyectos							66.6%	70.3%	17.8%
Subtotal Terceros	-6.4%	-3.2%	38.8%	37.4%	11.7%	18.0%	10.8%	17.3%	6.4%
Subtotal Flexibles	-14.3%	7.8%	38.0%	2.2%	5.0%	11.0%	7.5%	11.7%	5.1%
Ventas totales	-7.1%	16.8%	44.8%	3.3%	13.8%	9.3%	6.7%	10.3%	4.7%
Resumen:									
Ventas CLM	-10.7%	4.7%	41.2%	-11.2%	7.2%	2.4%	3.0%	3.2%	3.1%
Ventas Terceros	0.0%	38.7%	49.6%	22.0%	20.0%	15.2%	9.4%	15.3%	5.8%
Total	-7.1%	16.8%	44.8%	3.3%	13.8%	9.3%	6.7%	10.3%	4.7%

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.11 Ventas análisis vertical 1992 - 2001

Escenario: **CONSERVADOR**

	1992	1993	1994	1995	1996 (total)	1997	1998	1999	2000	2001
a) PLEGADIZOS										
Cigarras la Mexicana (CLM):										
- Nacionales	22.4%	23.0%	17.8%	17.7%	16.7%	15.9%	14.8%	14.1%	13.1%	12.7%
- Exportación	4.1%	6.4%	5.1%	5.6%	6.2%	7.8%	7.5%	7.4%	7.1%	7.1%
Subtotal CLM	26.6%	29.4%	22.9%	23.3%	22.9%	23.7%	22.2%	21.5%	20.2%	19.9%
Terceros:										
- Actuales	6.9%	9.2%	20.4%	22.7%	23.7%	27.0%	24.4%	22.9%	20.8%	19.9%
- Nuevos proyectos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	5.2%	8.0%	9.0%
Subtotal Terceros	6.9%	9.2%	20.4%	22.7%	23.7%	27.0%	27.8%	28.1%	28.8%	28.9%
Subtotal Plegadizos	33.4%	38.6%	43.3%	46.0%	46.6%	50.7%	50.0%	49.6%	49.0%	48.8%
b) FLEXIBLES										
Cigarras la Mexicana (CLM):										
- Nacionales	37.8%	31.7%	30.1%	27.4%	20.8%	17.3%	16.0%	15.3%	14.2%	13.8%
- Exportación	2.5%	3.3%	4.7%	5.6%	4.7%	4.6%	4.4%	4.4%	4.2%	4.2%
Subtotal CLM	40.3%	35.0%	34.8%	33.0%	25.5%	21.9%	20.4%	19.7%	18.4%	18.1%
Terceros:										
- Actuales	26.2%	26.4%	21.9%	21.0%	27.9%	27.4%	24.8%	23.2%	21.1%	20.2%
- Nuevos proyectos										
Subtotal Terceros	26.2%	26.4%	21.9%	21.0%	27.9%	27.4%	29.6%	30.7%	32.7%	33.2%
Subtotal Flexibles	66.6%	61.4%	56.7%	54.0%	53.4%	49.3%	50.0%	50.4%	51.0%	51.2%
Ventas totales	100.0%									
Resumen:										
Ventas CLM	66.9%	64.4%	57.7%	56.3%	48.4%	45.6%	42.7%	41.2%	38.5%	37.9%
Ventas Terceros	33.1%	35.6%	42.3%	43.7%	51.6%	54.4%	57.3%	58.8%	61.5%	62.1%
Total	100.0%									

ALUPRINT, S.A. DE C.V.

4.12 Plantilla de personal 1992 - 2001

Escenario: **CONSERVADOR**

	1992	1993	1994	1995	1996(Ene-Sep)	1996(Oct-Dic)	1997	1998	1999	2000	2001
a) PRODUCCION											
- Sindicalizados	359	394	433	445	477	477	477	477	477	477	477
- Confianza	171	193	215	226	233	233	233	233	233	233	233
TOTAL	530	587	648	671	710	710	710	710	710	710	710
- Nuevos Proyectos (1)							32	80	128	134	140
b) ADMINISTRACIÓN											
- Crecimiento natural	29	29	29	28	29	29	29	29	29	29	29
- Nuevos Proyectos (1)								3	3	3	3
c) VENTAS											
- Crecimiento natural	13	14	14	17	18	18	18	18	18	18	18
- Nuevos Proyectos (1)							1	4	7	7	7
Total Personal	572	630	691	716	757	757	790	844	895	901	907

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.13 Sueldos y costos asociados 1997 - 2001

Escenario:

CONSERVADOR

Total Sueldos y Salarios a Nivel Compañía de 1997 al 2001							Total Costos Asociados a Nivel Compañía de 1997 al 2001						
	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Total		Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Total
Produccion	20,808	24,444	28,408	32,815	37,814	144,289	Produccion	16,600	19,504	22,667	26,186	30,175	115,132
Nvos. Proy.	553	2,105	3,159	5,218	6,229	17,265	Nvos. Proy.	309	1,189	1,786	2,955	3,524	9,763
Administracion	4,169	4,958	5,774	6,684	7,707	29,292	Administracion	2,858	3,399	3,958	4,582	5,284	20,080
Nvos. Proy.	-	99	115	132	153	498	Nvos. Proy.	-	61	71	82	94	307
Ventas	2,685	3,188	3,712	4,286	4,953	18,834	Ventas	1,425	1,692	1,970	2,280	2,629	9,998
Nvos. Proy.	-	343	787	922	1,082	3,124	Nvos. Proy.	-	197	459	531	612	1,800
total	28,215	35,136	41,964	50,068	57,919	213,302	total	21,192	26,042	30,912	36,615	42,318	157,079

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.14 Inversiones octubre 1998 - 2001

Escenario **CONSERVADOR**

		Oct-98	Nov-98	Dic-98	Total	Ene-97	Feb-97	Mar-97	Abr-97	May-97	Jun-97	Jul-97	Ago-97	Sep-97	Oct-97	Nov-97	Dic-97	total -97	1998	1999	2000	2001
Terrano	pesos					5,908.0												5,908.0				
	usd					723.5												723.5				
Edificio	pesos					44,683.0												44,683.0				
	usd					5,472.1												5,472.1				
Equipos Ohio.	usd		535.0		535.0													0.0				
	pesos		4,120		4,120.0													0.0				
Maq. Cobrizadora	usd			441.5	441.5													0.0				
	pesos			2,929	2,929.0													0.0				
Maq. Flexibles Cerutti	usd												5,700.0					5,700.0				
Otros Maq. Flex. Cerutti	usd												300.0					300.0				
	pesos												47,437					47,437.3				
	pesos												2,497					2,498.7				
Proyecto Plegadizo	usd																3,375.0	3,375.0				
Otros Proy. Plegadizo	usd																1,400.0	1,400.0				
	pesos																30,624	30,623.5				
	pesos																12,703	12,703.5				
Cortadora	usd																	0.0	467.5			
	pesos																	0.0	4,561			
Mierocorrugado	usd										550.0							550.0				
	pesos										550.0							550.0				
	pesos										4,585							4,585.0				
	pesos										4,585							4,585.0				
Equipos Varios	usd					250.0	300.0	250.0	250.0	250.0	300.0	150.0	150.0	100.0	275.0	150.0		2,425.0	1,000	1,000	1,000	1,000
	pesos					2,041	2,479	2,085	2,101	2,114	2,566	1,302	1,309	888	2,493	1,375		20,754	9,959	11,340	12,821	14,399
Total Inversiones terreno usd						724												723.5				
Total Inversiones terreno pesos						5,908												5,908.0				
Total Inversiones en miles de usd			535.0	441.5	976.5	5,722.1	300.0	250.0	250.0	250.0	1,400.0	150.0	6,150.0	100.0	275.0	150.0	4,775.0	19,772.1	1,467.5	1,000.0	1,000.0	1,000.0
Total Inversiones en miles de pesos			4,120	2,929	7,048	44,724	2,479	2,085	2,101	2,114	11,736	1,302	51,243	888	2,493	1,375	43,327	167,869	14,520	11,340	12,821	14,399

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.15 Cálculo fiscal 1997 - 2001

Escenario: **CONSERVADOR**

(Miles de pesos)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Porcentaje de gastos no deducibles			0%	0%	0%	0%	0%
Switch deducción inmediata			SI	SI	SI	SI	SI
Porcentaje de deducción inmediata			85.0%	85%	85%	85%	85%
Inflación del año	52.00%	27.13%	20.96%	18.80%	16.10%	15.40%	15.20%
Inflación mitad del periodo	23.29%	12.75%	9.98%	8.07%	7.75%	7.42%	7.33%
Tasa de ISR			34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
Tasa de PTU			10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Tasa de IMPAC			1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Tasa ponderada de depreciación fiscal			10.4%	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%
Factor de actualización de deducción inmediata			1.0612	1.0612	1.0612	1.0612	1.0612
Tasa de deducción fiscal nuevas inversiones PTU			10.0%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Factor de compras por arriba de costo de ventas			7.0%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
Depreciación fiscal acumulada a 1996			20,215				
Índice act. dep. fiscal a 1996-1997			1.240				
Saldo de activo fijo histórico a 1995 (no sujeto a deducción inmediata)			64,122				
COMPONENTE INFLACIONARIO							
Componente inflacionario de deudas (Saldos Promedio)							
Sistema Financiero:							
Intereses por pagar			2,320	1,970	774	533	266
Porción Circulante de Créditos a L.P.			22,007	27,803	27,519	27,086	21,011
Créditos a L.P.			50,709	64,917	46,434	25,482	7,639
Proveedoras			30,314	36,888	45,297	57,390	71,269
Otras Cuentas por Pagar			6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
SUMA DE SALDOS PROMEDIO			112,343	138,573	127,018	117,485	107,179
FACTOR DE AJUSTE			0.2096	0.1680	0.1610	0.1540	0.1520
COMPONENTE INFLACIONARIO DE DEUDAS (A)			23,547	23,280	20,450	18,093	16,291
Componente inflacionario de créditos (Saldos Promedio)							
Sistema Financiero:							
Saldo Mínimo en Caja			664	890	1,090	1,375	1,702
Inversiones Temporales			64,101	157,932	315,996	539,912	859,069
Cuentas por Cobrar			55,279	74,117	93,771	118,233	146,331
Otras Cuentas por Cobrar			7,328	1,008	1,908	1,908	1,908
SUMA DE SALDOS PROMEDIO			147,370	233,947	412,765	661,427	1,009,009
FACTOR DE AJUSTE MENSUAL			0.2096	0.1680	0.1610	0.1540	0.1520
COMPONENTE INFLACIONARIO DE CREDITOS (B)			30,888	39,303	66,455	101,860	153,369
Perdida cambiaria			10,893	13,648	10,339	7,045	3,767
Intereses a cargo			6,208	9,004	7,385	5,459	3,095
Total Intereses a cargo (C)			17,102	22,652	17,724	12,504	6,862
Intereses a favor			12,441	38,235	71,699	117,593	187,105
Ganancia cambiaria			-	-	-	-	-
Total Intereses a favor (D)			12,441	38,235	71,699	117,593	187,105
Interés acumulable (B - D)			-	-	5,244	15,733	33,736
Pérdida Inflacionaria (B - D)			(18,447)	(1,068)	-	-	-
Interés deducible (A - C)			-	-	-	-	-
Ganancia inflacionaria (A - C)			6,445	628	2,726	5,588	9,429

**ESTA TESIS NO SALE
DE LA BIBLIOTECA**

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.15 Cálculo fiscal 1997 - 2001

(Miles de pesos)

Escenario: **CONSERVADOR**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
CONCILIACION CONTABLE - FISCAL							
UTILIDAD (PERDIDA) ANTES DE IMPUESTOS			102,782	129,136	185,536	268,664	354,531
+ costo de ventas			419,218	543,278	662,802	830,950	994,725
+ Gastos no deducibles			-	-	-	-	-
+ Depreciación y Amortización contable			43,446	57,145	62,508	69,879	80,313
+ Interés acumulable			-	-	5,244	15,733	33,736
- Pérdida Inflacionaria			(18,447)	(1,068)	-	-	-
- Interés deducible			-	-	-	-	-
+ Ganancia Inflacionaria			6,445	628	2,726	5,588	9,429
- Compras			(448,563)	(581,307)	(709,199)	(889,116)	(1,064,356)
+ Mercancías en Tránsito (Diciembre del año anterior)			-	-	-	-	-
- Depreciación y Amortizaciones fiscales			(25,068)	(29,797)	(34,698)	(40,163)	(46,308)
+ Interés contables a cargo			6,208	9,004	7,385	5,459	3,095
- Interés contable a favor			(12,441)	(38,235)	(71,699)	(117,593)	(187,105)
+ Pérdida en cambios contable			10,893	13,648	10,339	7,045	3,767
- Utilidad en cambios contable			0	0	0	0	0
+/- Ganancia (Pérdida) Fiscal en venta de activo fijo			0	0	0	0	0
+/- Pérdida (Ganancia) en posición monetaria			(445)	25,323	53,336	89,341	140,874
-Deducción inmediata de inversiones			-95,380	-13,873	-11,073	-12,832	-14,815
= UTILIDAD FISCAL / (PERDIDA)			(11,353)	113,882	163,208	232,956	307,887
(menos) PERDIDAS FISCALES EJERCICIOS ANTERIORES:							
Año anterior				(53,734)			
Segundo año anterior							
Tercer año anterior							
Cuarto año anterior							
Quinto año anterior							
Sexto año anterior							
Séptimo año anterior							
Octavo año anterior							
Noveno año anterior							
Décimo año anterior							
TOTAL PERDIDAS FISCALES ACTUALIZADAS			(59,096)	0	0	0	0
Pérdidas fiscales modelo (saldo anterior)			0	(83,739)	0	0	0
Pérdida fiscal del ejercicio (no deducida)			(11,353)	0	0	0	0
= RESULTADO FISCAL			0	30,143	163,208	232,956	307,887
Saldo de pérdidas fiscales			(70,451)	0	0	0	0
⊗ TASA DE IMPUESTO			34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
= ISR CAUSADO			0	10,249	55,491	79,205	104,682
(menos) PAGOS PROVISIONALES							
(menos) AJUSTE							
= IMPUESTO A PAGAR			0	10,249	55,491	79,205	104,682
ISR / Utilidad antes de impuestos			0.00%	7.94%	29.91%	29.48%	29.53%

RAMSAN S.A. DE C.V.

4.15 Cálculo fiscal 1997 - 2001

Escenario: **CONSERVADOR**

(Miles de pesos)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PTU (Participación de los Trabajadores en Utilidades)							
UTILIDAD (PERDIDA) ANTES DE IMPUESTOS				129,136	185,536	268,664	354,531
+ Costo de Ventas				543,278	662,802	830,950	994,725
+ Depreciación contable				57,145	62,508	69,879	80,313
- Depreciación fiscal histórica				(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)
- Depreciación fiscal histórica nuevas inversiones				(8,860)	(9,474)	(10,185)	(11,007)
+ Gastos no deducibles				0	0	0	0
- Compras				(581,307)	(709,199)	(889,116)	(1,064,356)
+/- Pérdida (Ganancia) en posición monetaria				25,323	53,336	89,341	140,874
+ Pérdida en cambios contable				13,648	10,339	7,045	3,767
- Pérdida en cambios contable (flujo)				(6,725)	(7,937)	(11,495)	(10,999)
+ Mercancías en Tránsito (Diciembre del año anterior)				-	-	-	-
+ / - Ganancia (Pérdida) Fiscal en Venta de Activo Fijo				-	-	-	-
= BASE GRAYABLE PARA PTU				160,351	236,624	343,797	476,563
@ TASA				10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
= PTU DEL PERIODO				16,035	23,662	34,380	47,656
PTU / utilidad antes de impuestos				12.42%	12.75%	12.90%	13.44%
Note: Para 1997 se consideró el impuesto correspondiente a PTU como un 10% de la utilidad antes de impuestos.							
% ISR Y PTU respecto a la Utilidad antes de impuestos				10.3%	20.4%	42.7%	43.0%

CALCULO DE LA DEPRECIACION FISCAL

Activo fijo histórico	64,122	108,805	108,805	108,805	108,805
Adiciones de activo fijo	44,683	0	0	0	0
Total activo fijo	108,805	108,805	108,805	108,805	108,805
Tasa de depreciación fiscal	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%
Depreciación fiscal act.fijo histórico ISR	(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)
Depreciación fiscal inversiones (6 meses) ISR Tasa 10.0%	0	0	0	0	0
Total Depreciación histórica ISR	(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)	(11,286)
Depreciación fiscal hist.inversiones (6 meses) PTU	(8,091)	(769)	(614)	(711)	(821)
Depreciación fiscal hist.inversiones (6 meses) PTU acumulada	(8,091)	(8,860)	(9,474)	(10,185)	(11,007)
Depreciación activo fijo actualizada ISR	(25,068)	(29,797)	(34,698)	(40,163)	(46,308)
Depreciación fiscal hist.inversiones ISR act	0	0	0	0	0
Depreciación fiscal total	(25,068)	(29,797)	(34,698)	(40,163)	(46,308)
Depreciación histórica acumulada ISR	(48,127)	(77,924)	(112,622)	(152,785)	(199,093)
Total depreciación actualizada	(25,068)	(29,797)	(34,698)	(40,163)	(46,308)
Total activo fijo neto	83,737	79,008	74,107	68,642	62,497

**5. ANALISIS DE LA
TASA DE CRECIMIENTO
A PERPETUIDAD**

5.1 ANALISIS DE CAPACIDAD INSTALADA (1)

Millones de metros lineales

CONCEPTO	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Potencial de crecimiento	Composición ventas Año 2001	recimiento mercado	Crecimiento ponderado (respecto a vtas)	Años	Potencial de crecimiento sin inversión adicional (asume vtas crecen en = proporción al año 2001)
PLEGADIZOS CLM									19.9%	2.0%	0.4%	34.4	
Capacidad requerida	22.5	22.8	26.9	27.6	28.5	29.5	30.4	1.974					
Capacidad instalada	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	ajuste capacidad					
Capacidad consumida	37.5%	38.0%	44.8%	46.0%	47.5%	49.2%	50.7%	50%					
								1.487				20.1	13.2
PLEGADIZOS TERCEROS									28.8%	3.5%	1.0%	5.9	
Capacidad requerida	44.5	47.9	62.3	74.0	83.8	89.5	89.7	1.226					
Capacidad instalada	55.0	82.5	82.5	110.0	110.0	110.0	110.0	ajuste capacidad					
Capacidad consumida	80.8%	58.1%	75.5%	67.3%	76.2%	81.4%	81.5%	1.713				15.6	13.2
Maquinaria nueva(capac.inicial y adicional):													
Roland 806	27.5												
Planeta	27.5	27.5		27.5									
US dólares(miles)				4,775									
FLEXIBLES CLM									18.1%	2.0%	0.4%		
Capacidad requerida	43.0	34.3	33.5	34.2	35.2	36.2	37.3	composición flexibles					
								32%					
FLEXIBLES TERCEROS									33.2%	3.5%	1.2%		
Capacidad requerida	31.0	42.6	47.6	60.7	71.3	77.5	77.6	68%					
FLEXIBLES TOTAL									51.3%	3.0%		13.2	13.2
Capacidad requerida	74.0	76.9	81.1	94.9	106.5	113.7	114.9	1.480					
Capacidad instalada	115	115	115	170	170	170	170						
Capacidad consumida	64.3%	66.8%	70.5%	56.8%	62.6%	66.9%	67.6%						
Maquinaria nueva(capac.inicial y adicional):													
Cerruti	70			55									
Rotopac	45												
US dólares(miles)				6,000									
TOTAL									100.0%		2.93%		13.2
Capacidad requerida	141.0	147.6	170.3	196.5	218.8	232.7	235.0	1.447					
Capacidad instalada	230.0	257.5	257.5	340.0	340.0	340.0	340.0						
Capacidad consumida	61.3%	57.3%	66.1%	57.8%	64.4%	68.4%	69.1%						
Incremento en capacidad				32.0%									
Inversiones:													
US dólares(miles)				10,775									

Conclusión: De acuerdo a la capacidad disponible al año 2001, es factible crecer a la par del crecimiento esperado del mercado, manteniendo la misma estructura de ventas, durante un período de 13.2 años. Posterior a este período se tendrían que hacer inversiones adicionales para que las ventas de todas las líneas crezcan en la misma proporción al mercado

(1) La capacidad instalada aquí referida es equivalente al 85% de la capacidad total

5.2 ANALISIS DE LA TASA DE CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

Escenario: **BASE**

Variables que afectan flujo	Perpetuidad con base en Flujo último año(2001)			Perpetuidad con base en Flujo promedio 1997-2001		
		Indice año 2001 / 1999	Comparación base ventas =1		Indice año 2001 / 1999	Comparación base ventas =1
1 Inversiones para aumentar capacidad (US dólares)	0			10,775		
2 Crecimiento en ventas	- según capacidad disponible al año 2001	1.43	1.00	- según capacidad disponible al año 2001 e incremento en capacidad continuo por nuevas inversiones	3.48	1.00
3 Utilidad operativa	- márgenes constantes	1.51	1.06	- mejora marginal en márgenes	4.5	1.30
4 Depreciación	- decreciente	1.28	0.90	- constante	2.65	0.77
5 Impuestos operativos flujo	- constantes como % de ventas	1.57	1.10	- de menos a más impuestos durante el ciclo de la inversión	40.08	11.58
6 Inversión en capital de trabajo	- constantes como % de ventas	0.9	0.63	- ligeramente creciente como % de ventas	1.21	0.35
7. Flujo operativo antes de inversiones		1.48	1.03		3.06	0.88
CONCLUSION: Crecimiento en ventas (mercado)	- hasta llenar capacidad disponible : 2.9%			- a perpetuidad: 2.9%		
Crecimiento en flujo operativo	- una vez llenada capacidad disponible: 0.0%					
	- hasta llenar capacidad disponible : 2.9%			- a perpetuidad: 2.591%		
	- una vez llenada capacidad disponible: 0.0%					