



PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Abril 11, 2009

Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A. - Creditex

CRETEXC1; CRETEXI1

Seguimiento de Cobertura: Inversión Constante, Mayor Participación en el Mercado

Recomendación de Inversión: Inversión de largo plazo solo si se quiere ser accionista permanente

Precio de la acción

	2005	2006	2007	2008
Utilidad Neta (PEN)	9,800,000	16,167,000	13,816,000	18,760,000
Acciones en Circulación	169,971,426	173,670,056	173,670,056	173,670,056
Utilidad por Acción (UPA)	0.058	0.093	0.08	0.108

Valuación (en Miles de Nuevos Soles)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Flujo de Caja Libre	13,004	24,179	25,179	26,258	27,428	28,701	271,842
VAN	PEN 233,653						

Costo de Capital

Tasa Libre de Riesgo	3.88%	Pasivo no Corriente (PNC)	PEN 24,259,000
Prima de Mercado	2.50%	Patrimonio (PAT)	PEN 226,597,847
Tasa Riesgo País	5.09%	Beta Apalancado	0.91
Costo del Accionista (Ke)	11.23%	Beta del Sector	0.84
CCPP	10.65%		

Perfil General de la Empresa

Ubicación: Oficinas corporativas localizadas en Ate Vitarte, Lima, Perú.

Industria: Textil (Tejido Plano)

Descripción: La compañía se dedica a la fabricación de productos textiles, incluyendo el desmotado, hilado, tejido, blanqueo, teñido, acabado, confección de los mismos y confección de camisas y pantalones en algodón (Pima y Tangüis peinado). Es una empresa verticalmente integrada y orientada principalmente a la exportación.

Productos y Servicios: Fabricante y exportador de productos textiles de alto valor agregado, bajo estándares internacionales de calidad.

Dirección de Internet: <http://www.creditex.com.pe>

Analistas:

Ivonne Paredes Esparza

iparedes@pucp.edu.pe

Javier Ochoa León

j.ochoa@pucp.edu.pe

Liseth Watanabe

liseth.watanabe@pucp.edu.pe

Director de Investigación:

Eduardo Court

ecourt@pucp.edu.pe

Asesor:

Jorge Guillén

jguillen@pucp.edu.pe

Los REPORTES BURKENROAD PERÚ son producidos solamente como parte de un programa educativo de la Universidad de Tulane A.B. Freeman School of Business junto con CENTRUM Católica. Los reportes no son una sugerencia de inversión y usted podría no tenerlos en cuenta para sus decisiones de inversión. Usted podría consultar a un inversionista profesional o conducir su propia investigación básica considerando una inversión potencial.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

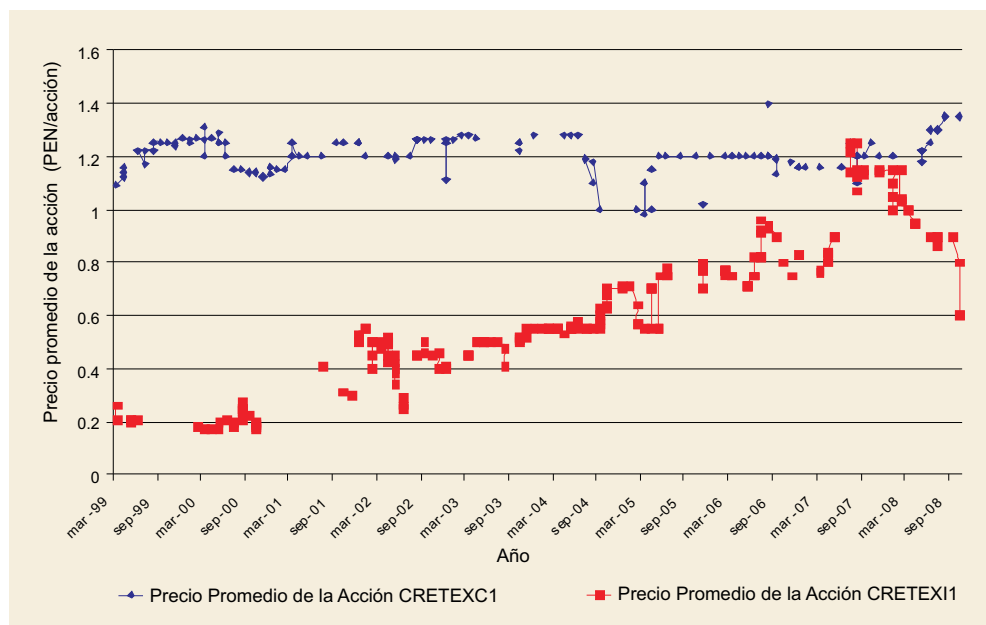


Figura 1. Precios de las Acciones de Creditex

Nota: de http://www.conasev.gob.pe/mercado/MV_CotizacionesxValor.asp

RESUMEN DE INVERSIÓN

Creditex es el resultado de una serie de compras, fusiones y adquisiciones de empresas del sector textil algodónero, que en su momento estaban en difícil situación económica financiera y que la actual gerencia supo capitalizar, teniendo como resultado hoy a una de las principales empresas del sector textil del Perú. Fueron potenciadas las fortalezas de cada una de las empresas absorbidas, extrayéndoles el máximo provecho.

De acuerdo con la capitalización bursátil de las acciones comunes, a la fecha, su valor es de PEN 220,312,464; sin embargo, sus acciones son caracterizadas por su baja negociación debido a que los accionistas desean mantener su inversión. Por este motivo, para tener un valor más adecuado de la empresa, se decidió valorizarla a través del método de Flujo de Caja Descontado, siendo éste de PEN 233,653,105.

TESIS DE INVERSIÓN

Creditex es una **empresa verticalmente integrada**, que cuenta con una cobertura completa de la cadena productiva. Esto le permite ofrecer productos con alto valor agregado, y lograr una posición de liderazgo y ventajas competitivas.

Desarrollo de planes de inversión y renovación tecnológica en puntos clave del proceso de producción, que la convierten en una empresa moderna en maquinaria, equipos específicos y tecnología, lo que le permite mantener su competitividad y contar con productos que se adecuan a las más exigentes especificaciones y estándares de calidad a nivel internacional.

Atención a un nicho de mercado de menor riesgo, constituido por un segmento de mercado orientado a productos de alta calidad que minimizan la competencia de los commodities en textiles. Creditex cuenta con una cartera importante de clientes, conformados por sofisticadas cadenas internacionales (Nautica, Lacoste, Ike Behar, L.L. Bean, Armani, Polo Ralph Lauren, entre otras).

Solidez en las relaciones con proveedores, la cual se encuentra respaldada por una trayectoria de largo plazo.

Adecuados niveles de capitalización y cobertura de intereses, mostrados en los últimos años, lo que le ha permitido contar con un flujo de caja suficiente para cumplir y reducir sus obligaciones y realizar inversiones.

VALUACIÓN

Para realizar la valuación de la empresa, se ha utilizado el método de Flujo de Caja Descontado, cuya base estima los flujos de caja libre trayéndolos a valor presente. Para este caso, se han estimado los flujos de caja futuros para los próximos 7 años (2009-2015) y los flujos posteriores mediante el uso de una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3%. Bajo este método, se obtuvo que la valorización de la empresa asciende a PEN 233,653,000. En la estimación del VAN, se utilizaron los datos de la Tabla 1.

Tabla 1. *Indicadores usados para las proyecciones de los Estados Financieros* (en Miles de Soles)

Ventas año 2008	264,569	Gastos Administrativos	
Crecimiento Promedio 2005-2008	3.00%	Gastos Administrativos Promedio 2005-2008	6.11%
Desviación estándar de crecimiento 2005-2008	4.93%	Desv. Estándar 2005-2008	0.40%
Crecimiento de Largo Plazo	3.00%	Impuesto a la Renta	30.00%
Costo de Ventas		Depreciación 2008	12,341
Costo de Ventas Promedio 2005-2008	79.53%	Depreciación/ AFN	8.18%
Desv. Estándar 2005-2008	0.65%	CAPEX 2008	11,007
Gasto de Ventas Promedio 2005-2008	5.54%	Crecimiento Promedio CAPEX	17.84%
Desv. Estándar 2005-2008	0.16%	CAPEX / AFN	-6.11%

Nota: de los Reportes Anuales del 2005 al 2008 de Creditex

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria manufacturera en general y el sector textil en particular muestran una estrecha relación con respecto a la evolución del mercado externo. Asimismo, el buen desempeño de la economía peruana ha permitido el incremento de la producción de hilados y tejidos. Sin embargo, la industria textil de tejidos planos y confecciones local se está viendo fuertemente afectada por el contrabando y por la importación indiscriminada de productos a precios subvaluados (dumping) provenientes principalmente del mercado asiático. Este hecho no afecta en forma significativa a Creditex, debido a la orientación exportadora de sus ventas y por el grado de sofisticación de sus productos.

Composición de las Exportaciones Nacionales

La industria textil en el Perú produce aproximadamente US\$ 1,700 millones por año,

de los cuales alrededor de US\$ 300 millones por año corresponden a la producción de confecciones, tejidos, fibras textiles e hilados para la exportación. En el sector textil peruano, existen numerosas compañías. En él, operan tres tipos de empresas: las grandes, con amplia experiencia exportadora, representan el 1% del sector; las medianas, caracterizadas por concentrar la mayor parte de la fuerza laboral de la industria (50%); y las pequeñas, en mayor número (cerca de 6 mil), con mínima experiencia exportadora.

Las exportaciones de textiles y confecciones comenzaron en enero del 2009 (US\$ 102.6 millones) con una contracción de 36.3% con respecto a enero del 2008 (US\$ 161.1 millones), producto de la coyuntura internacional que está afectando a los principales destinos del sector, Estados Unidos y Venezuela, que retrocedieron 38.1% y 55.8%, respectivamente. Sin embargo, se han registrado importantes incrementos, en Argentina (335.1%), que se ubicó como el tercer destino más importante, seguido de España (30.8%) y Canadá (42.8%). El valor alcanzado por el sector en el 2008 fue de US\$ 102.6 millones.

La cantidad de empresas que exporta del sector totaliza 522, de la cual 21 exportan más de US\$ 1 millón y 399 lo hacen por un valor menor a US\$ 100 mil. La totalidad de 297 productos exportados se dirigió a 62 diferentes mercados de destino, siendo el mercado más importante el norteamericano, con una participación del 42.3%, seguido del venezolano con el 28.9% y del colombiano con el 3.3% (ver Figura 2).

El rubro confecciones (prendas de vestir) concentró el 78.7% del total exportado en enero del 2009 con un valor total de US\$ 80.7 millones, lo que significó un descenso de 38.7% con respecto al mismo mes del año pasado. Por otro lado, los productos textiles acumularon 20.1% del valor total de las exportaciones (US\$ 20.6 millones) y registraron una caída de 25.7%. Finalmente, se encuentran los textiles para el hogar con un valor negociado de US\$ 1.3 millones y disminuyendo en 27.2%.

Las exportaciones del sector textil confecciones son, en su mayoría, de algodón, con un nivel de participación de 80.2% seguido de los que usan materiales sintéticos (11.6%) y alpaca (3.8%).

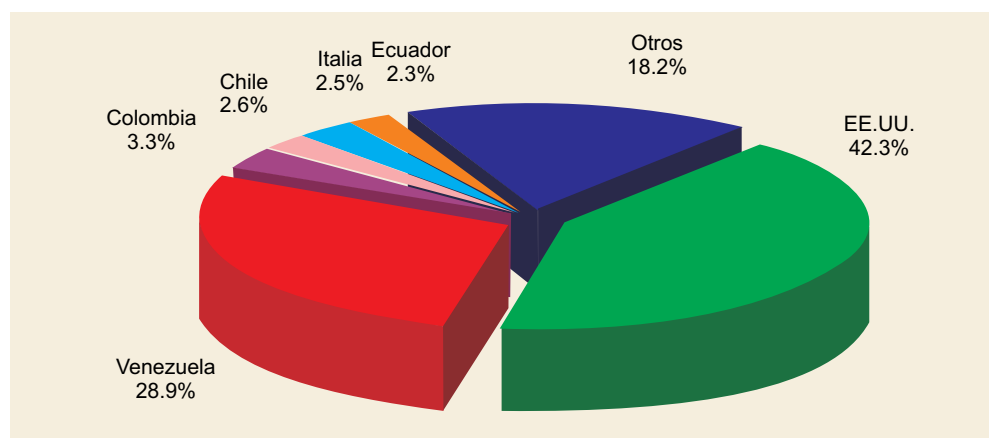


Figura 2. Porcentaje de exportación de textiles por países en el 2008

Nota: de la Comisión de Promoción de las Exportaciones del Perú

El Algodón

El algodón, el insumo principal en la industria textil, es un *commodity* y como tal, su precio es variable.

Durante los primeros meses del 2008, el algodón registró precios altos, llegando a niveles aproximados de US\$ 80 por quintal. Sin embargo, a partir de agosto del 2008, este mostró una reducción como consecuencia de la coyuntura a nivel mundial. En la primera semana de abril del 2009, los precios de la fibra mostraron un comportamiento levemente positivo. Según el *Cotlook Indices*, al 9 de abril, se cotizó el algodón “A Index” a 0.5640 dólar/libra, correspondiendo a +110 (ver Figura 3).

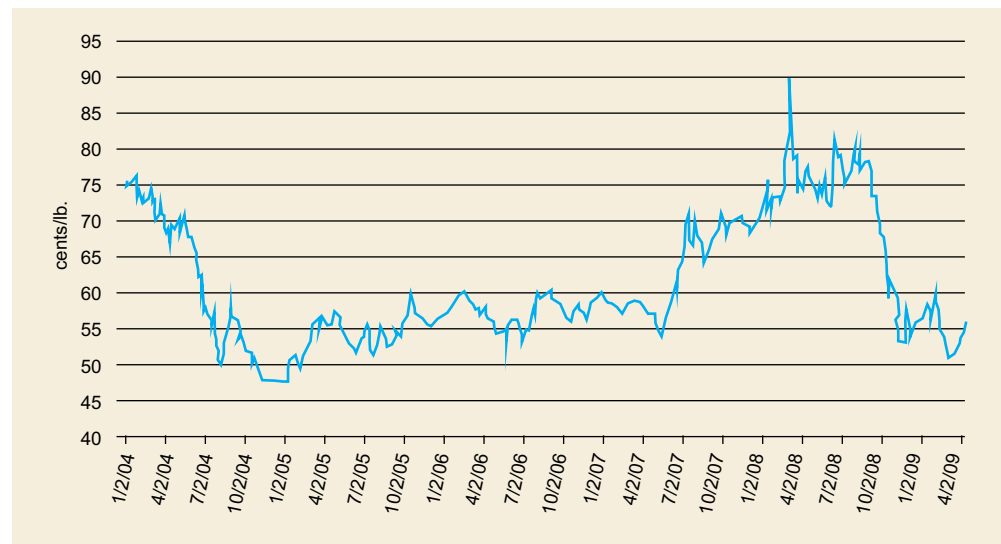


Figura 3. Precios al Contado de Algodón*

* Está en centavos de dólar por libra

Nota: de la National Cotton Council of America

El precio del algodón viene siguiendo el comportamiento de otros commodities e influenciado por el crecimiento del consumo mundial. Los precios de la fibra han subido en menor proporción a otros cultivos, como los granos y oleaginosas, pero también han alcanzando los niveles más altos desde 2003/2004.

De acuerdo con el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA, siglas en inglés), el panorama preliminar del algodón para la segunda mitad del 2009 pronostica que el consumo global se incrementará en 2.1% en el año cosecha 2009/10, como así también la reducción tanto en los acres sembrados a nivel global (-10.5%) y en los EUA (8.5 millones de acres) para la cosecha del próximo año. Como resultado, se espera que la producción mundial decline -1.5%, llegando a 107.0 millones de pacas, que consisten en fardos de algodón de 480 libras. Las ventas internacionales aumentarán 3.4 millones de pacas de 480 libras, respecto al año anterior, al contabilizar 41 millones, gracias a la fuerte demanda de China. Un factor que ha influido positivamente al mercado de futuros ha sido la alta demanda de fibra de China (ver Tabla 2).

Tabla 2. Reporte Diario de los Precios a Futuro del Algodón de la Bolsa de Algodón de Nueva York *

Contrato	Último	Valor	Variación	Máximo	Mínimo	Cierre Anterior	Volumen Anterior
MAY9	47.08	↑	0.05	47.65	46.55	47.03	162
JUL9	47.91	↑	0.05	48.48	47.40	47.86	337
OCT9	50.71	↑	0.04	50.60	50.60	50.67	N.D.
DEC9	52.49	↑	0.12	52.96	51.97	52.37	N.D.
MAR0	55.69	↑	0.21	56.08	55.42	55.48	N.D.
MAY0	56.63	↑	0.20	56.84	56.84	56.43	N.D.
JUL0	57.63	↑	0.16	0.00	0.00	57.47	N.D.
OCT0	59.15	↑	0.20	0.00	0.00	58.95	N.D.
DEC0	60.35	↑	0.14	0.00	0.00	60.21	N.D.
MAR1	62.90	↓	-0.25	0.00	0.00	63.15	N.D.

*Está en centavos de dólar por libra al 10 de abril del 2009

Nota: de Reuters

Los factores específicos que influyeron en la tendencia de precios a futuro del algodón (ver Tabla 2) fueron los siguientes:

1. incremento de estrategias con instrumentos de administración de riesgos por parte de los fondos de inversión y especuladores;
2. la respuesta positiva al reporte del Comité Federal de Mercado Abierto de Estados Unidos (FOMC, por sus siglas en inglés) en donde se señala que la economía muestra signos de estabilización, lo que podría beneficiar las ventas al menudeo de prendas de vestir y las de textiles;
3. la percepción de los inversionistas de que el algodón se encuentra subvalorado desde hace tiempo;
4. el pronóstico de un clima menos favorable para la siembra y el desarrollo del cultivo en las zonas productoras del oeste de Texas y el sureste de Oklahoma;
5. la toma de utilidades por parte de los inversionistas.

Por otro lado, el USDA proyectó en marzo del 2009 una producción mundial de 108.6 millones de pacas de 480 libras (años 2008/2009), 12 millones por debajo del 2007/2008. Además, se ha venido observando una disminución de las cosechas en Estados Unidos, Brasil, Turquía, Asia Central y Egipto, que no serán compensadas por los incrementos en India, Pakistán, Australia y algunos países africanos. Se prevé

que los inventarios mundiales ascenderán a 54.06 millones de pacas de 480 libras, representando el volumen más bajo desde 2003/2004.

Por otro lado, las cifras de los inventarios de la Unión Americana y China afectan fuertemente las cifras internacionales, ya que ambos países representan cerca del 90% del mercado. La disminución en la producción china estuvo acompañada con un incremento en los estimados de las importaciones de China (500,000 pacas de 480 lb.) que provienen de los Estados Unidos. Este incremento en las exportaciones estimadas de los Estados Unidos refuerza las proyecciones de incrementar su participación en las exportaciones mundiales en 2008/09 (de 35.5% del total mundial en 2007/08 a 41.3% en 2008/09).

La perspectiva de precios, según los analistas de Brokers Flanagan Trading Corp, considera que, en el corto plazo, los precios internacionales continuarán al alza, negociándose entre los 53.05 y 56 centavos de dólar por libra (265.25 y 280 dólares por paca), no descartando un retroceso, ya que el mercado presenta una condición de sobrecompra. Cabe resaltar que la integración vertical de las etapas productivas de Creditex, las buenas relaciones comerciales mantenidas con sus proveedores locales e internacionales, así como la política de mantener un stock de algodón minimizan el impacto de las fluctuaciones en los precios.

Análisis de la Industria, utilizando el Modelo de las Cinco Fuerzas Competitivas de Michael Porter

1. La amenaza de entrada a la industria
 - ✓ El ingreso libre de textiles y confecciones asiáticos al mercado peruano, especialmente de China, es una amenaza poderosa.
 2. Poder de Negociación de los Proveedores
 - ✓ Para Creditex, el número de proveedores internacionales es de 80 y 350 proveedores nacionales, y los precios de cada insumo siguen tendencias internacionales.
 3. Poder de Negociación de los Compradores
 - ✓ Como producto terminado, el poder de negociación es de los compradores, ya que ellos manejan grandes volúmenes y son poseedores de la marca.
 - ✓ Los precios de venta de las confecciones de Creditex están sujetos a las especificaciones de las licitaciones, debido a que los compradores son los que poseen un gran poder de negociación.
 4. Disponibilidad de Sustitutos
 - ✓ Está claro que las fibras sintéticas y las de procedencia animal (lana y alpaca) son competidores de la fibra de algodón. No obstante, las prendas fabricadas con estos sustitutos se dirigen a otros mercados y la tendencia mundial es preferir las fibras naturales. Así, en términos generales, esta fuerza puede ser considerada como de importancia baja.
 5. Rivalidad Competitiva
 - ✓ Compite con las siguientes empresas textiles y de confecciones peruanas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima: (a) Compañía Universal Textil S.A., (b)
-

- Industria Textil Piura S.A., y (c) Textil San Cristóbal S.A.
- ✓ Los textiles y confecciones chinas también son una competencia en cuanto al costo, porque atacan por el lado del consumo masivo y tienen el mismo tratamiento arancelario que el resto de países exportadores.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Compañía Industrial Textil Credisa Trutex S.A.A. es el resultado de la fusión por absorción de Textil Trujillo S.A. y la Compañía de Representaciones y Distribuciones S.A. efectuada en 1998, y de la fusión por absorción de la Compañía Textil El Progreso S.A., la que se disolvió sin liquidarse desde 1999. La Compañía es una subsidiaria de Corporación Cervesur S.A.A., empresa que posee el 82.84% de su capital social. La Compañía se dedica a la fabricación de productos textiles, incluyendo desmotado, hilado, tejido, teñido, acabado, confección de los mismos y, en general, todas las actividades relacionadas con el procesamiento industrial de las fibras naturales y sintéticas, así como la comercialización, distribución y representación de productos textiles, fibra de algodón, hilado, tela y prendas de vestir, tanto a nivel local como en el exterior.

Para el desarrollo de sus actividades, la Compañía cuenta con cuatro plantas industriales ubicadas en Lima (dos), Trujillo y Pisco, así como tres plantas de desmotado ubicadas en Piura, Sullana, y Lambayeque.

Actualmente la Compañía cuenta con 515 empleados y 1,009 obreros.

La Compañía participa del 99.99% del capital social de Texgroup S.A. Esta Subsidiaria se dedica a la fabricación, comercialización, exportación y servicio de confección de prendas de vestir en general.

En junio de 2007, la Compañía constituyó la empresa Confecciones Creditex Chile Ltda., domiciliada en Santiago República de Chile, y cuyo capital al 31 de diciembre de 2008 asciende a PEN 1,378,000, teniendo la Compañía una participación del 99.64% del capital social. Creditex Chile se dedica a la fabricación y comercialización al por mayor y al detalle de toda clase de productos textiles y vestuario en general.

Cabe destacar que la empresa decidió vender la empresa San Miguel Industrial (fábrica de producción de lana y fibras animales) para concentrarse en su negocio principal, el algodón y generar mayores economías de escala. La venta fue por la suma de US\$ 2.5 millones en mayo del 2008.

Actualmente Creditex cuenta con las siguientes certificaciones internacionales: ISO 9000, Worldwide Responsible Apparel Production (WRAP), y Business Anti-Smuggling Coalition (BASC).

Primer Programa de Bonos Corporativos Creditex

En el año 2004, el Directorio aprobó emitir bonos corporativos a través de un Programa de emisión hasta por un monto máximo en circulación de US\$ 10 millones o su equivalente en moneda nacional, emitidos a través del Banco de Crédito del Perú. Mediante Resolución de Gerencia General N° 124-2004-EF/94.11 del 01 de diciembre de 2004, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) aprobó inscribir en el Registro Público del Mercado de Valores el “Primer Programa

de Bonos Corporativos Creditex” hasta por el importe antes mencionado, con opción a renovarse de manera sucesiva a solo criterio del Emisor.

El 22 de diciembre de 2004, Creditex colocó bonos Serie A (CRETE1BC1A, con código ISIN PEP26601M039) mediante oferta pública por US\$ 4,000,000, los cuales devengan una tasa de interés anual de 6.75% y tienen, como última fecha de redención, el 22 de diciembre de 2009.

La Primera Emisión paga intereses semestralmente. Los bonos emitidos bajo el Programa cuentan con la garantía genérica del patrimonio de la Compañía.

La Compañía se comprometió a cumplir los índices, durante el plazo de vigencia de los valores emitidos bajo este Programa, las siguientes condiciones: (a) que no exceda de 1.30 veces el nivel de endeudamiento, (b) no menor a 3.40 veces la cobertura de intereses, (c) no menor a 1.15 veces el ratio corriente, y (d) mayor a 1.25 veces el ratio de cobertura de servicio de deuda. Esta condición no será aplicable cuando el denominador resulte cero o menor a cero.

Los recursos obtenidos mediante la emisión de los Bonos serán utilizados para la sustitución de pasivos existentes, con el objeto de diversificar las fuentes de financiamiento.

Para el 2009, sólo quedan los pagos a futuro por la redención de los bonos corporativos correspondiente a US\$ 3,800,000 (PEN 11,940,000).

Segundo Programa de Bonos Corporativos Creditex

De acuerdo con lo acordado en la Sesión de Directorio (2004) y la aprobación de CONASEV, el 14 de octubre del 2005, se colocaron bonos Serie A mediante oferta pública por US\$ 3,000,000 con tasa de interés anual de 6.75% y tuvo fecha de redención el 14 de octubre de 2008. Asimismo, emitió bonos corporativos Serie B el 31 de enero de 2006, mediante la oferta pública, por US\$ 3,000,000, con tasa de interés anual de 6.94% y tuvo fecha de redención el 31 de enero de 2009.

En junio y diciembre de 2008, se pagaron de US\$ 800,000 por cupones de los bonos Serie A, colocados en diciembre del 2004. Asimismo, durante el 2005 al 2007, se pagaron cupones de estos bonos por un total de US\$ 800,000 en forma anual.

Clasificación de Riesgo

Existen diversas clasificadoras de riesgo que han evaluado a la empresa Creditex, una de ellas corresponde a Interfondos, la cual acordó la clasificación de riesgo para los instrumentos de la empresa (ver Tabla 3).

Tabla 3. *Clasificación de Riesgo de Interfondos Otorgado a Creditex**

Descripción	Clasificación
Clasificación de Riesgo	A
Categoría de Riesgo	II

* Clasificación al mes de febrero de 2009

Nota: de Interfondos S.A Sociedad Administradora de Fondos

En la Tabla 4, se observa la clasificación de riesgo otorgado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.

Tabla 4. *Clasificación de Riesgo de Apoyo & Asociados Internacionales otorgado a Creditex**

Instrumento	Clasificación
Valores que se emitan en Virtud del Primer Programa de Bonos Corporativos Creditex	A (pe)
Valores que se emitan en Virtud del Segundo Programa de Bonos Corporativos Creditex	A (pe)
Acciones Comunes Categoría	2a
Acciones de Inversión Categoría	2a

*Está a diciembre de 2008

Nota: aprobado por Resolución CONASEV N° 074-98- EF/94.10

En conclusión, estos análisis de riesgo confirman la buena situación financiera de Creditex.

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

Si bien Creditex se caracteriza en el uso de las mejores fibras naturales de algodón del Perú, tiene importantes competidores, siendo los siguientes los que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima:

1. Textil San Cristóbal

Empresa dedicada a la exportación de tejidos de punto. Su producción está orientada al mercado casual de alta calidad de tejidos de punto. Los estilos más usuales son los polos box, camisetas, sudaderas, pantalones cortos y largos, etc. Sus productos incluyen jersey listados, sólidos, pique, interlacte, mini jacquards, full jacquards, double-knits y variedad de cuellos y puños. Actualmente su principal mercado de exportación es EE. UU, el cual representa el 86.40% de la venta total, Europa 6.90% y el 6.70% restante lo conforman Latinoamérica, Asia, Canadá y el resto del mundo.

2. Compañía Universal Textil S.A.

Es una empresa integrada verticalmente, dedicada a la manufactura de tejidos planos hechos de poliéster-viscosa y otras mezclas con fibras nobles como algodón pima, lana y lino para el mercado local y de exportación. A su vez, fabrica pantalones casuales y de vestir, los cuales son confeccionados con estos tejidos y son orientados principalmente a la exportación.

3. Industria Textil Piura S.A.

Una empresa dedicada, desde 1976, a la fabricación y comercialización de hilados de Algodón Pima peruano. Su producción se exporta a diferentes mercados: Italia, España, Taiwán, Suiza, Japón, Estados Unidos, Brasil, Israel, Canadá, Argentina, Chile, Bolivia y Colombia.

El análisis ROIC de Creditex y de sus competidores se muestra en la Tabla 5, se observa que todas las empresas tienen un ROIC positivo indicando un aumento del valor de la empresa, a excepción de Textil San Cristóbal S.A. que muestra una rentabilidad negativa.

Tabla 5. Comparación del ROIC de Creditex y de sus Competidores (en %)

Empresa	ROIC				
	2004	2005	2006	2007	2008
Compañía Industrial Textil Credisa-Trutex S.A.A.	4.33	7.55	5.41	5.16	4.11
Compañía Universal Textil S.A.	7.35	5.39	3.10	1.29	1.97
Industria Textil Piura S.A.	8.28	11.11	11.48	9.41	7.39
Textil San Cristóbal S.A.	-2.35	1.65	-4.09	-2.14	-0.66

Nota: de Conasev

En la Tabla 6, se muestra la Capitalización de Mercado y demás indicadores, como el índice de rentabilidad económica (ROA) y rentabilidad sobre la inversión (ROE).

Tabla 6. Principales Indicadores de Creditex y de sus Competidores

Empresa	Capitalización de Mercado	Ratio Precio a Valor Contable	D/E	Rendimiento por dividendos (%)	ROE (%)	ROA (%)
Cía. Ind. Textil Credisa-Trutex S.A.A.	69,468,022	0.40	1.12	25.00	7.45	5.04
Compañía Universal Textil S.A.	74,288,035	0.67	0.58	0.43	0.32	0.20
Industria Textil Piura S.A.	45,236,264	0.65	1.12	12.77	2.24	1.06
Textil San Cristóbal S.A.	71,314,274	2.22	12.37	4.37	-216.80	-7.11

Nota: de Conasev

GERENCIA

Es importante señalar que los titulares de las gerencias de la empresa se han mantenido desde sus inicios, lo cual muestra una visión clara de los objetivos de Creditex; asimismo, ha ocurrido con la estabilidad de la estructura empresarial. Además, no existe relación de afinidad o consanguinidad de los Gerentes con los Directores o Accionistas.

La actual dirección y gerencia de Creditex se describe detalladamente en la Tabla 7.

Tabla 7. *Directores y Gerentes de la Empresa*

Nombre	Cargo
Andrés Von Wedemeyer Knigge	Presidente
Fernando García Calderón y Soto	Vicepresidente
Francisco García Calderón Portugal	Director
Jorge Von Wedemeyer Knigge	Director
Juan Thiermann Brunst	Director
Alonso Bustamante Letts	Director
José Ignacio Llosa Benavides	Gerente General
Luis Alberto Herrera Paredes	Gerente Administrativo Financiero
Miguel Ortiz De Zevallos Ferrand	Gerente de Producción
Ricardo Dancuart Kholer	Gerente de Comercialización de Hilados
Renzo Koch Mazuré	Gerente de Comercialización de Tejidos
Kenneth Wilson Quevedo	Gerente de Comercialización de Confecciones

Nota: de Creditex

ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

La empresa Creditex emite acciones en la Bolsa de Valores de Lima. El capital social está representado por 163,194,418 acciones comunes (CRETEXC1, con código ISIN PEP266011001), íntegramente suscritas y pagadas, cuyo valor nominal es de PEN 1.00 por acción. Asimismo, las acciones de inversión están representadas por 10,475,638 acciones (CRETEXI1, con código ISIN PEP266015002), íntegramente suscritas y pagadas, cuyo valor nominal asciende a PEN 1.00 por cada acción.

En la Tabla 8, se observan los accionistas dueños de las acciones de tipo común y de inversión.

Por otro lado, la Junta General Obligatoria Anual de Accionistas del 26 de marzo de 1998 aprobó la política de dividendos, la misma que se mantiene sin variación a la fecha.

Durante los últimos 12 meses, las acciones comunes registraron una negociación de PEN 0.2 millones, con lo cual el indicador de rotación fue de 4.5%. El monto negociado es considerado bajo al representar el 0.01% del total negociado por las acciones industriales comunes y el 0.001% del total negociado por la Bolsa de Valores de Lima durante similar período. Ello se explica porque el principal accionista, Corporación Cervesur S.A.A., concentra el 82.84%.

Tabla 8. *Accionistas, Nacionalidad y por Tipo de Acción en Porcentajes (marzo del 2009)*

Por Tipo de Acción	Nacionalidad	Porcentaje de Acciones (%)
Comunes		
Corporación Cervesur S.A.A.	Perú	82.84
Amarante Investments N.V.	Antillas Holandesas	12.12
Otros		5.04
Inversión		
Corporación Cervesur	Perú	36.83
Ducktown Holdings S.A.	Estados Unidos	24.17
Varios		39.00

Nota: de Creditex

**RESULTADOS
FINANCIEROS Y
PROYECCIONES**

Para poder realizar las proyecciones hasta el año 2015, se consideran los siguientes supuestos que se detallan a continuación:

- Se parte de las cifras del 2008 que son pesimistas con respecto a años anteriores, debido al efecto de la crisis.
- Se estima que el crecimiento de mercado será de 3% por año, como promedio de los malos años (por la crisis) y de los buenos años venideros.
- La tasa impositiva será la misma, 30% por año.
- El Periodo Promedio de Inventarios (PPI) es de 216.21 días y su desviación estándar es de 23.76 días.
- El Periodo Promedio de Cobro (PPC) es de 61.93 días y su desviación estándar es de 8.51 días.
- El Periodo Promedio de Pago (PPP) es de 17.06 días y su desviación estándar es de 3.29 días.

Sobre la base de estos supuestos, se obtuvo un VAN de PEN 233,653,105; además, se obtuvo un Costo de Capital Promedio Ponderado de 10.65%, con un valor beta del sector de 0.84.

**VISITA A LA
EMPRESA**

Se realizó una entrevista personal al Ingeniero Industrial, señor Luis Herrera Paredes, Gerente de Administración y Finanzas de Creditex, como también de su subsidiaria Texgroup, con 17 años de experiencia en la empresa. La entrevista personal proporcionó información en líneas generales sobre diversos aspectos de la empresa. A continuación, se detallan los comentarios del gerente:

1. El segmento primario es la manufactura textil de algodón (hilado y tejido) y el secundario corresponde a la confección de prendas a pedido y segmento del retail con marca propia (Norman & Taylor). Los principales proveedores primarios son los agricultores de la zona de Piura donde se cultiva el algodón Pima y Tangüis. La gerencia tiene planes para expandir el segmento de retail e integrarse verticalmente hacia atrás incorporando e incrementando campos de

cultivo de algodón Pima (677 Ha) para asegurar su abastecimiento y reducir costos. La compañía posee una cartera bastante diversificada; por ende, minimiza el riesgo en reducción de ventas.

2. Las cuentas por cobrar de Creditex se encuentran en los niveles normales entre 1.6 a 2 veces el valor de la facturación mensual. Dependiendo del cliente, el período de pagos por ventas de hilados varían entre 30 a 60 días; en cambio, para la confección de tejidos, los pagos fluctúan entre 60 a 90 días, y para el caso de prendas de vestir es a la vista. Los créditos se otorgan dependiendo del volumen de compra negociado.
 3. La empresa no espera mayor variación respecto a este ratio, ya que tienen clientes calificados y/o trabajan con cartas de crédito. Sin embargo, hoy, los clientes desean estar menos atados a este tipo de instrumentos (cartas de crédito o “Stand By Letter of Credit” -SBLC), y, para reducir el riesgo de cobranza, la empresa clasifica cuidadosamente a sus clientes. Con respecto a las exportaciones por cobranza libre, se trabajan con líneas “For Failing”.
 4. Todos los años, la empresa hace un presupuesto sobre la base de una meta establecida, considerando ratios internos sobre inversión y patrimonio para proyectar la rentabilidad esperada. Los principales riesgos que podrían enfrentar son la disminución en las ventas o no poder atender los requerimientos en diseño de los clientes. Además, otro riesgo es competir con los costos de operación más baratos en otros países, como la China e India, que gozan de subsidios de parte del gobierno y un tipo de cambio subvaluado.
 5. Por otro lado, existen serias desventajas con respecto al despacho dado por la falta de infraestructura en puertos y carreteras. Sin embargo, se espera ciertas mejoras en el manejo de contenedores en el Puerto del Callao que reducirían los costos de transporte. La energía en el Perú tiene un precio elevado comparado con otros países y, en muchos casos, los exportadores se quejan sobre estos costos porque le reducen la competitividad.
 6. Actualmente, la empresa no tiene ningún proceso legal pendiente.
 7. Con respecto a las líneas de productos, se considera seguir con la misma variedad. Además, con la constante creatividad del Departamento de Diseño, se realizan constantes innovaciones para estar siempre con las nuevas tendencias de la moda internacional.
 8. Con respecto a los precios de venta, actualmente no se espera una reducción de precios, debido a que los productos que se venden son de alta calidad. Con respecto al volumen de demanda total por el producto, Creditex considera que, a causa de la crisis mundial, los volúmenes de pedido deberían reducirse entre 10% a 15%, esperando que para el año 2010 se estabilice y se incrementen los pedidos.
 9. La estrategia de Creditex es entregar productos diferenciados, manteniendo la calidad con precios competitivos y cumpliendo con las exigencias del mercado.
-

La empresa incorpora constantemente nuevas técnicas que integran más eficientemente todos los procesos, de esta forma, logra reducir costos ofreciendo productos de alta calidad a menor precio.

10. El principal mercado de Creditex es el exterior en el cual no existen contratos a largo plazo. Se espera que los costos de los componentes primarios esperados fluctúen (costos directos o los costos no incluidos o relacionados a la mano de obra directa, materiales o costos de administración). Con respecto a la rotación de inventarios, se estima que será más lenta en los siguientes dos trimestres por razones de demanda.
11. Con respecto a los gastos de publicidad, Creditex no ha desarrollado este rubro, debido al tipo de producto y características del cliente. Solo en el caso de retail, se han utilizado medios como los siguientes: (a) e-mail, (b) propaganda en revistas, (c) trade marketing (invitación para visitar los locales), y (d) propaganda en hoteles (tarjetas de invitación y publisreportajes). Todo esto ha sido llevado a cabo con el propósito de incrementar la cartera de clientes.

En el año 2008, Creditex por primera vez incursionó en licitaciones a organismos del Estado peruano y los pedidos serán entregados en el transcurso del 2009. Las licitaciones son las siguientes:

1. Licitación por 450,000 camisas para la Policía Nacional convocada por el Ministerio del Interior del Perú (MININTER) a través de la Oficina de Servicios para Proyectos de las Naciones Unidas (UNOPS). Cabe destacar que fue ganada por la subsidiaria Texgroup e Industrial Gorak, donde la tela para la confección de dichas camisas fue abastecida por Creditex.
 2. Confección de 200,870 metros de tela para abastecer al Ministerio de la Producción (PRODUCE) como parte de un programa para la Micro y Pequeñas Empresas.
-

Tabla 9. Balance General (en Miles de Nuevos Soles)

	Año			
	2005	2006	2007	2008
Activo Total	365,146	369,080	385,680	372,591
Activo Corriente	188,479	198,245	219,393	225,254
Caja Bancos	6,105	17,326	5,425	13,565
Créditos por Ventas a Corto Plazo	37,578	47,348	54,231	49,183
Otras Cuentas por Cobrar a Corto Plazo	12,463	8,848	7,650	21,552
Inventarios	125,449	114,128	147,333	135,199
Gastos Pagados por Anticipado	6,884	10,595	4,754	5,755
Otros Activos	0	0	0	0
Activo no Corriente	176,667	170,835	166,287	147,337
Inversiones Financieras	1,897	1,878	2,411	2,230
Otros Activos a Largo Plazo	1,339	0	0	0
Activos Fijos	164,210	162,936	158,556	137,754
Intangibles	2,024	1,409	1,008	538
Credito Mercantil	0	0	0	0
Activos por Impuestos a la Renta y Partes Diferidas	7,197	4,612	4,312	6,815
Pasivo + Patrimonio Neto	365,146	369,082	385,780	372,591
Pasivo Total	161,760	150,786	152,585	120,636
Pasivo Corriente	117,959	104,001	124,452	96,377
Deudas Financieras Corto Plazo	85,519	94,483	111,221	79,485
Deuda a Proveedores Corto Plazo	8,155	9,172	11,649	12,215
Impuesto a la Renta y Participaciones Corrientes	24,285	346	1,582	4,677
Pasivo no Corriente	43,801	46,785	28,133	24,259
Prestamos a Largo Plazo	43,801	46,785	28,133	24,259
Patrimonio Neto	203,386	218,296	233,195	251,955
Capital Social	163,244	163,244	163,244	163,244
Acciones de Inversión	10,476	10,476	10,476	10,476
Reservas Legales	5,241	5,241	6,858	8,239
Utilidades Retenidas	24,251	40,418	52,617	69,996
Resultados no Realizados	174	1,083	0	0

Tabla 10. *Estado de Resultados (en Miles de Nuevos Soles)*

Estado de Resultados	Año			
	2005	2006	2007	2008
Ventas	269,099	278,760	281,345	264,569
Costo de Ventas	211,591	223,534	224,048	210,819
Utilidad Bruta	57,508	55,226	57,297	53,750
Gastos de Ventas	14,296	15,843	15,683	14,748
Gastos Administrativos	15,679	16,377	17,020	17,730
Otros Ingresos (Gastos)		1,819	2,404	19,263
Utilidad Operativa	27,533	24,825	26,998	40,535
Ingresos (Gastos) Financieros	14,694	3,148	4,806	7,403
Ganancia (Pérdida) por Instrumentos Financieros Derivados	1,316	74	1,532	6,018
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta	14,155	21,751	20,660	27,114
Participación de los Trabajadores	1,177	1,509	1,850	2,258
Impuesto a la Renta	3,178	4,075	4,994	6,096
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	9,800	16,167	13,816	18,760

 Tabla 11. *Flujo de Caja Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)*

	Año						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas	272,506	280,681	289,102	297,775	306,708	315,909	325,386
Costo de Ventas	216,735	223,237	229,935	236,833	243,938	251,256	258,793
Margen Bruto	55,771	57,444	59,167	60,942	62,770	64,653	66,593
Gastos Administrativos	16,659	17,158	17,673	18,203	18,749	19,312	19,891
Gastos de Ventas	15,086	15,539	16,005	16,485	16,980	17,489	18,014
EBIT	24,026	24,747	25,489	26,254	27,041	27,852	28,688
Impuestos	7,208	7,424	7,647	7,876	8,112	8,356	8,606
Depreciación	14,543	17,138	20,196	23,799	28,045	33,049	38,946
NOPAT	31,361	34,460	38,038	42,176	46,974	52,546	59,027
CAPEX	12,971	15,285	18,012	21,226	25,014	29,477	34,736
Inversión de Capital de Trabajo	5,386	5,003	5,154	5,308	5,467	5,631	5,800
Perpetuidad							241,750
Flujo de Caja Libre	13,004	24,179	25,179	26,258	27,428	28,701	271,842
VAN	233,653						

Tabla 12. Balance General Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)

	Año						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Caja Bancos	10,587	10,904	11,231	11,568	11,915	12,273	12,641
Inventarios	130,168	134,073	138,096	142,238	146,506	150,901	155,428
Cuentas por Cobrar	46,881	48,288	49,736	51,228	52,765	54,348	55,979
Otras Cuentas Activas/Corriente	19,685	20,275	20,884	21,510	22,155	22,820	23,505
Total Activo Corriente	207,321	213,541	219,947	226,545	233,342	240,342	247,552
Activo Fijo Neto	136,182	134,329	132,146	129,574	126,542	122,970	118,760
Inversiones Financieras	2,230	2,230	2,230	2,230	2,230	2,230	2,230
Otros Activos a Largo Plazo	0	0	0	0	0	0	0
Intagibles	538	538	538	538	538	538	538
Credito Mercantil	0	0	0	0	0	0	0
Total Activo No Corriente	138,950	137,097	134,914	132,342	129,310	125,738	121,528
Activo Total	346,271	350,638	354,861	358,887	362,652	366,080	369,080
Deuda Financiera Corto Plazo	60,000	57,000	54,150	51,443	48,870	46,427	44,106
Deuda a Proveedores Corto Plazo	10,268	10,576	10,894	11,220	11,557	11,904	12,261
Impuesto a la Renta y Participaciones Corrientes	960	883	813	748	688	633	582
Pasivo Corriente	71,228	68,459	65,856	63,410	61,115	58,963	56,948
Prestamos a Largo Plazo	12,000	11,040	10,157	9,344	8,597	7,909	7,276
Pasivo No Corriente	12,000	11,040	10,157	9,344	8,597	7,909	7,276
Pasivo Total	83,228	79,499	76,013	72,755	69,712	66,872	64,225
Capital Social	163,244	163,244	163,244	163,244	163,244	163,244	163,244
Acciones de Inversión	10,476	10,476	10,476	10,476	10,476	10,476	10,476
Reservas Legales	6,858	6,858	6,858	6,858	6,858	6,858	6,858
Utilidades Retenidas	82,465	90,561	98,270	105,555	112,362	118,630	124,278
Patrimonio Neto	263,043	271,139	278,848	286,133	292,940	299,208	304,856
Pasivo + Patrimonio Neto	346,271	350,638	354,861	358,887	362,652	366,080	369,080

Tabla 13. Estado de Resultados Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)

Estado de Resultados	Año						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas	272,506	280,681	289,102	297,775	306,708	315,909	325,386
Costo de Ventas	216,735	223,237	229,935	236,833	243,938	251,256	258,793
Utilidad Bruta	55,771	57,444	59,167	60,942	62,770	64,653	66,593
Gastos de Ventas	15,086	15,539	16,005	16,485	16,980	17,489	18,014
Gastos Administrativos	16,659	17,158	17,673	18,203	18,749	19,312	19,891
Utilidad Operativa	24,026	24,747	25,489	26,254	27,041	27,852	28,688
Ingresos (Gastos) Financieros	4,800	4,533	4,282	4,045	3,821	3,611	3,413
Ganancia (Pérdida) por Instrumentos Financieros Derivados	6,620	7,282	8,010	8,811	9,692	10,661	11,727
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta	12,606	12,932	13,197	13,398	13,528	13,580	13,548
Participación de los Trabajadores	1,025	1,052	1,073	1,090	1,100	1,105	1,102
Impuesto a la Renta	3,474	3,564	3,637	3,692	3,728	3,743	3,734
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	8,106	8,316	8,487	8,616	8,699	8,733	8,712

Los Reportes Burkenroad Perú son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima, y de empresas medianas y pequeñas. Los informes son elaborados por alumnos de CENTRUM Católica, la Escuela de Negocios de la Pontificia Universidad Católica del Perú, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan el Programa Burkenroad en Latinoamérica. Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de publicaciones y sistemas de información financiera tales como el Infosel Financiero y Finsat, entre otros. Los reportes de las medianas y pequeñas empresas son distribuidos sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad financiera en un Encuentro Anual.

Para más información sobre el Programa Burkenroad Perú, por favor, visite la página web: <http://www.centrum.pucp.edu.pe/es/programaburkenroad/>

Ph.D. Eduardo Court Monteverde
ecourt@pucp.edu.pe
Director de Investigación
Reportes Burkenroad Perú
CENTRUM - Escuela de Negocios de la
Pontificia Universidad Católica del Perú
Teléfono: (511) 313 3400

Ph.D. Jorge Guillén
jguillen@pucp.edu.pe
Coordinador
Reportes Burkenroad Perú
CENTRUM - Escuela de Negocios de la
Pontificia Universidad Católica del Perú
Teléfono: (511) 313 3400



PONTIFICIA **UNIVERSIDAD CATÓLICA** DEL PERÚ