

Índice

Página

Objetivo..... 1

Primera Sección-Nociones Generales

Introducción a Conceptos Contables Mínimos.....2

Estados Contables..... 3

Estados Contables Básicos..... 4

Estados Complementarios.....5

Segunda Sección-Nociones Teóricas

Las herramientas aplicables para el análisis e interpretación de los Estados Contables.....7

Estados Contables Porcentuales..... 10

Preparación de Estados Contables Comparativos..... 12

Preparación de los Indicadores Contables..... 14

Análisis Individual de los Indicadores Financieros..... 16

Análisis Individual de los Indicadores Patrimoniales.....21

Análisis Individual de los Indicadores Económicos.....26

Mensaje final.....30

Anexo I

Aplicaciones prácticas

Breve ejemplo y metodología..... 31

Estados Contables Comparativos Porcentuales..... 32

Cuadros Comparativos e Indicadores.....35

Comentarios a los Estados Contables Porcentuales.....37

Comentarios a los Estados Indicadores..... 41

Comentario final.....44

Anexo II

Datos Adicionales

Datos Adicionales.....45

ELEMENTOS BÁSICOS PARA EL ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE ESTADOS CONTABLES

OBJETIVO

La finalidad de este fascículo que edita la FUNDACIÓN BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES es simplemente la de familiarizar al lector de los estados contables con la comprensión de los mismos, mediante la presentación de algunas herramientas básicas utilizadas para el análisis e interpretación de los estados financieros de las sociedades que cotizan sus acciones en la BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES.

Para alcanzar el objetivo enunciado, en una primera sección se desarrolla una serie de conceptos generales a manera de introducción al conocimiento del análisis e interpretación de la información contable, y como segunda sección se tratan las herramientas básicas que posibilitan las tareas técnicas contables de análisis e interpretación de los balances.

PRIMERA SECCIÓN- NOCIONES GENERALES

INTRODUCCIÓN A CONCEPTOS CONTABLES MÍNIMOS

La inversión en títulos valores privados está calificada como una inversión “de riesgo”, dado que el valor fijado del título en cuestión está sujeto al rendimiento futuro del mismo, en virtud de la rentabilidad de la sociedad emisora. Dicha rentabilidad futura, como todo lo que va a ocurrir, es contingente, y ahí nace el riesgo del inversor.

Existen diversas formas de atenuar -nunca de evitar- el riesgo de la inversión en títulos privados, a saber: observar las tendencias del mercado bursátil, diversificar carteras y efectuar modificaciones en la integración de las mismas, obtener información de la sociedad en la cual pensamos invertir, entre otras muchas variantes.

Justamente, la última enumerada, “... obtener información de la sociedad en la cual pensamos invertir...”, nos introduce al tema de nuestra especialidad, esto es, los Estados Contables como producto que elaboran los Contadores Públicos para que el usuario conozca la situación general de una empresa. La técnica contable y de auditoría ofrecerá así las bases a partir de las cuales dicho producto será de una calidad normal y, asimismo, brindará utilidad y confiabilidad al usuario.

La contabilidad suministra información sobre el desenvolvimiento de los negocios del ente, y el documento fundamental que sintetiza la labor contable es el Estado Contable, que puede tener distintos contenidos y formas, como veremos más adelante.

Por lo tanto, para el inversor actual o futuro de una sociedad, los estados contables son el documento que la técnica contable le brinda para conocer la situación presente y anterior de una sociedad ; y con esos datos -a los que se suma toda una batería de información sobre la situación de la economía en general y de la rama de la actividad de la empresa en particular, la tendencia de la plaza bursátil, las preferencias del mercado y las personales, etcétera-, dicho inversor estará en condiciones de adoptar una decisión que reduzca el riesgo a márgenes razonables. El inversor nunca debería tomar decisiones sin tener conocimiento de todos y de cada uno de los datos necesarios para evaluar una operación determinada; y una de esas nociones es la relativa a los estados contables, cuya comprensión intentaremos mejorar a través del aporte de las técnicas apropiadas.

En primer lugar, brindaremos una serie de definiciones conceptuales respecto de las clases y contenidos de los estados contables.

ESTADOS CONTABLES

Los Estados Contables son un informe técnico contable que refleja la situación económica patrimonial y financiera de una empresa, a una fecha dada y pasada. La empresa es la responsable de la emisión y contenido de los estados contables; por su parte, los síndicos y auditores externos emiten un informe periódico sobre la calidad de los mismos.

En dichos estados se expone una posición estática de la empresa a una determinada fecha, y se hace una estimación razonable y objetiva de los activos, de los pasivos, y del patrimonio neto de la sociedad.

Dichos estados muestran la naturaleza y cuantía de los recursos económicos y, a su vez, los derechos de los acreedores y la participación de los accionistas respecto de tales recursos.

Dicho de otra manera, la totalidad del activo es igual al total del pasivo más la totalidad del patrimonio neto:

$$\text{Activo} = \text{Pasivo} + \text{Patrimonio Neto}$$

QUÉ ES EL ACTIVO

El Activo muestra la totalidad de bienes materiales e inmateriales y los derechos a cobrar que son de propiedad de la empresa. Son sus componentes característicos los importes existentes en caja, en bancos, en monedas extranjeras, en créditos ciertos y firmes, en bienes de cambio, en bienes de uso, en inversiones, y en intangibles.

Financieramente, los Activos en los estados contables se clasifican en Activos Corrientes y Activos No Corrientes. Los Activos Corrientes son todos aquellos bienes y derechos que se estima se convertirán en dinero en el plazo de un año a contar desde la fecha de cierre del balance; en el caso de los Activos No Corrientes, se estima que su conversión a efectivo demandará más de 12 meses tras el cierre del ejercicio económico.

QUÉ ES EL PASIVO

El pasivo refleja los compromisos ciertos y contingentes probables que tiene la sociedad hacia terceros ajenos a la misma. Son sus integrantes habituales las deudas -comerciales, fiscales, sociales, etcétera- y las provisiones, compromisos inciertos ocurridos durante el periodo del balance y de concreción probable en el futuro.

Al igual que los Activos, los Pasivos se dividen en Pasivos Corrientes y Pasivos No Corrientes. Los primeros se componen del total de compromisos ciertos y probables que se estima deberá abonarse dentro de los 12 meses de

cerrado el balance; en tanto, los Pasivos No Corrientes son aquéllos cuyo pago está previsto más allá del año del cierre del estado contable.

QUÉ ES EL PATRIMONIO NETO

El Patrimonio Neto es la diferencia entre el Activo y el Pasivo, y refleja los derechos netos de los propietarios de la sociedad. Son sus habituales integrantes el Capital Social aportado por los socios y los Resultados (ganancias y/o pérdidas) obtenidos por la empresa durante su gestión, parte de los cuales -en el caso de tratarse de ganancias- se podrá retener en la sociedad sin distribuir entre los accionistas, lo que da origen a las denominadas Reservas.

CUÁLES SON LOS ESTADOS CONTABLES BÁSICOS que debe presentar una sociedad cotizante en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

De acuerdo con la normativa contable y bursátil vigente, existen 4 estados contables básicos a presentar por las empresas que cotizan, a saber:

1) El Estado de Situación Patrimonial, comúnmente conocido con el nombre de “Balance”, que refleja el Activo, el Pasivo y el Patrimonio Neto de la empresa.

2) El Estado de Resultados del Ejercicio, que además de determinar la ganancia y/o pérdida de la sociedad expone las causas de las mismas, clasificándolas en operativas, ordinarias, extraordinarias, antes y después del Impuesto a las Ganancias.

3) El Estado de Evolución del Patrimonio Neto, que muestra las variaciones (aumentos y/o disminuciones) producidas en el mismo durante el ejercicio, tanto en el Capital Social como en las Reservas y en los Resultados.

4) El Estado de Flujo de Efectivo, que resume el movimiento de los fondos (dinero, saldos bancarios e inversiones a plazo fijo a menos de 90 días) durante el ejercicio, separados en ingresos y egresos por cada una de las actividades operativas, de financiación y de inversión.

La totalidad de la información que suministran estos 4 estados contables debe ser comparativa con el último cierre de ejercicio anual en el caso del Estado de Situación Patrimonial y, asimismo, con igual cierre trimestral del ejercicio anterior en el caso del Estado de Resultados, del Estado de Evolución del Patrimonio Neto y del de Flujo de Efectivo.

Forman parte integrante de estos 4 estados citados las Notas a los Estados Contables y los Anexos, que brindan información ampliatoria y analítica de la integración de los diferentes conceptos que forman los mismos.

Las Notas brindan en general información sobre los criterios contables aplicados en la medición de los activos y de los pasivos, y en la determinación

de los resultados; asimismo, ofrecen una serie de informaciones que requiere el Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio. Por su parte, los **Anexos** presentan las variaciones de los principales rubros del estado contable, a saber: Bienes de Uso, Intangibles, Inversiones, Previsiones, composición de Activos y Pasivos en Moneda Extranjera, integración del Costo de las Mercaderías Vendidas o Servicios Prestados, y la apertura de los gastos del periodo por funciones (administrativos, financieros, de producción, de comercialización, etcétera).

Asimismo, las sociedades cotizantes presentan con sus estados contables básicos la Reseña Informativa Trimestral, en la cual se muestran los estados patrimoniales y de resultados en forma muy resumida. También se exponen allí la producción y las ventas en volúmenes físicos, y los índices de liquidez, de endeudamiento y de rentabilidad, todo en forma comparativa en los últimos 5 ejercicios y complementada con una breve descripción de la gestión del trimestre anterior y de las perspectivas del próximo.

Como en toda sociedad, anualmente se presenta la Memoria: documento en el cual el Directorio de la empresa desarrolla comentarios referidos a la marcha de la misma, evalúa su gestión, estima las perspectivas futuras, y propone la distribución de las ganancias -si las hubiera- o el tratamiento sugerido a las pérdidas -en su caso-. La Asamblea de Accionistas, que se reúne a tratar toda la documentación contable, es la única que resuelve en definitiva la política de los resultados.

Dicha Asamblea de Accionistas recibe como aporte no vinculante para la toma de sus decisiones societarias, en materia de la aprobación de los Estados Contables, el **Informe de la Comisión Fiscalizadora** (integrada por 3 personas con título de Contador Público y/o de Abogado) **y/o del Consejo de Vigilancia** (conformado por 3 o más miembros que no tienen que poseer título alguno), que son el órgano que representa al accionista durante el año en las reuniones del Directorio, y el **Informe de Auditoría Externa independiente**, que emite un Contador Público designado anualmente por la Asamblea de Accionistas.

CUÁLES SON LOS ESTADOS COMPLEMENTARIOS y en qué caso deben ser presentados por las empresas cotizantes.

La normativa contable y bursátil vigente establece que cuando una empresa cotizante tiene el control -directo o indirecto- de otra u otras sociedades, con o sin cotización bursátil, **deberá presentar obligatoriamente una serie de 3 Estados Contables Complementarios** a los Estados Básicos antes tratados, que son los denominados **ESTADOS CONTABLES CONSOLIDADOS**. En caso de que una sociedad cotizante no tuviera control directo o indirecto de otra sociedad, los estados contables consolidados no se presentan.

Los Estados Contables Consolidados tienen por objetivo mostrar la situación patrimonial, financiera y económica del grupo económico que controla la sociedad cotizante. El control se obtiene con la propiedad de acciones que

otorgue el 50% más uno de los votos de la sociedad controlada: a esa situación se llega, en forma directa, por la tenencia de esa cantidad de acciones por parte de la controlante cotizante (control directo), o bien por el control de otra empresa que posea a su vez control de otra/s sociedades (control indirecto).

Los Estados Contables Consolidados son tres, a saber:

1) Estado de Situación Patrimonial Consolidado. Muestra el total del Activo, Pasivo y Patrimonio Neto del conjunto de sociedades que se controlan (pueden ser 1 o varias), y que forman el grupo económico de control de la cotizante. La técnica de consolidación de estados contables está determinada por las normas contables vigentes, que implican la sumatoria de los estados contables de las sociedades integrantes del grupo, previa depuración de operaciones recíprocas entre ellas.

2) Estado de Resultados Consolidado. Presenta el resultado final del grupo con igual apertura de los resultados que el del estado individual de la controlante cotizante.

3) Estado de Flujo de Efectivo Consolidado. Refleja las variaciones de los fondos del grupo con similar segregación que el estado individual.

El estado contable que sirve para la toma de las decisiones societarias -en lo que respecta a dividendos, capitalizaciones, etcétera- es el relativo a los Estados Contables Básicos, conforme a la Ley de Sociedades de la Argentina (en otros países, la legislación establece que dichas determinaciones deben tomarse a partir de los estados consolidados).

Por la técnica de medición de las inversiones en las empresas en las cuales se posee el control, prevista por las normas argentinas (según la cual debe aplicarse el método de valor patrimonial proporcional), **el total del Patrimonio Neto, el de los Resultados de los Estados Contables Básicos, y el de los Consolidados, debe ser el mismo.**

Estos Estados Contables Consolidados requieren la presentación de Notas y Anexos similares a los de los individuales; asimismo, debe incluirse la opinión que les merece al Auditor Externo Independiente y a la Comisión Fiscalizadora y/o Consejo de Vigilancia en sus informes.

Por su parte, las sociedades líderes del Mercado de Capitales deben presentar anualmente **el Informe del Comité de Auditoría**, integrado por 3 directores en su mayoría independientes, en el cual se calificará la gestión del Directorio y se opinará sobre la información contable que suministren los estados contables básicos y consolidados -en el caso de que estos últimos deban confeccionarse-.

En las empresas cotizantes, los estados contables básicos y consolidados anuales se presentan (en caso de corresponder) dentro de los 70

días corridos de cerrado el ejercicio económico, y dentro de los 42 días corridos de cerrado el periodo en el caso de los trimestrales.

SEGUNDA SECCIÓN-NOCIONES TEÓRICAS

LAS HERRAMIENTAS APLICABLES PARA EL ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS ESTADOS CONTABLES

Generalidades referidas al Análisis y la Interpretación

Se debe diferenciar la tarea de análisis de las labores de interpretación de los estados contables, debido a la diferente naturaleza de las mismas.

El **análisis** de los balances es una **labor objetiva**, fuertemente basada en la recolección de datos surgidos del propio estado contable; lo cual permite su sistematización, que a su vez se concreta con una guía de procedimientos mínimos necesarios para el análisis.

La **interpretación** de la información contable es, en cambio, una **tarea subjetiva** dominada por la formación técnica del profesional que la ejecuta. Influye aquí el grado de independencia de criterio que le permita al profesional del caso formular una opinión fundada sobre el estado general de la empresa y sobre las posibles causas que generan dicha situación, a través de los datos que brindan los estados contables de la misma. A partir de esa interpretación, el profesional está en condiciones de generar proyecciones sobre el comportamiento futuro de empresa.

Es necesario señalar que existe una estrecha relación entre la tarea de análisis -que siempre debe realizarse previamente- y la de la interpretación de la información contable -que es la conclusión a la que se llega tras haber recopilado los datos en el análisis previo-. No puede haber interpretación sin tarea de análisis, ni deben realizarse interpretaciones finales sólo a partir de análisis parciales.

También es menester advertir que existen diferencias en cuanto a la profundidad y extensión del análisis, en tanto se actúa como analista interno de la empresa (aquél que trabaja en ella), o bien se actúa en cambio como analista externo (tal es nuestro caso de inversores o estudiosos ajenos a la sociedad: sólo contamos con la información surgida de los estados contables, sin acceso a una ampliación y/o aclaración de la misma a través de consultas a la firma en cuestión). El analista interno está entonces en condiciones privilegiadas respecto del externo, toda vez que puede efectuar estudios más profundos que los de sus colegas ajenos a la sociedad, y obtener así mejores interpretaciones; ello se explica por la limitación propia que todo analista externo tiene al acceso de la información calificada de la empresa.

En efecto, el analista externo (que, cabe reiterar, no tendrá acceso a ciertos datos que no surjan de los estados contables, como es el caso de los costos fijos; los costos variables; las políticas de créditos, de ventas, de compras, etcétera) no puede revisar los papeles de trabajo del auditor externo ni mantener reuniones con los gerentes de la sociedad, entre otras restricciones. Todo esto limita las posibilidades de lograr interpretaciones con una mayor precisión de la realidad de la sociedad, sin que ello implique descalificar la razonabilidad de las opiniones del analista externo: aquí sólo se desea presentar el escenario real en el cual actúa este profesional.

Un condicionante que afecta la calidad de todo análisis, interno o externo, es la carencia del tiempo necesario y suficiente para el desarrollo minucioso de dicha labor.

Por último, diremos que **el perfil que potencia a un buen analista e intérprete** de estados contables se fundamenta en:

- Poseer una muy buena formación técnica profesional en lo contable.
- Contar con una buena información sobre la marcha de la economía mundial, nacional, regional y sectorial.
- Tener una capacidad de análisis lógico de la situación de la sociedad y entenderla con creatividad.
- Poseer un juicio sensato como buen observador y crítico de la situación empresarial.
- Realizar una adecuada planificación de las tareas de análisis y de evaluación.
- Poseer independencia de criterio sobre la empresa a analizar, y emitir una opinión imparcial.
- Trasmitir su juicio en un lenguaje sencillo, concreto y preciso, que facilite la comprensión del lector no idóneo.

Procedimientos aplicables en el ANÁLISIS de los Estados Contables

Se recomienda seguir los pasos siguientes en una tarea de análisis de balances:

- Revisión General de los estados contables, a fin de evaluar su consistencia interna, comparación mediante de las cifras de los estados básicos y consolidados -si las hubiera- con las de las notas y/o los anexos, y con ello verificar su razonabilidad.
- Lectura minuciosa de los Informes de la Comisión Fiscalizadora o Consejo de Vigilancia y del Auditor Externo, que comprende los temas informados en Aclaraciones Previas, Limitaciones al Alcance de la Tarea y sus efectos en la opinión fundada que brinda, el Acta del Directorio que arrobó dichos estados

contables -en el caso de que algún directivo formulara un comentario de interés-, al igual que el acta de la Comisión Fiscalizadora. En algunos pocos casos de empresas líderes existe el informe del Comité de Auditoría, cuya cuidadosa lectura también es necesaria.

- Lectura de la Memoria en la sección que hace referencia a las variaciones patrimoniales y de resultados respecto del ejercicio anterior, y su consistencia con las cifras de los estados contables; igual nivel de estudio para los datos que surgen de la Reseña Informativa relativo al balance, comparando en especial si las variaciones que se producen en los volúmenes físicos de producción y de ventas informados en la Reseña muestran una tendencia similar a las de las variaciones monetarias de las Ventas y Costo de Ventas en el estado del resultados, e ir extrayendo comentarios, conclusiones de estas comparaciones.

- Efectuar un **ANÁLISIS VERTICAL** de los Estados Contables de Situación Patrimonial y de Resultados, consistente en re-expresar en datos porcentuales a la totalidad de las cifras monetarias que los integran; con ello se crean los denominados **ESTADOS CONTABLES PORCENTUALES**.

- Realizar un **ANÁLISIS HORIZONTAL** de los Estados Contables, que consiste en comparar las cifras monetarias de los mismos en distintas fechas de los balances anteriores (formular estados contables comparativos entre 3 a 5 años; desde ya, el comparativo de 2 ejercicios lo presenta la información que nos brinda la sociedad en su juego de estados contables rendidos ante la Bolsa de Comercio). De este trabajo surgen los **ESTADOS CONTABLES COMPARATIVOS** de 3 a 5 años.

- Mediante el estudio de las variaciones que surgen de los análisis verticales y horizontales, detectar cambios relevantes como situaciones estables y esbozar o estimar las posibles causales de dichos comportamientos.

- Calcular los diversos **INDICADORES** -patrimoniales, financieros y económicos- que surgen de los estados contables; realizar un juego comparativo de indicadores de los últimos 3 a 5 años, determinar sus variaciones o estabildades, compararlos con los valores estándar de dichos indicadores, y estimar las posibles causas de sus desvíos.

Procedimientos habituales para la INTERPRETACIÓN de los estados contables.

Dado el carácter subjetivo de la interpretación de los balances, es más complejo desarrollar una guía única o preferencial de pasos a seguir para concluir en una adecuada interpretación. La metodología aplicable puede variar según cada profesional a cargo de dicha tarea, cosa que no se da en los procedimientos de análisis. Finalmente, también difiere -según cada intérprete- la evaluación que se les brinda a los indicadores obtenidos en el proceso de análisis para formular una calificación de la situación general actual de la

empresa, y más variables aún resultan las opiniones sobre las probables proyecciones futuras de la marcha de la misma.

Dentro de dicho marco conceptual podemos señalar que, habitualmente, en un proceso de interpretación de estados contables se consideran estos aspectos:

- Estimar las causales más probables de las variaciones determinadas en el análisis.
- Estimar los efectos o incidencias que dichas variaciones producen en la marcha de la empresa.
- Emitir una opinión fundada sobre el efecto de dichas variaciones.
- Hacer proyecciones relativas a entre uno y cinco escenarios distintos (como mínimo dos) de la posible evolución futura (no más de tres años) de la sociedad.

PRESENTACIÓN DE LAS PRINCIPALES HERRAMIENTAS UTILIZADAS EN EL ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS ESTADOS CONTABLES.

De lo expuesto precedentemente surge que las siguientes son herramientas básicas y habituales aplicadas para las labores de análisis e interpretación de estados contables:

ESTADOS CONTABLES PORCENTUALES EN EL ANÁLISIS VERTICAL

ESTADOS CONTABLES COMPARATIVOS EN EL ANÁLISIS HORIZONTAL

CÁLCULOS DE INDICADORES PATRIMONIALES – ECONÓMICOS – FINANCIEROS A PARTIR DE LOS ESTADOS CONTABLES

Luego, con dicho instrumental se pueden afectar combinaciones entre ellos, como por ejemplo armar estados contables porcentuales en forma comparativa durante 3 a 5 ejercicios, presentar los indicadores en forma comparativa durante los 3 a 5 últimos años, etcétera.

Lo relevante, y a la vez difícil, de todo este juego de números, cifras y presentaciones, es la elaboración del informe técnico que permita descifrar conceptualmente las causales de las variaciones, su comportamiento probable futuro, y sus efectos en la marcha de la sociedad -tanto para el presente como para los próximos 3 años como máximo-; esto es, el informe técnico fundado que permita opinar sobre la situación patrimonial, financiera y económica de la empresa al presente y en el futuro -en este último caso, de manera estimativa-.

A continuación, desarrollaremos la forma de obtener las 3 herramientas básicas citadas, a partir de un juego de estados contables presentados por las empresas cotizantes.

PREPARACIÓN DE LOS ESTADOS CONTABLES PORCENTUALES

Para el armado de los estados contables porcentuales, aplicables tanto al análisis vertical como al horizontal de los mismos, tenemos en cuenta estas definiciones de valor:

El total de pesos de los ACTIVOS equivale al 100 %

El total de pesos del Pasivo más el Patrimonio Neto equivale al 100%

(Esto es pura aritmética, dado que ya habíamos definido contablemente que el Activo es igual al Pasivo más el Patrimonio Neto).

El total de Ventas en pesos es igual al 100%

A partir de estas definiciones de valor, todas las cuentas del ACTIVO del Estado de Situación Patrimonial se convierten de pesos a porcentajes mediante este simple cálculo matemático:

$$\frac{\text{Pesos del rubro del Activo} \times 100}{\text{Pesos del total del Activo}} = \% \text{ del rubro del activo}$$

$$\frac{\text{Pesos del rubro del Pasivo y/o del Patrimonio Neto} \times 100}{\text{Pesos del total del total del Pasivo + PN}} = \% \text{ del rubro del Pasivo y/o PN}$$

$$\frac{\text{Pesos de la cuenta del Estado de Resultados} \times 100}{\text{Pesos del total de Ventas}} = \% \text{ de la cuenta resultados}$$

Así, de esta sencilla manera se determinaran los porcentuales que representan los saldos de cada una de las cuentas del estado de situación patrimonial y de resultados; luego se procede a reemplazar los pesos por estos porcentajes, y así queda armado el estado contable porcentual respectivo.

¿Qué ventaja tiene este estado porcentual respecto del estado en pesos o en cualquier otra divisa?

La cifra porcentual da una idea rápida y clara de la significación o no del saldo de la cuenta, sin necesidad de compararla con otro valor. Por ejemplo: decir que los Bienes de Cambio disponibles para la venta de una sociedad son de \$500 millones no ofrece certezas en cuanto a si ese rubro es relevante o no en el balance en su conjunto, y más aún: puede confundirnos y darle

importancia a aquello que no la tiene. Siguiendo ese ejemplo, como el total del Activo en pesos de esa empresa era de \$5.000 millones, en el balance porcentual los bienes de cambio de \$ 500 millones, representan el 10% del total del Activo, y ese 10% brinda información segura y refleja que es un rubro no relevante.

Por eso es necesario que nuestros estudios e informes se funden en datos relativos, porcentuales o índices, y no en importes en pesos o divisas que nada aclaran sobre su importancia dentro del juego de balance en su conjunto; por el contrario, en ciertos casos -como el del ejemplo brindado- dan indicios equívocos de su trascendencia.

Además, los datos porcentuales se pueden y deben repetir tal cual, de un año a otro, exista o no inflación, pues la inflación no hace variar los porcentajes ni los índices. Es decir que de esta forma se simplifica la tarea de estudios comparativos de varios años.

El estudio comparativo -horizontal- de los balances porcentuales permitirá apreciar con facilidad qué rubro del activo, pasivo, patrimonio o resultado está manteniendo su participación relativa estable, o cuál está cayendo o creciendo año tras año. Esto, cabe reiterarlo, no se obtiene con precisión a partir de las cifras del balance expresadas en pesos o divisas; por el contrario, a veces la variación de los importes genera conclusiones equivocadas.

Si retomamos el caso de los Bienes de Cambio de \$500 millones, y suponemos que subieron a \$800 millones entre un año y otro, el alza es del 60%, y es relevante; pero, porcentualmente, el primer año dichos bienes representaban el 10% del activo total (de acuerdo con el ejemplo anterior), y ahora, en el segundo año, como el total del activo es de \$10.000, dichos bienes representan sólo el 8% del activo: la realidad es que los bienes destinados para la venta en esa empresa han disminuido del 10% al 8% del total de sus activos entre un año y el siguiente. Lo que en pesos era un importante incremento, en porcentuales es una disminución, y lo cierto es que comparativamente hoy se dispone de menos bienes para vender con relación al total registrado el año pasado: eso lo expresa el balance porcentual, y no el estado contable en pesos o divisas.

PREPARACIÓN DE ESTADOS CONTABLES COMPARATIVOS

Los Estados Contables Comparativos exponen la información de la sociedad durante dos o más ejercicios, y permiten de esa manera facilitar la evaluación del desenvolvimiento de la empresa durante un lapso de tiempo. Es el conocido análisis horizontal del balance, y sirve para la determinación de las tendencias en la evolución de la empresa.

Los estados contables comparativos en pesos son presentados por las sociedades para el lapso de dos ejercicios. Si bien pueden ampliarse para más

ejercicios, no conviene extender el periodo a más de 5 años, pues en tal caso su estudio perdería utilidad: luego de 5/7 ejercicios, la evolución económica en general hace que no sea lógico que se reiteren en el futuro de la empresa iguales situaciones que las ocurridas hace más de 5-7 años.

En los balances esquematizados que presentan las Reseñas Informativas de las sociedades cotizantes, la comparación abarca un periodo de 5 años.

Los Estados Contables Comparativos deben confeccionarse a partir del cumplimiento de los siguientes requisitos que exige la normativa contable vigente:

- Aplicar iguales criterios de medición (valuación) y de exposición de sus cuentas en la totalidad de estados contables que se comparen: para lograr dicha uniformidad de criterios, a los años anteriores se les aplican las pautas de medición y exposición del ejercicio actual.
- Expresar en moneda constante u homogénea los saldos de las cuentas integrantes de los distintos estados contables que se comparan. En la Argentina existen normas legales que han suspendido en diversas oportunidades la aplicación del ajuste por inflación de las cifras de los balances de un periodo y de los comparativos, pero ello no impide que -a los fines de sus estudios- el inversor formule sus propios estados comparativos actualizando las cifras de los balances de ejercicios anteriores por el efecto de la inflación del periodo, aplicando para ello el índice de precios al por mayor. Lamentablemente, desde el año 2007 estos indicadores no resultan no confiables, con lo cual la tarea se vuelve prácticamente inaplicable.
- Si la comparación se hace con datos porcentuales o con indicadores, el ajuste por inflación no será necesario -como ya vimos precedentemente-. Ello sería una solución alternativa para la actual situación de deficiencias en los índices de precios al por mayor publicados por el INDEC (que al momento de confeccionar este trabajo bien se los puede calificar como *no confiables*).
- La comparación de las cifras de este balance con las de estados contables de otros periodos anteriores se deberá hacer con distinta amplitud de intervalo de tiempo, según se trate de estados contables acumulativos o de estados no acumulativos.

Estado Contable NO Acumulativo es el Estado de Situación Patrimonial, y en él la comparación de los saldos de las cuentas del periodo actual deberá hacerse con iguales importes del último balance anual de la empresa.

De esta forma, en un primer trimestre se comparan cifras de hoy con las de los tres meses anteriores; en el segundo trimestre, con las de 6 meses previos; en el tercer trimestre, con las de 9 meses precedentes; y en el caso de

un nuevo balance anual, con las de 12 meses anteriores (siempre, en los 4 casos la comparación es con el balance anual último anterior).

Estados Contables Acumulativos: son los Estados de Resultados, el Estado de Flujo de Efectivo, en cuyo caso la comparación es siempre con una amplitud o desfase de 12 meses (un año), pues comparamos el presente balance con su par de igual período del ejercicio anterior; esto es: el del primer trimestre de este año con el del primer trimestre del año pasado, el del segundo trimestre de este año con el del segundo trimestre del año pasado, el del tercer trimestre actual con el del tercero anterior, el anual actual con el anual anterior, etcétera.

El estudio de la información contable comparativa permite apreciar la tendencia de la evolución de la empresa en los años de nuestra comparación, como ya se dijo, durante 3 a 5 años como máximo. Si bien resulta útil hacer este análisis comparativo con los saldos en pesos del balance, mucho más lo es con sus cifras porcentuales o con sus indicadores.

El hecho de conocer el comportamiento anterior y su tendencia permite efectuar mejores proyecciones futuras de la situación general de una empresa. Por ejemplo, si sólo sabemos que en el último ejercicio la empresa tuvo una utilidad equivalente al 14% de su patrimonio neto, podríamos proyectar prudentemente una utilidad de similar porcentual para el año próximo, siempre y cuando no tengamos otros datos que nos obliguen a pensar lo contrario.

Ahora bien, si hacemos un análisis comparativo de dicha rentabilidad en los últimos 5 años, y vemos que es de un 25% en 2004, del 22% en 2005, del 20% en 2006, del 18% en 2007, y del 14% en 2008, y si esta última (14%) había sido calificada de proyección “prudente” para el año 2009, a vistas de que fue el resultado efectivamente obtenido en 2008 pasaría entonces a convertirse en una estimación optimista de la empresa, pues implicaría detener la caída constante de rentabilidad de los últimos 5 ejercicios. A través del análisis de la tendencia de los últimos años, la proyección de rentabilidad prudente de 2009 debería estar siempre por debajo de 14% (10%–12%, quizás), siempre considerando que no existan cambios en la situación general de los negocios de la sociedad.

Para proyectar mejores comportamientos futuros de las empresas, no sólo es necesario analizar en forma vertical los estados contables (únicamente el último año) sino que también es menester ampliar el estudio con otro horizontal de varios años, para determinar y conocer las tendencias que nos facilitarán proyectar su accionar con mayor razonabilidad y objetividad en el futuro.

PREPARACIÓN DE LOS INDICADORES CONTABLES

Los indicadores contables (o ratios, o índices) constituyen una herramienta básica para el análisis e interpretación de los estados contables

en forma vertical y horizontal. Tienen una amplia difusión y divulgación en cuanto a sus valores numéricos, no así a la hora de conocer cuál sería el valor Standard del índice que nos permitiera ubicar el valor del nuestro como normal, anormal, etcétera. En este apartado trataremos de exponer cómo se obtiene el índice y cuáles serían sus valores normales. Cabe aclarar que nos referimos aquí a empresas comerciales, industriales o de servicios, y que se excluyen bancos y compañías de seguros por las muy distintas características de su actividad con relación a las de los otros sectores enunciados.

En general, los indicadores se obtienen y se calculan al relacionar dos o más rubros del balance, para de esta forma establecer entre ellos un coeficiente que permita medir y calificar una posición económica, patrimonial o financiera, y así obtener una visión conjunta de la situación general de la empresa.

También resulta de utilidad efectuar el análisis comparativo en lapsos no superiores a los 5 años de la evolución de los indicadores, cuyos valores no habrán de ser necesariamente modificados entre un ejercicio y otro por las variaciones de los precios (por lo cual no es requerido el ajuste por inflación de los indicadores o ratios).

Seguidamente se enumeran los principales indicadores financieros, patrimoniales y económicos, para luego continuar con sus formulas de cálculo y concluir con sus valores Standard que puedan utilizarse para calificar el índice de nuestra sociedad como “bueno” o “deficiente”.

INDICADORES FINANCIEROS:

Liquidez Corriente

Liquidez Inmediata o Seca

Capital de Trabajo

Nivel de Endeudamiento

Endeudamiento en Monedas Extranjeras

Plazo Medio de Cobranzas de Créditos por Ventas

Plazo Medio de Pago de Deudas Comerciales

INDICADORES PATRIMONIALES:

Solvencia

Recursos Propios

Inmovilización del Capital

Rotación de Inventarios

Valor de Libros de una Acción Ordinaria

INDICADORES ECONÓMICOS:

Rentabilidad del Capital

Rentabilidad del Patrimonio Neto

Rentabilidad Bruta de Ventas

Rentabilidad Neta de Ventas

Rentabilidad Operativa

Índice de DUPONT

Leverage o Apalancamiento

EBITDA

Resultado por acción

Ahora pasaremos a un estudio individual de cada uno de dichos indicadores, aclarando que esto no implica presentar con ellos a los universos de los índices, pero sí conocer aquéllos de uso más habitual y de mejor reflejo de la situación de la sociedad en general.

ANÁLISIS INDIVIDUAL DE LOS INDICADORES FINANCIEROS

LIQUIDEZ INMEDIATA O LIQUIDEZ SECA

Este indicador pone en evidencia la medida en la cual la política financiera de la empresa permite soportar una prueba muy exigente, dado que considera cómo puede afrontar el pago de su pasivo a corto plazo (pasivo corriente que vence en el próximo año) con sus activos corrientes, sin considerar uno de los principales que son sus bienes de cambio. Se trata pues de suponer que en el próximo año la sociedad no venderá nada en concepto de sus existencias y, en ese caso, analizar cuánto puede pagar de sus deudas a vencer en ese año.

Su fórmula de cálculo es:

$$\frac{\text{Activos Corrientes} - \text{Bienes de Cambio}}{\text{Pasivos Corrientes}} = \text{Índice Liquidez Seca}$$

La interpretación de este índice puede ser:

Menor al 0.60: Débil

Entre 0.60 a 0.70: Ajustada - normal

Entre 0.70 a 1.00: Buena

Superior a 1.00: Holgada

Estos coeficientes (como otros que veremos) están expresados en tanto por 1; si, en cambio, al resultado de la fórmula se lo multiplica por 100, estará expresado en tanto por ciento. Así, por ejemplo, menor al 0.60 será ahora menor al 60%, -pero su interpretación no cambió: seguirá siendo débil-.

Un análisis global de la situación financiera que no determine un buen resultado para este indicador (por ejemplo, que su calificación sea de "débil") no debería ser motivo de preocupación, en la medida que el indicador de liquidez corriente -que veremos seguidamente- presente resultados normales o satisfactorios. Es un indicador complementario, pero no básico ni imprescindible en el análisis financiero de una sociedad.

LIQUIDEZ CORRIENTE

Es un indicador básico y relevante para medir la situación financiera de la empresa en conjunto con otro índice básico que veremos, que es el nivel de endeudamiento.

Este indicador sirve para evaluar la capacidad financiera del ente, al momento de cancelar los compromisos a corto plazo (pasivos corrientes) mediante la aplicación de la totalidad de sus activos convertibles en dinero en los próximos doce meses (activos corrientes).

Su fórmula de cálculo es la siguiente:

$$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}} = \text{Índice de Liquidez Corriente}$$

La interpretación de este indicador puede ser la siguiente:

Menor a 1.00: Insuficiente o Débil

Entre 1.00 y 1.20: Ajustada o Normal

Entre 1.20 a 1.50: Buena

Más de 1.50: Holgada

Si este índice arroja valores superiores a 1.00, carece de importancia que el indicador de liquidez seca sea débil.

CAPITAL DE TRABAJO

Este indicador brinda el mismo tipo de información que el anterior, de liquidez corriente, con lo cual no es necesario determinar los dos al mismo tiempo: basta con determinar sólo uno de los dos, y en ese caso sugerimos utilizar el de liquidez corriente, por ser el de más rápida comprensión.

La fórmula del Capital de Trabajo es la siguiente:

ACTIVOS CORRIENTES – PASIVOS CORRIENTES = CAPITAL DE TRABAJO expresados en pesos.

La interpelación de su resultado es la siguiente: si el signo del capital de trabajo es **negativo**, la calificación será de **insuficiente o débil** (no alcanzará el activo corriente para cancelar el pasivo corriente); y si resulta **positivo**, el activo a corto plazo será **suficiente** para cancelar el pasivo del año siguiente.

Cabe señalar, a modo de comentario, que el denominado Capital de Trabajo debería llamarse Capital Corriente (lo realizable dentro de los próximos 12 meses exclusivamente), ya que el concepto técnico de Capital de Trabajo u Operativo es distinto al relativo a la diferencia entre activos corrientes menos pasivos corrientes. En el concepto de capital operativo o de trabajo propiamente dicho, los activos y pasivos se califican de “operativos” o “no operativos” cuando son realizables o exigibles dentro del ciclo operativo de la sociedad (lapso que le insume a una empresa recuperar los pesos invertidos para producir bienes, venderlos y cobrarlos, el cual variará en cada sociedad y puede ser en algunos casos de una semana, de algunos meses, o de algunos años).

ÍNDICE DE ENDEUDAMIENTO

Este indicador es el otro índice básico y relevante para estimar la situación financiera de la empresa, junto con el de liquidez corriente.

El indicador compara el total del pasivo con el patrimonio neto, y refleja el mayor o menor grado de endeudamiento de la sociedad frente a su total de patrimonio propio o neto.

Su fórmula para el cálculo es:

$$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Neto}} = \text{Índice de Endeudamiento}$$

La interpretación habitual de su resultado es la siguiente:

Menor a 1.00: Bajo endeudamiento. Muy bueno

1.0: Endeudamiento normal o equilibrado. Bueno

Entre 1.00 a 1.50: Alto endeudamiento. Delicado

Mayor a 1.50: Muy elevado endeudamiento. Debilidad financiera

Cabe señalar que con un índice de liquidez corriente, bueno, o normal, no sería muy preocupante que este indicador oscilara entre 1.00 a 1.50, dado que ello implica que en los próximos 12 meses la sociedad tendrá activos que permitirán cancelar los pasivos que venzan en igual periodo, y que recién se complicaría el análisis a más de un año: para ello se cuenta con esos 12 meses siguientes en los que se puede mejorar la posición financiera y llegar axial a posiciones normales o favorables. En síntesis, si todos los años se reitera la situación de liquidez corriente, normal, o buena, con endeudamiento alto o delicado, no se generan problemas de liquidez para el próximo año; y si ello se mantiene como rutina o tendencia, tampoco habrá inconvenientes a más de un año.

ÍNDICE DE ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA

Permite conocer el grado de respaldo que tiene el endeudamiento en divisas de la sociedad frente a las tenencias de activos en igual moneda extranjera

Este indicador tiene suma importancia en épocas en que existe inestabilidad cambiaria en el país. En el caso de que los activos en divisas no cubran los pasivos en moneda extranjera, las eventuales oscilaciones cambiarias en los próximos meses siguientes al cierre del ejercicio actual pueden modificar negativa y relevantemente los buenos y muy buenos indicadores de liquidez corriente y de nivel de endeudamiento existentes al cierre de ese ejercicio actual.

La fórmula de este indicador es:

$$\frac{\text{Total de Activos en Monedas Extranjera}}{\text{Total de pasivos en moneda extranjera}} = \text{Índice de endeudamiento en divisas}$$

La interpretación de este resultado es la siguiente:

Si es mayor a 1.00: Favorable posición financiera en el endeudamiento en divisas.

Si es entre 0.80 y 1.00: Ajustada situación - normal

Si es entre 0.60 y 0.80: Delicada situación

Si es menor a 0.60: Muy débil situación financiera en materia de endeudamiento en divisas.

Cabe señalar que también existen indicadores que relacionan el total de deudas en moneda extranjera con el total de pasivos de la empresa; pero, cualquiera sea el resultado, su consideración pierde relevancia frente al que brinde este indicador de cobertura del endeudamiento en divisas. Por ello, no ahondaremos en su estudio en este fascículo.

PLAZO MEDIO DE LAS COBRANZAS DE LOS CRÉDITOS POR VENTAS

Permite conocer el tiempo en días que se demora en las cobranzas de los créditos por ventas de la sociedad, con el objeto de intentar mejorarlo posteriormente (en especial, cuando al ser comparado con la rotación promedio del pago de las deudas comerciales resulta desfavorable para la sociedad).

Su fórmula es la siguiente:

$$\frac{\text{Promedio de créditos por ventas del año} \times 365}{\text{Total de Ventas anuales}} = \text{Días promedio de demora en las cobranzas}$$

Al momento de analizar si este indicador es favorable o no para la empresa, conviene compararlo con la rotación de los pagos. Si la rotación de créditos en días es menor que la de pagos, ello favorece las finanzas de la empresa; y viceversa: la perjudica si es mayor el plazo de rotación de las cobranzas respecto del tiempo de demora en el pago de las deudas de la sociedad.

Es interesante realizar algunas aclaraciones para armar la fórmula de manera adecuada.

En el caso de los créditos por ventas, éstos figuran en el balance con el IVA INCLUIDO: para este estudio hay que suprimirlo, pues en las Ventas no figura dicho IVA. Para ello, habrá que dividir los créditos del balance por 1.21 si la tasa del IVA es la normal, del 21%, o por 1.105 si fuera la 10.5%, y así sucesivamente, toda vez que varíe la tasa del citado impuesto.

El promedio de los créditos por ventas se calcula para evitar la incidencia de un saldo atípico de los mismos en algún trimestre. Se deben sumar los saldos de los créditos por ventas depurados de IVA de los 4 últimos trimestres calendarios y dividirlos por 4 para obtener su valor medio.

En el caso del total de ventas anuales, si se trata de saldos del algún trimestre debe procederse axial.

Primer Trimestre: Se resta del total de las ventas anuales del ejercicio anterior el total de ventas del primer trimestre de ese mismo ejercicio; a su resultado se le adiciona el total de ventas del primer trimestre del año actual.

Segundo Trimestre: Se resta del total de ventas anuales del ejercicio anterior el total de ventas del segundo trimestre de ese mismo ejercicio; a su resultado se le adiciona el total de ventas del segundo trimestre del año actual.

Tercer Trimestre: Se resta del total de ventas anuales del ejercicio anterior el total de ventas del tercer trimestre de ese mismo ejercicio; a su resultado se le adiciona el total de ventas del tercer trimestre del año actual.

En el caso del ejercicio anual, el tema es sencillo: el total de ventas del ejercicio del estado de resultado es el importe a considerar.

PLAZO MEDIO DE ROTACIÓN DE LOS PAGOS DE DEUDAS COMERCIALES

Permite conocer la cantidad de días, en promedio, que demora la empresa en cancelar **sus deudas comerciales -y sólo ellas-**.

Su fórmula es la siguiente:

$$\frac{\text{Promedio anual de las Deudas Comerciales} \times 365 \text{ días}}{\text{Total de Compras anuales}} = \text{Días de demora en pago de las deudas}$$

A fin de simplificar las explicaciones, nos remitimos a lo expuesto en el caso de los créditos por ventas del punto anterior.

En el cálculo de las deudas comerciales anuales corresponde igual comentario sobre la incidencia del IVA que para los créditos por ventas, y su depuración es la misma, al igual que para el cálculo de su promedio anual.

Con referencia a los datos de las compras anuales, éstos deben extraerse del Anexo de Costo de Servicios o de Mercaderías Vendidas donde se informan las compras de cada trimestre; luego, a partir de ese dato debe aplicarse la metodología de cálculo similar a la utilizada para las ventas en el indicador anterior.

Comentarios finales sobre la interpretación de la situación financiera

De todo lo expresado anteriormente, surge como conclusión que hay que tener especialmente en cuenta los resultados que brinden los indicadores de liquidez corriente, el nivel de endeudamiento, y el endeudamiento en moneda extranjera, que son los ratios fundamentales para analizar esta situación y superan en calidad a cualquier otro dato contradictorio que brinden los demás indicadores financieros.

Ahora bien, el hecho de que una empresa presente una situación financiera buena no implica que la gestión financiera de la misma sea exitosa: se trata de conceptos diferentes y, por ende, pueden arrojar resultados distintos y compatibles.

En el caso de una empresa con una liquidez corriente alta y un endeudamiento bajo, puede que ambos indicadores no produzcan efectos económicos positivos (ganancias) en el estado de resultado, en la línea de resultados financieros. Por ejemplo, con \$120 en caja como único activo y con \$30 de deudas corrientes, con un interés del 10% anual como único pasivo, está presentando una muy buena liquidez corriente del 4.00; sin embargo, el estado de resultado muestra -como efecto de esa situación financiera holgada- una pérdida de \$3 generada por el interés del pasivo.

ANÁLISIS INDIVIDUAL DE LOS INDICADORES PATRIMONIALES

ÍNDICE DE NIVEL DE SOLVENCIA

La financiación del activo tiene dos fuentes: el pasivo dado por el dinero o bienes aportado por terceros ajenos a la sociedad, y el aporte en dinero o bienes efectuado por los accionistas de la sociedad que se incluye en el patrimonio neto.

La solvencia de una sociedad está dada por la mayor participación del patrimonio neto en la financiación del activo respecto de la incidencia del pasivo en dicho financiamiento.

Este indicador mide la relación existente entre las dos fuentes de financiamiento de los activos recién comentados.

Su fórmula es la siguiente:

$$\frac{\text{Total del Patrimonio Neto}}{\text{Total de Pasivos}} = \text{Índice de Nivel de Solvencia}$$

La interpretación habitual de sus resultados es la siguiente:

Menor a 0.50: Muy débil nivel de solvencia

Entre 0.50 y 0.80: Débil nivel de solvencia

Entre 0.80 y 1.00: Ajustado nivel de solvencia

1.0: Adecuado o razonable nivel de solvencia

Mayor a 1.00: Muy buen nivel de solvencia

Cabe señalar que si este indicador arroja valores débiles o malos, según esta calificación, pero el índice de leverage (que se verá más adelante entre los indicadores económicos) muestra un resultado favorable, dado que la rentabilidad empresarial supera a la tasa de endeudamiento, es lógico y bueno para la empresa preferir endeudarse y reducir con ello el indicador de solvencia antes que aumentar el capital o patrimonio neto.

ÍNDICE DE LOS RECURSOS PROPIOS

Este ratio, que relaciona la participación del patrimonio neto en la financiación del total del activo, sirve para calificar la existencia o no de una autonomía financiera en la empresa, a la hora de implementar nuevos planes de desarrollo empresarial que para su financiación requieren de un esfuerzo adicional de capital.

Los resultados de este indicador siempre guardan una relación coherente con la calificación del ratio de nivel de solvencia (es decir que si uno de ellos arroja una calificación buena, el otro también lo hará), y una relación inversa con referencia al índice financiero de endeudamiento (es decir que si el endeudamiento es bajo, el nivel de recursos propios será elevado, pero la interpretación de ambos valores opuestos será favorable para la sociedad).

La fórmula de este indicador es la siguiente:

$$\frac{\text{Total del Patrimonio Neto}}{\text{Total del Activo}} = \text{Índice de Recursos Propios}$$

La interpretación habitual de sus resultados es la siguiente:

Menor a 0.40: Débil nivel de recursos

0.40 a 0.60: Nivel normal

0.60 a 0.80: Buen nivel

0.80 a 1.00: Óptimo nivel de recursos propios (1.00 es el máximo posible)

ÍNDICE DE INMOVILIZACIÓN DEL CAPITAL

Este indicador refleja el grado de inversión en activos fijos que tiene la sociedad frente al total del activo. Debemos diferenciar en su calificación si estamos evaluando una sociedad comercial que requiere de menores inversiones en activos fijos que otra industrial y/o de servicios.

La fórmula es:

$$\frac{\text{Activos NO Corrientes}}{\text{Total del Activos}} = \text{Índice de Inmovilización del Capital}$$

En empresas comerciales se considera que existe un adecuado nivel de inmovilización del total del activo en bienes de uso e inversiones permanentes cuando esta fórmula arroja valores de entre 0.00 y 0.40.

Entre 0.40 y 0.55 puede ser normal.

Por encima del 0.55 sería elevado, innecesario, o excesivo, el nivel de las tenencias de activo fijo frente al total del activo.

En las industriales, la calificación sería la siguiente:

0.00 a 0.60: Baja o buena inmovilización

0.60 al 0.85: Normal o adecuada

0.85 a 1.00: Excesiva inmovilización

También puede resultar conveniente en estos estudios considerar la relación existente entre el total del Activo NO Corriente con el Total del Patrimonio Neto. En el caso de empresas industriales, el indicador sería bueno o adecuado cuando llega a 1.00 (o cuando queda apenas por debajo de esta cifra). En tanto, para las firmas comerciales sería adecuada una relación que no superara el 0.50.

Se puede concluir que cuando el Patrimonio Neto no cubre el total de los activos fijos en industrias o sociedades de servicios, y tampoco representa el 200% del total de esos activos fijos, estamos frente un problema que puede tener una de las siguientes dos causantes, a saber:

-Insuficiencia de aportes de capital de los socios frente a los activos fijos necesarios para la marcha habitual de la empresa

-Excesivos activos fijos frente a las necesidades lógicas de la sociedad

ÍNDICE DE ROTACIÓN DE LOS INVENTARIOS (Bienes de Cambio)

Este indicador permite conocer los días que se emplean en vender las existencias de bienes de cambio, y al dividir dichos días por 365 días que tiene el año nos brinda el total de veces que se venden los inventarios dentro de un ejercicio.

La fórmula es la siguiente:

$$\frac{\text{Promedio de Bienes de Cambio} \times 365 \text{ días}}{\text{Costo de Ventas anuales}} = \text{cantidad de días para vender los inventarios}$$

365 días / índice de rotación en días = veces que se venden los BC en el año

No resulta conveniente brindar valores que califiquen a este índice como “bueno”, “malo”, “normal”, etcétera. En este caso, conviene cotejar nuestro indicador de rotación con el de otra empresa de igual ramo al nuestro, y así comparar si estamos dentro de los valores de mercado o somos más lentos o ágiles en realizar los inventarios.

También es de utilidad efectuar un análisis horizontal del indicador, a fin de analizar su comportamiento durante los últimos ejercicios, si se vienen prolongando o acortando los plazos de comercialización de BC.

Debemos tener en cuenta que cuando el resultado neto operativo (ventas menos costos de venta y menos gastos operativos) es positivo y con buen nivel de rentabilidad, conviene que la rotación sea la mayor posible; por ejemplo, rotar 6 veces al año (vender cada 61 días) y no 3 (vender cada 121 días).

Asimismo, hay que considerar no obstante que si dicho resultado neto operativo fuera negativo -esto es, si diera pérdidas-, sería preferible que la rotación de inventarios fuera identificada para mermar la cantidad de veces que la sociedad pierde cada vez que vende. Por lo tanto, y a fin de sacar conclusiones sobre su comportamiento, este indicador debe ser analizado juntamente con el resultado neto operativo.

VALOR DE LIBROS DE UNA ACCIÓN ORDINARIA

El Valor de libros surge de este coeficiente:

$$\frac{\text{Total del Patrimonio Neto} - \text{Valor de rescate Acciones Preferidas}}{\text{Cantidad de Acciones Ordinarias en Circulación}} = \text{de una acción}$$

Indica el valor teórico o técnico de las acciones ordinarias de la sociedad. Es un parámetro más (no el único ni el mejor) para apreciar el valor de cotización de la acción.

Si la sociedad hubiera emitido acciones preferidas, se le debería restar al Patrimonio Neto el valor de rescate de dichos títulos que surge de sus condiciones de emisión. En tal caso, lógicamente, para computar el total de acciones emitidas sólo se toma la cantidad de títulos ordinarios.

La cifra del resultado está expresada en pesos, y representa el valor de cada una de las acciones en circulación; pero se debe tener presente que el valor nominal de esas acciones puede ser distinto a \$1: por ejemplo, puede tener un v\$n de \$10 o de \$ 0.01, siempre múltiplo o submúltiplo de 10.

Si la sociedad tuviera dentro del patrimonio neto la cuenta Aportes Irrevocables de Capital, a los fines de este cálculo dichos aportes deberían convertirse en acciones ordinarias en circulación, respetando las condiciones de conversión -previas a determinar el valor de libros- con las cuales fueron aceptados dichos aportes.

Ejemplo: el Patrimonio Neto de \$10.000 está compuesto por un Capital Social de \$5.000, representado por 5.000 acciones ordinarias de v\$n 1.-; además, existe un aporte irrevocable de \$1.000 que -al convertirse en Capital según condiciones de emisión- representará la emisión de 500 acciones nuevas de v\$n 1.- cada una; y, por último, se completa con una ganancia de \$4.000.

A los fines del cálculo del valor de libros, NO HAY QUE DIVIDIR \$10.000 DE PN por las 5.000 acciones y obtener un valor de \$2 cada una.

LO CORRECTO ES DIVIDIR EL PN DE \$10.000 por 5.500 ACCIONES QUE EXISTIRÁN EN EL MOMENTO QUE SE CAPITALICE EL APORTE: DE ESTA FORMA, EL VALOR DE LIBROS SERÁ MENOR, Y EL CORRECTO TÉCNICAMENTE DE \$1.818181...

Comentario final sobre los indicadores patrimoniales

De los indicadores patrimoniales comentados, el más representativo del nivel de solvencia general de la sociedad es el que hemos visto bajo la denominación de nivel de recursos propios, y en segundo lugar se encuentra el de solvencia (si bien, en general, ambos van a mostrar similares calificaciones).

ANÁLISIS INDIVIDUAL DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE DE RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO NETO

Es el indicador de mayor relevancia para medir la efectiva rentabilidad de una empresa, y su fórmula es la siguiente:

$$\frac{\text{Resultado del Ejercicio anual} \times 100}{\text{Total del Patrimonio Neto} - \text{Resultado Ejercicio}} = \% \text{ Rentabilidad PN}$$

El resultado del ejercicio siempre debe ser anual: si estamos en un trimestre, debemos anualizarlo al incorporar el resultado de los últimos 4 trimestres, aplicando similar metodología que la vista -por ejemplo- para anualizar el Total de Ventas en el indicador de rotación de las cobranzas de los créditos por ventas.

Ejemplo: considerado el Tercer Trimestre, se resta del total del resultado anual del ejercicio anterior el total del resultado del tercer trimestre de ese

mismo ejercicio, y a ese resultado se le adiciona el correspondiente al tercer trimestre del año actual.

Una calificación de este indicador para épocas de estabilidad en los precios es la siguiente:

0%: Rentabilidad negativa, pésima; balance con pérdidas

Entre el 0% y el 1%: Rentabilidad escasa

Entre el 1% y el 3%: Rentabilidad buena

Entre el 3% y el 6%: Rendimiento muy bueno

Por encima del 6%: Existencia de súper-rentabilidad

Si hubiera inflación, habría que adicionarle a estos valores la tasa anual de dicha variable, y surgiría así la nueva calificación adecuada para ese periodo inflacionario.

Asimismo, para calificar este indicador de “bueno” se lo puede comparar con la tasa de rentabilidad normal de las inversiones en bancos (plazos fijos) o con la renta de títulos públicos.

ÍNDICE DE DUPONT

La fórmula de este indicador tiene dos valores que debemos combinar para aplicarlo.

$$\frac{\text{Resultado Neto de Ventas}}{\text{Total de Ventas Netas}} \times \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Promedio de PN}} = \text{Rentabilidad de las Ventas}$$

El primer indicador señala la rentabilidad de las ventas de la sociedad: un nivel adecuado se encuentra, en general, en el 25%, y uno deficiente, por debajo del 15%.

El segundo indicador muestra la rotación del PN respecto de las ventas de la empresa.

Finalmente, la relación conjunta de los dos indicadores refleja la rentabilidad neta de ventas sobre el total del patrimonio neto. En este caso, la calificación debería ser un par de puntos superior a la de la escala brindada al analizar el indicador de rentabilidad del PN en el índice anterior.

ÍNDICE DE LEVERAGE (O EFECTO PALANCA)

Este indicador es de fundamental importancia en la evaluación de la situación económica de la empresa.

Consiste en comparar la rentabilidad de la empresa con su tasa de endeudamiento y, a partir del cotejo entre ambos resultados, sacar conclusiones respecto de qué resulta conveniente para la sociedad que desea expandirse: endeudarse o aumentar el capital.

Rentabilidad Empresaria / Tasa Endeudamiento. = + de 1 o - de 1

Asimismo, la rentabilidad empresaria se calcula a partir del supuesto de que la sociedad no tiene deudas o pasivos, con el objeto de conocer la rentabilidad pura o teórica de esa sociedad. Por ello, al indicador antes analizado de rentabilidad del patrimonio neto se le efectúan los siguientes cambios para hacerlo aplicable en carácter de índice de rentabilidad empresaria.

Al resultado del ejercicio hay que incorporarle el Resultado de la Financiación de los pasivos, pues la sociedad no tiene deudas y se llega al resultado teórico sin endeudamiento.

El Patrimonio Neto se reemplaza por el total del Activo, pues si la sociedad no tiene pasivos el Patrimonio Neto es igual al Activo.

$$1) \text{ Rentabilidad Empresaria } = \frac{\text{(Result. Ejerc. Anual + Result. Financ. Pasivo)}}{\text{Total del Activo}}$$

A la fórmula para calcular la tasa de endeudamiento empresario debemos sumarle al total de resultados financieros del pasivo, el total de carga financiera que la empresa pudo haber activado en los costos de bienes activos de acuerdo con lo que permitan las normas contables. Este dato de la activación surgirá, básicamente, de las notas de bienes de uso, de bienes de cambio, y -a veces- de inversiones.

$$\text{Tasa de endeudamiento} = \frac{\text{(Result. Financ. Pasivo + Intereses Activados)}}{\text{Total del Pasivo}}$$

El resultado de la división de estos dos indicadores refleja si a una empresa le resulta conveniente o no, ante un plan de expansión que debe iniciarse, recurrir a un préstamo de terceros (endeudarse) o, mejor aún, ampliar su capital social (emitir acciones).

Si la tasa de rentabilidad empresaria fuera mayor que la tasa de endeudamiento, la mejor decisión sería aumentar el endeudamiento (por ejemplo, emitir obligaciones negociables y lanzarlas en el mercado bursátil).

Si la tasa de rentabilidad empresaria fuera menor que la tasa de endeudamiento, la mejor decisión sería aumentar el capital social (por

ejemplo, colocando una nueva emisión de acciones ordinarias en el mercado de capitales).

+ de 1.- = preferible endeudarse

- de 1.- = preferible aumentar el capital

INDICADOR EBITDA

En este caso se trata de un valor numérico, habitualmente utilizado en las presentaciones de las sociedades, que tiende a reflejar la capacidad de generar resultados positivos de la actividad específica de la empresa, antes de la carga financiera y de los cargos contables (amortización o depreciación), que si bien ocasionan pérdidas contables no generan salidas de fondos.

Técnicamente no tiene un valor relevante para el análisis en general del balance, pero en ciertos casos y en situaciones puntuales puede ser interesante conocerlo.

Para determinar el EBITDA debemos ir al estado de resultados del ejercicio, tomar ciertas partidas del mismo, y realizar la siguiente operación aritmética:

Ganancias del periodo – intereses del pasivo – impuestos – amortizaciones – depreciaciones = EBITDA

La sigla EBITDA proviene del inglés:

Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization

Traducido: Ganancias Antes de Intereses, Tasas, Depreciación y Amortización (GAITDA, su sigla en castellano, prácticamente no se utiliza).

RESULTADO POR ACCIÓN ORDINARIA

Este indicador señala qué parte del resultado del ejercicio de una sociedad le corresponde a cada una de las acciones ordinarias de la misma.

Su fórmula es:

$$\frac{\text{Resultado del Periodo}}{\text{Cantidad de Acciones Ordinarias}} = \$ \text{ de resultados por cada acción}$$

Cuando se analiza este resultado, siempre conviene tener en cuenta que previamente se debe considerar cuál es el valor nominal de las acciones ordinarias, que puede variar en múltiplos de 10, desde v\$n 0.01, 0.10, 1.00, 10.00, 100.00, y así sucesivamente.

Luego, si el resultado por acción ascendiera a \$5.20, y la acción fuera de v\$100, ello implicaría que el rendimiento de una acción arrojaría el 2.2% en el período (trimestral y/o anual, según la fecha de cierre del balance en estudio).

ÍNDICE DE PRICE EARNING :

Este indicador refleja la relación existente entre el precio de cotización y las ganancias de la sociedad. Tiene bastante aplicación entre los inversores, a la hora de identificar qué título resulta más rentable en el mercado en ese momento.

El indicador determina el tiempo (en años) necesario para recuperar el valor invertido a través de las utilidades de la empresa.

Un Price Earning menor es preferible a otro mayor, pues significa que se va a recuperar la inversión en un periodo de años más corto. Cabe aclarar que esto es así a partir del supuesto según el cual existe una equivalencia entre todos los demás indicadores que siempre deben aplicarse en el análisis comparativo de las empresas y sus balances.

La fórmula del PRICE EARNING es:

$$\frac{\text{VALOR DE COTIZACIÓN}}{\text{UTILIDAD POR ACCIÓN}} = \text{"n"} \text{ años}$$

Comentarios finales respecto de los indicadores económicos

El indicador de rentabilidad del patrimonio neto y el de leverage son los ratios económicos de mayor relevancia en el análisis económico de un estado contable. Asimismo, desde el punto de vista del retorno de la inversión para el inversor en Bolsa, la consideración del Price Earning resulta de suma utilidad.

MENSAJE FINAL

Ahora que he terminado la presentación de las herramientas de estudio de los estados contables de sociedades cotizantes en la BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES, al momento de analizar e interpretar la información que brindan dichos estados, estimo conveniente resaltar la importancia de realizar la tarea en forma íntegra y nunca parcializada. En idéntico sentido, tampoco se deben sacar conclusiones definitivas sin haber completado la revisión de todas y de cada una de las tres herramientas que se ha procurado desarrollar en forma global en el presente fascículo. Con todo ese cúmulo de datos se deberá hacer la

pertinente ponderación de cada uno de los mismos dentro del conjunto, y recién a partir de entonces se estará en condiciones de empezar a sacar conclusiones sobre la situación de la sociedad en cuestión. Por cierto, sería preferible llevar a cabo este proceso en un marco de más de un escenario, es decir: formular entre 2 y 5 alternativas posibles de comportamiento futuro de la empresa y, en ese contexto, dar valor a los datos estudiados.

Al mismo tiempo, deseo reiterar un comentario inicial del trabajo donde señalo que:

“...para el inversor actual o futuro de una sociedad, los estados contables son el documento que la técnica contable le brinda para conocer la situación presente y anterior de una sociedad ; y con esos datos -a los que se suma toda una batería de información sobre la situación de la economía en general y de la rama de la actividad de la empresa en particular, la tendencia de la plaza bursátil, las preferencias del mercado y las personales, etcétera-, dicho inversor estará en condiciones de adoptar una decisión inversora que reduzca el riesgo a márgenes razonables...”.

“El inversor nunca debería tomar decisiones sin tener conocimiento de todos y de cada uno de los datos necesarios para evaluar una operación determinada; y una de esas nociones es la relativa a los estados contables...”. Este dato no es el único, ni el de mayor relevancia, pero ciertamente se trata de un elemento que no puede ser omitido en nuestros estudios.

ANEXO I

BREVE EJEMPLO DE APLICACIÓN DE LAS HERRAMIENTAS DE ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE ESTADOS CONTABLES

Aclaración Previa

Con la finalidad de poder apreciar en la práctica la utilización de las herramientas técnicas desarrolladas en las secciones anteriores, se presenta en este anexo un sencillo trabajo de análisis e interpretación de estados contables. Atento al mero fin didáctico del Anexo, si bien se utiliza un estado contable real de una sociedad cotizante, se efectúa la tarea sobre balances de periodos pasados, es decir que los comentarios aquí vertidos carecen de total utilidad y aplicación para el presente de la sociedad.

Metodología

Se realiza la comparación de un segundo trimestre al 30-06-06 con sus estados trimestrales y anuales de periodos anteriores, es decir, con el 30-06-05 (trimestre), el 31-12-05 y el 31-12-04 (anuales).

Se efectuará un análisis **vertical**, esto es, comentarios sobre el balance último, al 30-6-06, tanto para estados **contables porcentuales** como para **indicadores**; asimismo se realizará un análisis **horizontal**, es decir, comparativo del presente trimestre con periodos anteriores, también tanto para el **estado en porcentual** como para los **indicadores**.

Todas las cifras de los estados contables de la sociedad se han convertido en millones de pesos para simplificar su exposición, sin que ello altere o distorsione sus calificaciones.

Dado que para algunos coeficientes hay que utilizar cifras promedios de 4 trimestres (por ejemplo: ratios de rotación o valores que surgen de notas o anexos que completan los estados contables), como Anexo II se añade una tabla de datos complementarios necesarios para poder armar los valores de los índices que se presentan en los cuadros del Anexo I.

Seguidamente, se presentan los estados comparativos porcentuales de situación patrimonial y de resultados para los trimestres 30-06-06, 30-06-05 y anuales 31-12-05 y 31-12-04, y luego los valores de los índices patrimoniales, económicos y financieros, en forma comparativa para iguales periodos.

Al final de dichos cuadros podrá tomarse conocimiento de diversos comentarios que merecen los mismos, como resultado de su análisis e interpretación, recordando lo expuesto en la faz teórica de este documento, donde señalamos que la interpretación del estado financiero es de alta

subjetividad y, por ende, todos los comentarios deben calificarse a un tiempo de válidos y opinables.

ESTADOS CONTABLES

Situación Patrimonial (EN MILLONES DE \$)	2do. Trim.		Anual al		2do. Trim.		Anual al	
	30/06/2006	%	31/12/2005	%	30/06/2005	%	31/12/2004	%
ACTIVOS								
Activo Corriente								
Caja y Bancos	13,1	4,80%	13,9	5,87%	10,1	4,29%	8,2	3,68%
Inversiones	13,4	4,90%	21,4	9,04%	15,9	6,76%	21,4	9,61%
Créditos por Ventas	95,0	34,77%	57,2	24,16%	53,3	22,65%	38,8	17,43%
Otros Créditos	21,0	7,69%	12,7	5,36%	15,1	6,42%	13,7	6,15%
Bienes de Cambio	20,7	7,58%	13	5,49%	13,6	5,78%	12,6	5,66%
Activos Intangibles	0,4	0,15%	0,4	0,17%	0,6	0,25%	0,5	0,22%
Otros Activos	0,7	0,26%	0,3	0,13%	0,8	0,34%	0,7	0,31%
Total Activo Corriente	164,3	60,14%	118,9	50,21%	109,4	46,49%	95,9	43,08%
Activo No Corriente								
Créditos por Ventas	1,5	0,55%	1,6	0,68%	1,6	0,68%	1,7	0,76%
Otros Créditos	5,3	1,94%	5,1	2,15%	6,4	2,72%	5,8	2,61%
Inversiones	37,3	13,65%	39,6	16,72%	43,7	18,57%	43	19,32%
Bienes de Cambio	41,9	15,34%	51,2	21,62%	53,7	22,82%	55,5	24,93%
Bienes de Uso	21,9	8,02%	19,1	8,07%	18,7	7,95%	18,3	8,22%
Activos Intangibles	0,9	0,33%	1,1	0,46%	1,6	0,68%	2,3	1,03%
Otros Activos	0,1	0,04%	0,2	0,08%	0,2	0,08%	0,1	0,04%
Total Activo No Corriente	108,9	39,86%	117,9	49,79%	125,9	53,51%	126,7	56,92%
TOTAL DEL ACTIVO	273,2	100,00%	236,8	100,00%	235,3	100,00%	222,6	100,00%

ESTADOS CONTABLES

Pasivo Corriente <i>(EN MILLONES DE \$)</i>	2do. Trim.		Anual al		2do. Trim.		Anual al	
	30/06/2006	%	31/12/2005	%	30/06/2005	%	31/12/2004	%
Cuentas a Pagar	48,8	17,86%	35,1	14,82%	25,1	10,67%	18,1	8,13%
Préstamos	30,2	11,05%	4,7	1,98%	18,8	7,99%	15,1	6,78%
Remuneraciones	3,6	1,32%	2,5	1,06%	2,5	1,06%	1,6	0,72%
Cargas Fiscales	7,2	2,64%	5,8	2,45%	7,7	3,27%	5	2,25%
Anticipo Clientes	3,5	1,28%	5,1	2,15%	6,4	2,72%	6,8	3,05%
Otras Deudas	4,4	1,61%	4,6	1,94%	2,1	0,89%	2	0,90%
Previsiones	8,6	3,15%	9,9	4,18%	8,5	3,61%	8,6	3,86%
Total Pasivo Corriente	106,3	38,91%	67,7	28,59%	71,1	30,22%	57,2	25,70%
Pasivo No Corriente								
Préstamos	11,1	4,06%	5,1	2,15%	6,1	2,59%	7,2	3,23%
Anticipo Clientes	5,6	2,05%	9,3	3,93%	6,1	2,59%	8,7	3,91%
Otras Deudas	0,3	0,11%	0,5	0,21%	0,6	0,25%	2	0,90%
Previsiones	33,5	12,26%	35,9	15,16%	37,7	16,02%	34,4	15,45%
Total Pasivo No Corriente	50,5	18,48%	50,8	21,45%	50,5	21,46%	52,3	23,50%
TOTAL DEL PASIVO	156,8	57,39%	118,5	50,04%	121,6	51,68%	109,5	49,19%
Participación de Terceros	3,2	1,17%	3,1	1,31%	3,0	1,27%	3,4	1,53%
Subtotal	160,0	58,57%	121,6	51,35%	124,6	52,95%	112,9	50,72%
PATRIMONIO NETO	113,2	41,43%	115,2	48,65%	110,7	47,05%	109,7	49,28%
Pasivo+ PN+Particip. 3ros.	273,2	100,00%	236,8	100,00%	235,3	100,00%	222,6	100,00%
PATRIMONIO NETO								
Capital	30,0	10,98%	30,0	12,67%	30,0	12,75%	30,0	13,48%
Ajuste de Capital	36,1	13,21%	36,1	15,24%	36,1	15,34%	36,1	16,22%
Total Capital Social	66,1	24,19%	66,1	27,91%	66,1	28,09%	66,1	29,69%
Ganancia Reservada	11,9	4,36%	11,5	4,86%	11,5	4,89%	11,1	4,99%
Resultados No Asignados	35,2	12,88%	37,6	15,88%	33,1	14,07%	32,5	14,60%
Total Patrimonio Neto	113,2	41,43%	115,2	48,65%	110,7	47,05%	109,7	49,28%

**EST. DE RESULTADOS
(EN MILLONES DE \$)**

	TRIMESTRALES						ANUALES			
	2do. Trim.		2do. Trim.		2do. Trim.		Anual al		Anual al	
	30/06/2006	%	30/06/2005	%	30/06/2004	%	31/12/2005	%	31/12/2004	%
Obras Ejecutadas	173,4	100%	103,3	100%	61,6	100%	256,3	100%	150,4	100%
Costo de Ventas	-160,7	-92,68%	-92,7	89,74%	-55,4	-89,94%	-229,1	-89,39%	-139,8	-92,95%
Ganancia Bruta	12,7	7,32%	10,6	10,26%	6,2	10,06%	27,2	10,61%	10,6	7,05%
Gastos de Administración	-5,8	-3,34%	-3,9	-3,78%	-5,5	-8,93%	-9,3	-3,63%	-9,9	-6,58%
Gastos Comerciales	-1,8	-1,04%	-0,6	-0,58%	-0,5	-0,81%	-2,9	-1,13%	-1,7	-1,13%
Otros Ingresos y Egresos	1,7	0,98%	5,6	5,42%	-3,7	-6,01%	4,9	1,91%	-6,9	-4,59%
Otros Gastos en UTES	0,0	0,00%	-3,3	-3,19%	-1,3	-2,11%	0,0	0,00%	0,0	0,00%
UTES	0,4	0,23%	-0,3	-0,29%	-0,5	-0,81%	-0,2	-0,08%	-0,9	-0,60%
Rdo. Part Soc Art 33 Ley 9550	-1,3	-0,75%	0,7	0,68%	23,4	37,99%	-3,4	-1,33%	16,9	11,24%
Rdos. Financieros y Tenencia	2,2	1,27%	1,4	1,36%	-1,7	-2,76%	2,8	1,09%	-3,2	-2,13%
Resultado Ordinario	8,1	4,67%	10,2	9,87%	16,4	26,62%	19,1	7,45%	4,9	3,26%
Participación Terceros	0,0	0,00%	0,4	0,39%	-0,5	-0,81%	0,3	0,12%	3,7	2,46%
Impuestos a las Ganancias	-3,4	-1,96%	-4,8	-4,65%	2,8	4,55%	-9,2	-3,59%	-1,3	-0,86%
Resultado del Período	4,7	2,71%	5,8	5,61%	18,7	30,36%	10,2	3,98%	7,3	4,85%
Resultado por Acción	\$ 0,155		\$ 0,194		\$ 0,622		\$ 0,341		\$ 0,246	por v\$.1

INDICADORES FINANCIEROS					
ÍNDICES	2° Trimestre	Anual	2° Trimestre	Anual	
	30/06/2006	31/12/2005	30/06/2005	31/12/2004	
Liquidez Seca	134,05%	155,39%	132,77%	143,53%	
Liquidez Total	154,56%	175,63%	153,87%	167,66%	
Capital Corriente	(+) 58,0	(+) 51,2	(+) 38,3	(+) 38,7	Mill. de \$
Endeudamiento	141,3%	105,6%	112,6%	102,9%	
Rotación de Créditos (promedio)	85 días	71 días	79 días	71 días	
Rotación Deudas (promedio)	221 días	281 días	204 días	154 días	
Rot. Créd./Rot. Deudas	0,38	0,25	0,39	0,46	Veces
PATRIMONIALES					
Inmovilización Activo Fijo	39,9%	49,8%	53,5%	56,9%	
Solvencia	74,2%	99,8%	93,5%	103,3%	
Recursos Propios	41,4%	48,6%	47,1%	56,9%	
Rotación de Inventarios	80 días	106 días	144 días	189 días	
Valores de Libros Acción	\$ 3,77	\$ 3,84	\$ 3,69	\$ 3,66	pesos por v\$n 1

INDICADORES ECONÓMICOS

<i>ÍNDICES</i>	2° Trimestre 30/06/2006	2° Trimestre 30/06/2005	Anual 31/12/2005	Anual 31/12/2004	
Rentabilidad s/ Capital	13,77%	(8,47%)	15,43%	11,04%	
Rentab. Bruta s/ Ventas	7,32%	10,2%	10,6%	7,1%	
Rentab. Neta Ventas	2,9%	5,9%	5,9%	(6,65%)	
Rentabilidad s/ Patrim.	8,7%	4,80%	8,3%	6,2%	
Rentabilidad Empresa	4,5%	1,90%	4,9%	4,8%	
Tasa Endeudamiento	3,10%	2,6%	2,9%	5,8%	
Efecto Palanca	1,45	0,73	1,1	0,72	veces
Rotación Activo	1,3	0,8	1,1	0,72	veces
Rotación Patrimonio	2,9	1,8	2,3	1,5	veces
Utilidad por Acción	\$ 0,155	\$ 0,194	\$ 0,341	\$ 0,246	v\$n. 1
EBITDA -Gcia-	\$ 25,4	\$ 4,9	\$ 24,9	\$ 12,7	Millones

Comentarios que surgen de los Estados Contables Porcentuales y Comparativos

Análisis Vertical (del último balance al 30-06-06 – no comparativo)

Estado de Situación Patrimonial

El total del Activo se financia en un 58.57% con pasivos, y en un 41.43% con capital propio, patrimonio neto; se encuentra así cercano a un valor de equilibrio que sería del 50% de participación de cada uno.

El Activo total se divide en algo más del 60% en activos a corto plazo o corrientes, y en un 40% a largo plazo, no corriente. Esta composición es normal para el tipo de sociedad en estudio.

El principal rubro Activo son los Créditos por Ventas Corrientes, con casi el 35%, es decir, más de una tercera parte del activo total; mientras que los totales de créditos por ventas y otros, corrientes y no corrientes, alcanzan a casi el 45%.

Le siguen en orden de importancia los Bienes de Cambio, que en conjunto, corrientes y no corrientes, llegan al 23%, casi la mitad de los créditos. Esta participación también es normal para sociedades comerciales.

Finalmente, en tercer lugar figuran las inversiones totales por casi el 19%. Estos 3 segmentos alcanzan el 87% del activo total, con lo cual, los restantes componentes no presentan rubros de relieve en la integración del activo societario.

El pasivo corriente, o a corto plazo, es el 39% del activo total; y el pasivo a largo plazo es algo menor al 20% del activo total. Otra ponderación señala que un 66% del pasivo total es a corto plazo, y el resto, 34%, a largo plazo.

Estos Activos totales se encuentran financiados por Pasivos en el orden del 59%: el principal es el correspondiente a las Cuentas a Pagar, con casi el 18%; luego viene el de préstamos, con el 15%; y por último el de las provisiones (deudas contingentes), con un 12%, que conforma el 45% del 59% -es decir que entre los 3 ítems representan el 75% del pasivo total de la empresa-. Se puede considerar levemente elevada la participación de los pasivos contingentes frente a los de otras sociedades.

Finalmente, el patrimonio neto financia el 41% restante del pasivo, con un 24% del Capital Social, casi un 13% de ganancias acumuladas, y el resto, del 4% en reservas, que también son utilidades (pero retenidas, y que en el futuro pueden ser liberadas o distribuidas, excepción hecha de la legal).

Estado de Resultados del Segundo Trimestre (6 meses)

El resultado del primer semestre arroja una escasa utilidad final sobre ventas del 2.71% del total de las mismas. A ese porcentaje se llega partiendo de una baja rentabilidad bruta operativa del 7.32%, y con una rentabilidad neta operativa de sólo el 2.94%. La comparación de la rentabilidad neta operativa de ventas (2.94%) con la rentabilidad final (2.71%) permite concluir que los demás resultados de la empresa -a saber, financieros, ordinarios, extraordinarios e impositivos- no tienen impacto relevante en la determinación de su rentabilidad final: sólo mejora la operativa neta en un ínfimo 0.23% de las ventas totales.

Lo llamativo para esta baja rentabilidad de las ventas totales surge básicamente en el alto costo de ventas que, por sí solo, se lleva el 92.68% de los ingresos por ventas: ahí está el tema a estudiar para mejorar la rentabilidad, ya sea aumentando ventas sin un correlato en los costos, o bajando costos pero manteniendo ventas.

Análisis Horizontal o Comparativo (30-06-06 con 31-12-05, 30-6-05 y 31-12-04)

Estado de Situación Patrimonial

Se observa un continuo incremento en la participación de los Activos Corrientes en el total del activo, dado que del 43% en diciembre de 2004 se sube al 46% para junio de 2005, luego se asciende al 50% para diciembre de 2005, y finalmente se llega al 60% actual de junio 2006. Esto es favorable a la estructura financiera de la sociedad, pues brinda mayor agilidad en la disposición de sus bienes. Desde ya, la consecuencia de ello es la merma progresiva de los activos a largo plazo, que del 57% para el 2004 bajan al 40% para el 2006.

También se registra un importante crecimiento de los créditos totales, de casi 27% en diciembre de 2004 al 45% actual, mientras que los bienes de cambio bajan en total del 31% al 23% en igual lapso y, asimismo, las inversiones caen del 29% al 19%.

Puede observarse además que entre estos tres rubros en conjunto siempre está el 87% del total de los activos; lo único que se altera es la preponderancia de los mismos en el periodo analizado, que había empezado con un leve predominio de bienes de cambio y ahora termina con un fuerte dominio de los créditos.

En la evolución de los pasivos a corto y largo plazo se observa que, inicialmente, en diciembre de 2004 el pasivo corriente era casi idéntico al no corriente (25.70% del activo total el corriente, y 25.02% el no corriente; es decir, 50% cada uno contra la relación del 66% corriente con 34% no corriente actual).

Este crecimiento de los pasivos a corto plazo ha sido paulatino; teóricamente, era mejor la situación inicial que la final.

También se observa un pequeño crecimiento del pasivo en la financiación de los activos: dado que había sido del 50.72% en diciembre de 2004, y que fue del 58.57% durante junio de 2006, merece igual comentario al anterior.

Lógicamente, esto último genera que el patrimonio neto baje su participación en la financiación de los activos en forma leve: del 49.28% al 41.43%.

En el periodo en estudio, los principales pasivos siguen siendo las Cuentas a Pagar, los préstamos y las provisiones, observándose una tendencia creciente en las cuentas a pagar y decreciente en las provisiones, lo cual es algo normal. El nivel de préstamos crece del 10% al 15% en el lapso en estudio.

En la integración del patrimonio neto, la incidencia del capital social sigue siendo un rubro que representa alrededor del 60% del patrimonio, con una muy leve tendencia decreciente; y los resultados acumulados, utilidades, representan alrededor del 30% del total del patrimonio, con ínfima tendencia creciente: todo ello se considera favorable. El remanente del 10% son las reservas (ganancias retenidas).

Estado de Resultados (30-6-06 con 30-06-05 y 30-06-04 y 31-12-05 con 31-12-04)

Se observa una importante reducción en el resultado final del primer semestre del 2006 respecto de los semestres anteriores; dado que en 2004 era del 30.36%, luego bajó al 5.61% en 2005, y ahora es del 2.71%.

La principal causal de tan importante caída es la baja en las ganancias con sociedades controladas y vinculadas, que para 2004 había sido del 37.99% de las ventas, después bajó al 0.77% para 2005, y finalmente resultó negativa, del 0.75%, para 2006.

La rentabilidad bruta operativa, que durante 2004 y 2005 se mantuvo en el orden del 10% de las ventas, baja ahora al 7.32%, producto de la suba del costo de ventas: del 90% en 2004 a casi el 93% en 2006.

El resto de comportamiento es poco significativo frente al volumen de ventas.

Si se comparan los resultados de los últimos dos cierres anuales, diciembre de 2004 y de 2005, surge que las rentabilidades finales de las ventas son relativamente parecidas, aunque mejores para 2004, que tiene un 4.85% contra un 3.98% de 2005 -ambos valores superan el rendimiento del semestre,

de 2.71%-. Cabe destacar que estos resultados anuales son comparables con los trimestrales sin necesidad alguna de corrección aritmética, esto es, que al 2.71% de rendimiento de ventas del segundo trimestre no hay que multiplicarlo por 2 y llevarlo al 5.42 % para compararlo con un rendimiento sobre ventas de un ejercicio anual; si hiciéramos eso nos equivocaríamos: el 2.71% semestral es perfectamente comparable con el 3.98% y el 4.85% de periodos anuales anteriores (además, se trata de un porcentaje inferior a éstos).

La causa de esta menor rentabilidad siempre remite al tema de los resultados de las inversiones como factor principal, y a la suba del costo de ventas como elemento complementario.

La comparación de los resultados de últimos periodos establece una tendencia a la baja rentabilidad de las ventas, tanto en los rendimientos brutos como netos operativos, por la fuerte incidencia del costo de las mismas. En el caso de aquel ejercicio en el que la rentabilidad final sobre ventas había crecido, ello no sucedió por un factor operativo sino por mejores resultados en las sociedades que tienen una participación significativa.

Comentarios que merecen los valores de los Índices (vertical y horizontal, o comparativo)

Análisis Vertical (30-06-06)

Indicadores Financieros

Tanto la liquidez seca como la liquidez corriente arrojan muy buenos ratios al 30-6-06, con una liquidez corriente o total que prácticamente es del 155%; ello genera asimismo un capital corriente positivo del orden de los \$58 millones, que sigue siendo favorable al análisis financiero.

El nivel de endeudamiento es elevado, de más del 141%, pero frente a los índices de liquidez favorables en el corto plazo no amerita una gran preocupación.

La relación de días de rotación de créditos es más baja que la de deudas (0.38), lo cual es beneficioso desde el punto de vista financiero, pues implica que primero se cobra (a los 85 días) y luego se paga (a los 221 días). De todas formas, en el caso de un análisis externo como el presente, los indicadores de rotación no son valores muy confiables ni representativos en el estudio, pues sufren la distorsión propia de desconocer la proporción de ventas al contado y compras al contado, que deben deducirse del total de ventas y de compras del balance para lograr un valor apropiado de estos indicadores.

Indicadores Patrimoniales

Tanto los indicadores patrimoniales de solvencia (74.2%) como de recursos propios (41.4%) son normales, sin llegar a ser sólidos.

El nivel de inmovilización del activo fijo es bajo: no alcanza al 40%. La rotación del inventario de bienes de cambio arroja 80 días para las ventas, lo cual representa vender 4.5% veces las existencias de esos bienes dentro del año.

Finalmente, el valor de libros de una acción ordinaria de v\$ 1.- es de \$3.77

Indicadores Económicos

En tanto los estados contables no incorporen el ajuste por inflación, circunstancia vigente durante el lapso de estudio, sus resultados siempre deben ser comparados con la inflación del año para obtener un valor más

realista. Por ejemplo, una rentabilidad del 10% del patrimonio se vuelve negativa o insuficiente si ese año la inflación fue del 12%.

Los comentarios realizados acerca de los indicadores económicos de este periodo tienen en cuenta que, según cifras oficiales, la inflación promedio es del 6%.

La rentabilidad del capital es buena, de casi el 14%, con escasas rentabilidades bruta (7.32%) y neta (2.94%) de ventas.

La rentabilidad del patrimonio neto, indicador relevante, arroja valores escasos del 8.7%; en tal sentido, es oportuno recordar que si la inflación es del 6%, esto se reduce a una rentabilidad del orden del 2.55%.

La utilidad por acción ordinaria de v\$ 1.- es baja, de \$0.155 (es el 1.55%)

Un elemento propicio que favorece el endeudamiento de la sociedad -tal como se vio anteriormente- es el indicador de leverage, que arroja un valor positivo de 1.45, dado que la rentabilidad teórica empresarial es del 4.5%, y la tasa de adeudamiento es de sólo el 3.1%.

Análisis Horizontal o Comparativo (30-6-06, 31-12-05, 30-6-05 y 31-12-04)

Indicadores Financieros

Los indicadores de liquidez seca y liquidez corriente, si bien muestran leves oscilaciones en el periodo en análisis, siempre lo hacen en niveles bastantes buenos, con tendencia decreciente. Por ejemplo, la liquidez corriente -que es el indicador líder financiero- era del 168% en diciembre de 2004, luego bajó a 154% en junio de 2005, después subió al 176% en diciembre de 2005, y por último volvió a caer al 154.56% en junio de 2006; sin embargo, dichos valores siempre califican de “bastante buenos” o “muy buenos”.

El capital de trabajo o corriente siempre es positivo, y en millones de pesos muestra un crecimiento desde \$38.7 hasta \$58.0, pero medido en valores absolutos dicho incremento no refleja fielmente lo que ocurre con los valores relativos, donde en realidad se baja del 168% al 155% de liquidez total (y justamente son los datos relativos aquéllos que debemos considerar como adecuados en los estudios).

Inicialmente, el nivel de endeudamiento era casi normal (de 102%), y fue creciendo para llegar al actual -y elevado- del 141%: esto no debe preocuparnos, habida cuenta de los valores positivos que arroja el leverage; por el contrario, la decisión de endeudarse por parte de la firma deberá calificarse de correcta, dado que su rentabilidad empresarial teórica supera a la tasa efectiva de endeudamiento.

Con las consideraciones efectuadas en el análisis vertical, la rotación de créditos y deudas sigue arrojando valores favorables y con tendencia oscilante -pero a decrecer: de 0.46 para 2004 a 0.38 para 2006-.

Indicadores patrimoniales

Los indicadores patrimoniales de solvencia y de recursos propios muestran una tendencia a decrecer, pero siempre mantienen niveles normales; dicha caída guarda coherencia con la suba del endeudamiento comentado respecto de lo financiero, y todo ello está avalado por el leverage positivo.

En efecto, los recursos propios -que en 2004 se aproximan a buenos: 56.9%- bajan ahora al 41.4%, y la solvencia desciende del 103.3% al 74.2%.

El nivel de inmovilización del capital se reduce del 57% en 2004 al 40% actual, también producto de que la empresa decide financiar su crecimiento con deudas antes que con su capital propio; sin embargo, cabe reiterar que ello está avalado o cubierto por el buen leverage mencionado.

La rotación de los bienes de cambio se agiliza: de 189 días se pasa a 80 días, de 2 veces al año se pasa a 4.5% veces al año; esto sería mucho más favorable para la sociedad si el indicador de rentabilidad neto de ventas fuera mayor al del escaso nivel que muestra actualmente, en el orden del 3% de las ventas.

El valor de libros de la acción se mantiene estable: era de \$3.66 en diciembre de 2004, se incrementó después a \$3.69, luego a \$3.84, y finalmente llegó a los \$3.77 actuales. Es buena esta tendencia a la estabilidad, con un valor alto de la acción: da una idea de empresa estable, y ello es importante en época de inestabilidad.

Indicador Económico

Si bien registran un nivel bajo de rentabilidad, los indicadores económicos líderes, como el de rentabilidad del patrimonio, observan una tendencia a mejorar; de hecho, en 2004 el índice mencionado era del 6.2%, luego fue del 8.3%, más tarde bajó al 4.8%, y ahora alcanza el nivel mayor, del 8.7%.

La rentabilidad teórica empresaria está en niveles similares, entre el 4.5% y el 4.9%, con la excepción del 1.9% para el 30-6-05.

La tasa de endeudamiento de la sociedad bajó del 5.8% en el año 2004 al 3.1% actual.

El leverage, que era negativo (0.72 en 2004 y 0.73 en junio de 2005), se vuelve positivo, de 1.1, en diciembre de 2005, y por último sube a 1.45 en junio

de 2006: ése ha sido el motivo que justifica la caída de la inmovilización del capital, sin que preocupe aquí el crecimiento del endeudamiento.

La utilidad por acción es baja y con tendencia decreciente, pues pasa del 0.246 en 2004 a tan sólo el 0155 en 2006.

COMENTARIO FINAL

La situación general de la sociedad al 30-6-06 se caracteriza por una coyuntura financiera buena, una posición patrimonial normal, y una rentabilidad baja o escasa, con una relación de leverage favorable al endeudamiento en caso de nuevos desarrollos

Entre el 31-12-04 al 30-6-06, la tendencia refleja que si se mantienen buenos niveles financieros hay una propensión al desmejoramiento de los indicadores. La normal posición patrimonial también decrece, sin caer en el calificativo de “débil”, y la rentabilidad económica -aunque escasa- se encamina a mejorar levemente a nivel global, con un buen desenvolvimiento del leverage que caracteriza como no relevantes a las caídas percibidas en las tendencias financiera y patrimonial.

ANEXO II

DATOS ADICIONALES (en millones de pesos)

<u>Conceptos</u>	<u>30/6/05</u>	<u>31/12/05</u>
Créditos por Ventas	54,9	N/A
Ventas	103,3	256,3
Result. Ejercicio	5,8	10,2
Deudas Comerciales	25,1	N/a
Compras	15,5	N/A
Bs. de Cambio	92,7	34,6
Costo Mercad. Vend.	66,9	N/A
Result. Finales	(0,5)	(1,6)
Utilidad ejercicio	5,8	10,2
Activo Total	235,3	N/A
Pasivo Total	124,6	N/A
Patrimonio Neto	110,7	N/A
Ventas	103,3	256,3

N/A: No aplicable