



UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

ESCUELA DE GRADUADOS EN CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN DIRECCIÓN DE NEGOCIOS

TRABAJO FINAL DE APLICACIÓN

“Enfoque sectorial en el análisis de riesgos”

Autor: Blanca Silvia Molina

Tutor: José Arnoletto

Córdoba

2014



Enfoque sectorial en el análisis de riesgos por Blanca Silvia Molina se distribuye bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivar 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

Agradecimientos

La presentación de este trabajo es la culminación de un ciclo muy importante en mi vida profesional y personal. Agradezco a todas las personas que lo hicieron posible, entre quienes destaco:

- Mi familia y amigos.
- Gastón Yornet, por el apoyo incondicional en todos mis proyectos.
- Martín Ludueña y Germán Tisera, por la constante motivación para lograr concretar el MBA
- Contador José Arnoletto por las recomendaciones recibidas para llevar adelante este trabajo.

Índice de contenidos

	Página
CAPÍTULO I: Presentación del proyecto.....	1
I.1 Introducción.....	1
I.2 Marco Teórico.....	2
I.3 Metodología.....	3
I.4 Objetivos.....	3
I.5 Limitaciones y Alcance.....	3
CAPÍTULO II: Desarrollo del Marco Teórico.....	5
II.1 Financiamiento bancario. Análisis y Evaluación del Riesgo Crediticio.....	5
II.2 Análisis de Estados Contables.....	8
II.3 Análisis de Ratios.....	11
CAPÍTULO III: Análisis Sectorial.....	24
III.1 Sector Molinero.....	24
III.2 Desarrollo Inmobiliario.....	29
III.3 Centrales termoeléctricas.....	33
CAPÍTULO IV: Análisis de Estados contables- Aplicación práctica sector Molinero.....	37
IV.1 Consideraciones previas. Determinación del tamaño de la empresa.....	37
IV.2 Industria Harinera.....	38
IV.2.1 Morixe Hnos SACI.....	38
IV.2.2 Molinos Juan Semino.....	42
IV.2.3 Conclusiones.....	44
CAPÍTULO V: Análisis de Estados Contables- Aplicación práctica Desarrollistas Inmobiliarios.....	47
V.1 IRSA.....	47
V.2 CAPUTO SA.....	50
V.3 DYCASA SA.....	54
V.4 Conclusiones.....	56
CAPÍTULO VI: Análisis de Estados Contables- Aplicación práctica Centrales Termoeléctricas.....	61
VI.1 Central Puerto SA.....	61
VI.2 Endesa Costanera SA.....	64
VI.3 Loma de la Lata SA.....	69
VI.4 Conclusiones.....	72
VII. CONCLUSIONES.....	77
BIBLIOGRAFÍA.....	79

Índice de gráficos

	Página
1. Clasificación de las distintas fuentes de financiación.....	5
2. Acceso al crédito bancario.....	6
3. Recursos/Financiación.....	16
4. Distribución geográfica molinos harineros.....	25
5. Evolución anual molienda mensual promedio.....	27
6. Participación por provincia en la molienda de trigo.....	27
7. Evolución poblacional en las tres principales ciudades del país.....	31
8. Tasa de crecimiento PBI vs. Tasa de crecimiento demanda de electricidad.....	36
9. Política de stock de trigo sector molinero.....	45
10. Evolución del precio de metro cuadrado.....	57
11. Razón precio e ingreso.....	58
12. Evolución ISAC (Indicador sintético de la actividad de la construcción).....	60
13. Generación de electricidad vs. Crecimiento económico.....	73
14. Evolución de los subsidios otorgados al sector energético.....	74
15. Actualización de la tarifa para la cobertura de costos.....	76

Índice de tablas

	Página
1. Molienda anual de trigo.....	26
2. Molienda de trigo pan por provincia.....	28
3. Cuadro comparativo evolución poblacional.....	32
4. Comparativo poblacional/Superficie de las principales ciudades.....	32
5. Determinación del tamaño de la empresa en función al nivel de ventas.....	37
6. Principales parámetros situación patrimonial Morixe Hnos SA.....	39
7. Principales parámetros situación financiera Morixe Hnos SA.....	39
8. Principales parámetros situación económica Morixe Hnos SA.....	39
9. Ratios de interés Morixe Hnos SA.....	40
10. Principales parámetros situación patrimonial Juan Semino.....	42
11. Principales parámetros situación financiera Juan Semino.....	42
12. Principales parámetros situación económica Juan Semino.....	42
13. Ratios de interés Juan Semino.....	43
14. Conceptos incididos por la política de stock de materia prima.....	45
15. Capacidad productiva por empresa. Tercerización de parte de la producción.....	46
16. Principales parámetros situación patrimonial IRSA SA.....	47
17. Principales parámetros situación financiera IRSA SA.....	47
18. Principales parámetros situación económica IRSA SA.....	48
19. Ratios de interés IRSA SA.....	48
20. Principales parámetros situación patrimonial CAPUTO SA.....	51
21. Principales parámetros situación financiera CAPUTO SA.....	51
22. Principales parámetros situación económica CAPUTO SA.....	51
23. Ratios de interés CAPUTO SA.....	52
24. Principales parámetros situación patrimonial DYCASA SA.....	54
25. Principales parámetros situación financiera DYCASA SA.....	54
26. Principales parámetros situación económica DYCASA SA.....	55
27. Ratios de interés DYCASA SA.....	55
28. Paulatina caída en la rentabilidad de dos de las empresas analizadas.....	59
29. Principales parámetros situación patrimonial Central Puerto SA.....	62
30. Principales parámetros situación financiera Central Puerto SA.....	62
31. Principales parámetros situación económica Central Puerto SA.....	62
32. Ratios de interés Central Puerto SA.....	63
33. Principales parámetros situación patrimonial Endesa Costanera.....	65
34. Principales parámetros situación financiera Endesa Costanera.....	65
35. Principales parámetros situación económica Endesa Costanera.....	66
36. Ratios de interés Endesa Costanera.....	66
37. Principales parámetros situación patrimonial Loma de la Lata SA.....	70
38. Principales parámetros situación financiera Loma de la Lata SA.....	70
39. Principales parámetros situación económica Loma de la Lata SA.....	70
40. Ratios de interés Loma de la Lata SA.....	71
41. Capacidad de generación de energía reflejada en el rubro Bienes de Uso.....	74

CAPITULO I: Presentación del Proyecto

I.1 Introducción

Como analista de riesgo desempeñándome dentro de una entidad financiera, atravieso todos los días el desafío de generar a través de una correcta utilización de las herramientas técnicas, de la eficiencia y la intuición, un análisis amplio circunscripto a la decisión de otorgar o no un crédito, de renovar o no los antecedentes crediticios de un cliente y determinar su capacidad de pago.

A través de este trabajo de aplicación, pretendo mejorar la calidad de nuestros informes haciendo hincapié principalmente en parámetros que demuestren alta incidencia en la situación patrimonial, económica y financiera de la empresa que se está analizando. Para ello, buscaremos con la ayuda del análisis de balances y el estudio del sector (durante un período de 5 años), cuáles fueron aquellos índices o ratios que se vieron más afectados (mayor fluctuación interanual) y su explicación a los cambios.

Se espera, sumar criterio a la tarea realizada diariamente, foco al análisis específico de cada sector y reflexión de lo importante que resultaría anexar al análisis técnico, el estudio del contexto económico y sectorial.

I.2 Marco Teórico

A los fines de lograr que con nuestro trabajo se pueda agregar valor al estudio de los antecedentes de clientes que están solicitando asistencia financiera, estableceremos la importancia de la evaluación de crédito, el concepto de riesgo y las herramientas necesarias a utilizarse para mitigarlo.

Nuestro sustento teórico abarcará las ramas específicamente financiera y contable contando con información brindada en capacitaciones laborales (dictadas por la Asociación de Bancos de la Argentina)¹ como así también, bibliografía de autores expertos en el Análisis de estados contables y su instrumental de aplicación:

¹ www.aba-argentina.com

- Jorge Orlando Pérez. Análisis de estados contables, un enfoque gerencial
- Amat Oriol. Análisis de estados financieros: fundamentos y aplicaciones
- Enrique Fowler Newton. Análisis de estados contables

1.3 Metodología

Para llevar adelante una mejora en la calidad de los informes del área de riesgo y demostrar que pueden lograrse mejores resultados a partir de un adecuado manejo y estudio de la información disponible, llevaremos adelante la siguiente metodología:

- 1) En primer lugar, seleccionaremos tres sectores de la economía. Ellos serán elegidos en base a la información disponible en la web y a otras fuentes adicionales a las que se pueda acudir (balances provistos por las empresas a los bancos).
- 2) Elegiremos 2-3 empresas a las cuales les realizaremos un análisis patrimonial y económico-financiero. Será necesario contar con los estados contables individuales de al menos 5 años consecutivos.
- 3) Se realizará un estudio económico de cada sector durante la última década.
- 4) Determinaremos los ratios de interés por sector. Las variaciones interanuales que surjan de ellos, serán ser explicadas por hechos o acontecimientos suscitados en aquel período focalizándonos en el sector.
- 5) Tras un análisis comparativo entre las empresas de cada sector, esbozaremos conclusiones.

1.4 Objetivos

General

Nuestro estudio pretende arribar a resultados que permitan demostrar que del análisis específico del sector en el cual se encuentra la empresa a asistir y la determinación de sus principales ratios, se podrá agregar valor al informe de riesgo, entender el porqué de las variaciones acaecidas de un año al otro y decidir con criterio el rechazo o la aceptación de un crédito.

Individuales

- *Manejar* los factores claves de variación que dan alertas de cambios en cada sector de la economía
- *Conocer* sobre aquellos acontecimientos que a nivel país hayan afectado empresas de un determinado sector. Entender la importancia de relevar hechos que marcan tendencias
- *Entender* el porqué de las fluctuaciones interanuales. Aprender a explicar las causas

1.5 Limitaciones y alcance

- Análisis circunscripto a empresas que cotizan en bolsa ubicadas en el país. Disponibilidad de balances publicados dentro de un período determinado de tiempo
- Balances individuales sin tener en cuenta la participación en otras empresas
- Inexistencia de bases de datos disponible que indiquen los ratios esperados por sector en nuestro país considerando el tamaño de la empresa y su actividad desarrollada

- Inestabilidad económica. Incidencia de factores externos que afectan la toma de decisiones y la certidumbre en las proyecciones.

CAPÍTULO II: Desarrollo del marco teórico

II. 1 *Financiamiento Bancario. Análisis y Evaluación del Riesgo Crediticio*

Toda empresa para desarrollar su actividad diaria y llevar a cabo sus proyectos de inversión necesita disponer de recursos financieros. Existen dos tipos de fuentes de financiación, en función del origen de los fondos: interno y externo.

A continuación se expone una clasificación de las distintas fuentes de financiamiento:

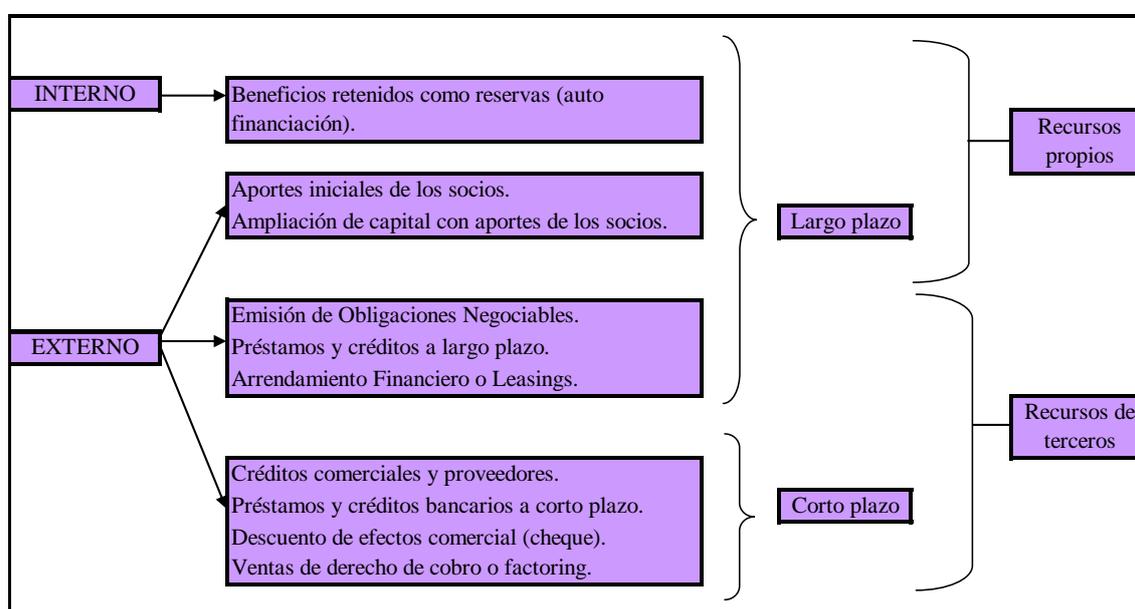


Gráfico 1: Clasificación de las distintas fuentes de financiación.

(Ross, Westerfield & Jordan, 2008).

Si hacemos hincapié en el financiamiento bancario (tanto de corto como de largo plazo), la empresa para poder acceder al mismo es sometida a un análisis crediticio donde se determinará el riesgo que significará para la institución otorgar un determinado crédito y para ello es necesario conocer a través de un análisis cuidadoso los estados financieros del cliente, análisis cualitativo como cuantitativo que en conjunto permitirá tener una mejor visión sobre el cliente y la capacidad de pago para poder afrontar sus compromisos.

El siguiente esquema, sintetiza los aspectos tenidos en cuenta para acceder al crédito bancario:

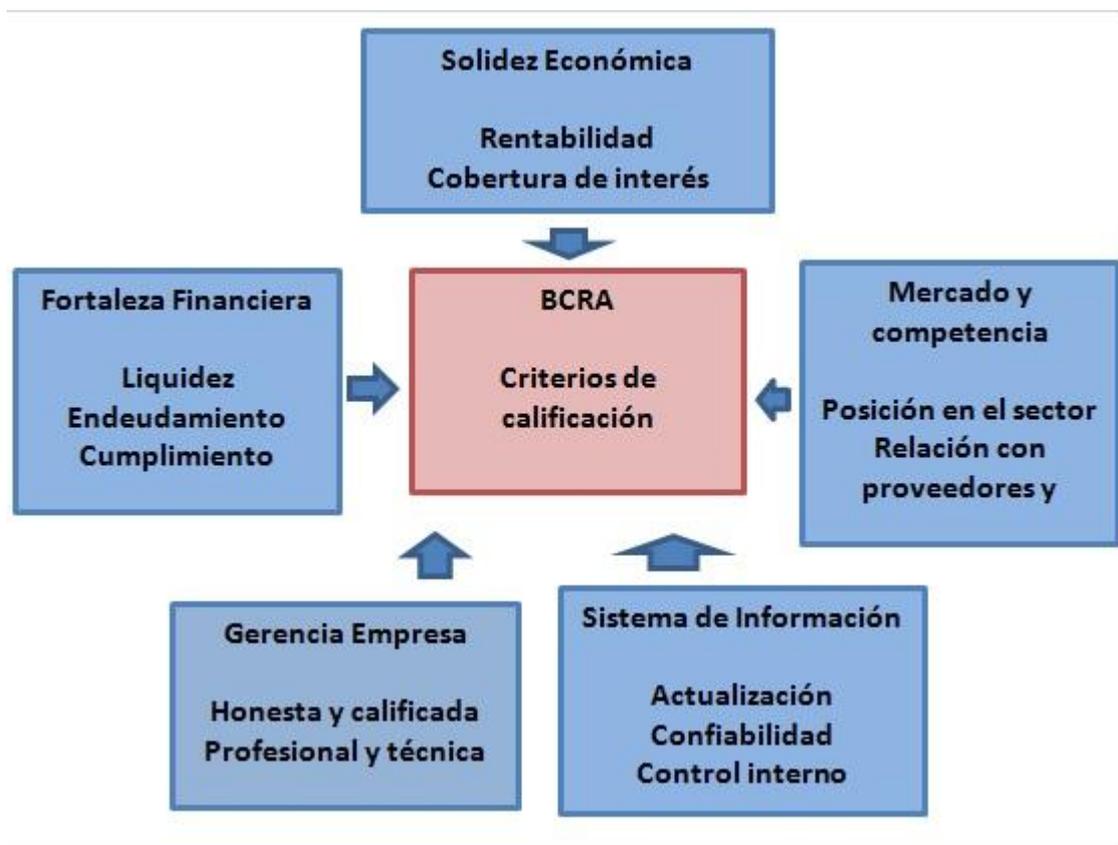


Gráfico 2: Acceso al crédito bancario

(Mosqueira, Walter Christian, UBA 2001)

Se entiende como riesgo de crédito a la posibilidad de sufrir pérdidas por el incumplimiento que un deudor o contraparte hace de sus obligaciones contractuales.

El riesgo de crédito está presente en las operaciones dentro y fuera de balance. También está presente en el riesgo de liquidación, es decir cuando una transacción financiera no pueda completarse o liquidarse según lo pactado.

Las pérdidas por riesgo de crédito se originan por el incumplimiento del deudor o contraparte de sus obligaciones y su magnitud depende básicamente de dos factores:

- i. El monto de la exposición en el momento del incumplimiento; y
- ii. Los recuperos obtenidos por las entidades, constituidos por los pagos que se obtengan del deudor y por la ejecución de los mitigadores de riesgo -como por ejemplo, las garantías o los derivados crediticios- que respaldan la operación crediticia, limitando la severidad de las pérdidas.

El riesgo de crédito contempla distintos tipos de riesgos. Entre ellos incluye el riesgo país y el riesgo de crédito de contraparte. (BCRA, 2013)

Proceso de evaluación del riesgo

La principal función dentro de este proceso, es determinar el riesgo que significará para la institución aprobar un determinado crédito y para ello es necesario conocer a través de un análisis cuidadoso los estados financieros del cliente, análisis de los diversos puntos, tanto de variables cuantitativas como cualitativas que en conjunto permitirá tener una mejor visión sobre el mismo y la capacidad para poder honrar la deuda a contraer.

El proceso se inicia con la presentación por parte del cliente de la solicitud de financiamiento en correspondencia con sus necesidades financieras. Posteriormente se realiza el estudio del cliente por los especialistas del banco. El resultado de este estudio, se presenta al Comité de Crédito de la sucursal, de acuerdo a las características del financiamiento y el nivel de facultades de estos comités. Como resultado del examen realizado se emite un dictamen, el cual expresa la decisión final, así como los términos y condiciones que servirán de base para la elaboración del contrato de préstamo.

Durante la fase de estudio, la evaluación incluye dos tipos de análisis a realizarse:

- Análisis de indicadores cuantitativos: se refiere al análisis e interpretación de estados financieros, proceso desarrollado más abajo en el punto II.2.
- Análisis de indicadores cualitativos: El conocimiento del cliente como política de trabajo requiere de un estudio profundo, no

abarca sólo la recepción por parte del banco de los documentos indispensables para la apertura de las cuentas, y cumplir con su identificación, sino que se ha de conocer de cada cliente su objeto social, quiénes son sus proveedores, principales clientes, tipos de operaciones más comunes que realizan, volumen promedio de sus operaciones divididas en mercantiles y de efectivo, entre otros datos de interés, de otras informaciones que se soliciten o de visitas o inspecciones realizadas al cliente, que deben formar parte del conocimiento previo o posterior del Banco sobre el prestatario. (Peña, 2011)

II.2 Análisis de Estados Contables

El análisis de estados financieros, análisis de balances o análisis contable, es un conjunto de técnicas utilizadas para diagnosticar la situación y perspectivas de la empresa con el fin de poder tomar decisiones adecuadas. De esta forma, desde una perspectiva interna, la dirección de la empresa puede ir tomando las decisiones que corrijan los puntos débiles que pueden amenazar su futuro, al mismo tiempo que se saca provecho de los puntos fuertes para que la empresa alcance sus objetivos. Desde una perspectiva externa, estas técnicas también son de gran utilidad para todas aquellas personas interesadas en conocer la situación y evolución previsible de la empresa.

El objetivo del análisis de estados contables consiste en establecer el diagnóstico y las perspectivas sobre la situación financiera – a corto y largo plazo – y económica de un ente, basado en la información brindada por dichos estados contables.

Por lo tanto, se intenta conocer cuál es la capacidad de pago de la empresa – situación financiera de corto y largo plazo – y la aptitud para obtener resultados y rentabilidad sobre su inversión – situación económica -. (Pérez)

Destinatarios del análisis de estados contables

El producto del análisis de los informes contables normalmente va dirigido a alguno de los siguientes usuarios:

a) Gerentes y directivos: El análisis de estados contables resulta útil para el control de gestión.

Conocer la evolución económico-financiera de la empresa, su estado actual y perspectivas futuras resulta vital para monitorear la gestión.

b) Otorgantes de crédito (financiero como comercial): a estos destinatarios les interesa conocer las posibilidades que tendrá la empresa de reintegrarles sus préstamos.

Esta fue la primera utilidad que se le dio a la técnica de análisis de estados contables. El enfoque de nuestro análisis estará dirigido a este tipo de usuario. Dentro de las entidades financieras, hoy en día, se realiza este tipo de análisis para la calificación crediticia no obstante, otras herramientas son utilizadas para complementarlo: información proyectada e información del sector.

c) Auditores: la utilización de algunas herramientas de análisis de estados contables puede dar pistas acerca de hacia dónde dirigir el trabajo de auditoría.

d) Inversores: a quienes van a invertir en una empresa, les interesa conocer la situación actual y perspectivas de la misma. Una parte de ella se hace a través del análisis económico financiero.

e) Otros interesados: sindicatos, organismos gubernamentales, centros de investigación, periodismo económico, sociedad en general.

Instrumental de análisis

De acuerdo al objetivo determinado y a la profundización necesaria se aplicará el instrumental correspondiente:

1) Comparación de datos absolutos: Si bien la realización de la tarea de análisis se trabaja en términos relativos –porcentajes, cocientes- en una destacada proporción, no debe perderse de vista la comparación en valores absolutos.

2) Análisis de variaciones: Al comparar variaciones de un período respecto a otro, no podemos sólo mencionar las mismas. Por el contrario, se debe buscar la causa de dicha variación.

3) Ratios: Los ratios, índices, relaciones, razones o cocientes, establecen una relación entre dos valores.

4) Comparación entre ratios: la comparación entre ratios obtenidos, en la misma empresa para distintos períodos o inter-empresas, siempre y cuando resulten comparables, nos da una visión mejorada del índice.

5) Análisis horizontal: consiste en transformar a valores relativos, una serie de números de distintos períodos, para evaluar la tendencia.

Generalmente, resulta útil asignarle valor 100% al período base y en función al mismo determinar los correspondientes al resto de los períodos.

6) Análisis vertical: también consiste en transformar a valores relativos, pero no se trata como en el caso anterior, de una serie de

distintos períodos, sino de importes correspondientes a una misma etapa, tomando una de ellos como valor base.

7) Análisis de correlación y regresión: cuando se trata de series prolongadas de tiempo, a veces resulta interesante advertir el grado de la asociación entre dos variables – una dependiente y otra independiente-. (Newton, 2012)

II.3 Análisis de ratios

Análisis de la situación financiera de corto plazo

El objetivo de analizar la situación financiera de corto plazo, consiste en determinar la capacidad del ente para hacer frente a sus obligaciones en un período de tiempo que comprende hasta un año.

El hecho de considerar el plazo de un año es convencional y en nuestro país, estaría basado en que las normas contables vigentes toman dicho lapso de tiempo para la clasificación de activos y pasivos corrientes.

Separar el análisis de las situaciones de la empresa, en financiera de corto plazo, financiera de largo plazo y económica, no significa que las mismas sean independientes, por el contrario, el manejo inadecuado de alguna de ellas, en cierto momento afectarán las otras situaciones.

Hay que recordar que la situación financiera es una sola. El hecho de que se clasifique en corto y largo plazo resulta una cuestión de tiempo, ya que el largo plazo en un futuro se transformará en corto plazo. (Pérez, 1998)

A continuación se exponen los índices a determinar:

LIQUIDEZ

Los índices de liquidez representan una medida de la capacidad de la compañía para hacer frente a sus deudas de corto plazo. El más conocido y utilizado por los analistas de crédito es el índice de liquidez corriente.

$$\text{Liquidez corriente} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Esta relación constituye una de las herramientas más utilizadas para el análisis de corto plazo, no obstante, como todos los ratios, el mismo no nos define una situación; a lo sumo, puede darnos un indicio sobre un aspecto determinado: primer nivel de análisis.

Este cociente nos está indicando, por cada peso que se adeuda en el corto plazo, cuántos pesos se cuentan para hacer frente a dichas obligaciones.

Un ratio menor que 1,0 o 100%, normalmente evidencia, por lo general, un problema. Un ratio corriente muy alto, no es tampoco bueno. Si una empresa está manteniendo sus recursos en activos corrientes, puede ser que no esté desarrollando nuevos productos o haciendo otras inversiones a largo plazo que son necesarias para la supervivencia de la empresa a largo plazo.

Lo que no muestra el ratio de liquidez corriente

1. No toma en cuenta la composición de los activos corrientes. Dos empresas pueden presentar la misma relación de liquidez, pero una podría tener sus activos corrientes compuestos en su totalidad por disponibilidades y la otra, por bienes de cambio de no fácil realización. Queda claro que ambas no están en la misma situación.

2. No toma en cuenta los plazos de realización de cada uno de los activos corrientes.

3. No toma en cuenta los plazos de exigibilidad de cada uno de los pasivos corrientes.
 4. No toma en cuenta el margen de ganancia de los bienes de cambio, salvo en aquellos casos que los mismos se pueden valorar al importe neto de realización.
 5. No toma en cuenta acontecimientos futuros.
- (Pérez, 1998)

LIQUIDEZ ACIDA

Para exigir más la relación de liquidez, se le suele detraer los bienes de cambio del activo, es decir, los bienes menos líquidos del activo corriente, denominándose habitualmente a dicha relación, liquidez seca o ácida.

$$\text{Liquidez ácida} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Bs. De Cambio}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Si los bienes de cambio estuvieran compuestos por mercadería que no tiene esfuerzo significativo de venta, como por ejemplo los commodities, no tendría sentido este ratio, ya que se trataría de bienes de cambio muy líquidos y su exclusión no aportaría nada adicional.

CAPITAL DE TRABAJO

Se denomina capital corriente, capital circulante o capital de trabajo neto a la diferencia que proviene de los importes del activo corriente y el pasivo corriente.

$$\text{Capital corriente} = \text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente}$$

Si el capital de trabajo es cero o levemente alto, la empresa se considera operativamente eficiente. El capital de trabajo como otros activos debe ser financiado.

INDICES DE ACTIVIDAD

La visión que hemos efectuado hasta aquí de la liquidez es estática, pero ahora vamos a realizar un enfoque dinámico de la cuestión que complementa la visión estática, teniendo fundamentalmente en cuenta la velocidad de los flujos de ingresos y egresos.

En general, los índices de actividad procuran juzgar la eficiencia con que las firmas usan sus activos y pasivos.

Rotación de cuentas por cobrar

Este ratio indica cuantos días demora el cliente en pagar sus facturas. Cuanto más alto el número de días mayor será el grado de morosidad que se advierte en la conducta de los clientes. Un número menor de días, es mucho mejor para la empresa, puesto que sus recursos no están ociosamente invertidos en cuentas por cobrar que generan por lo común baja tasa de rentabilidad.

Hay diferentes formas de calcular el ratio de rotación, pero exponemos el que es utilizado por los bancos en sus análisis.

$$\text{Rotación de cuentas por cobrar (días)} = \frac{\text{Cuentas por Cobrar}}{\text{Ventas}} * 365$$

Rotación de los inventarios

Este ratio indica cuanto tiempo permanecen las existencias de bienes de cambio antes que se convierta en productos para la venta.

Al igual que en la rotación de cuentas por cobrar exponemos el ratio utilizado por los bancos.

$$\text{Rotación de inventarios (días)} = \frac{\text{Inventarios}}{\text{Costo de mercadería vendida}} * 365$$

Plazo de pago

Este ratio indica cuanto tiempo le toma a una empresa cumplir con sus obligaciones.

$$\text{Rotación de cuentas por pagar (días)} = \frac{\text{Cuentas por Pagar}}{\text{Costo de mercadería vendida}} * 365$$

Análisis de la situación financiera de largo plazo

Al tratar la situación financiera de corto plazo, nos referíamos a la capacidad de una empresa para cancelar sus obligaciones en un período corto de tiempo – un año -. En cambio, queremos determinar cuál es la posición que ella tiene, con sus recursos, para hacer frente a sus compromisos de largo plazo.

Por lo tanto, en este caso, el trabajo a realizar es más general y no se hará hincapié en aspectos puntuales, como la sincronización de ingresos y

egresos, que son los problemas de un análisis acotado respecto al horizonte temporal.

Hay dos cuestiones fundamentales a tener en cuenta para este análisis, que son:

- a) la estructura patrimonial y
- b) la generación de resultados.

El primer aspecto, consiste en observar el estado de situación patrimonial como un conjunto de recursos y su fuente de financiación, así tendremos:

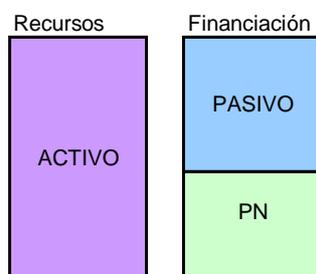


Gráfico 3 Recursos/Financiación (elaboración propia)

Analizar el tipo de recursos con que se cuenta, sirve para considerar su flexibilidad y adicionalmente, conocer si la composición del activo resulta adecuada con el fin de llevar adelante las actividades.

La fuente de financiación resulta de interés a los efectos de evaluar quiénes son los que asumen los riesgos – los acreedores o los propietarios – y si la combinación adoptada es beneficiosa.

ENDEUDAMIENTO

Por endeudamiento, entendemos la participación que tienen los capitales de terceros en la mezcla de aportes de los recursos.

¿Por qué es útil estudiar la mezcla de financiamiento? Porque en la medida en que se utilicen más fondos de terceros respecto a los recursos propios, se deberá recordar lo siguiente:

- a) los acreedores están aumentando su riesgo,
- b) el pasivo tiene un costo, que habrá que absorber y
- c) prever si la cancelación de las deudas contraídas se efectuará a su vencimiento, bien sea con recursos propios o a través de otros capitales de terceros.

(Pérez, 1998)

Una forma de evaluar el endeudamiento, surge a través del ratio de endeudamiento patrimonial o Leverage que mide la posición relativa de los prestamistas y los propietarios del capital en un negocio.

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

La finalidad de este ratio es medir la combinación de fondos en el estado de situación patrimonial (fondos que financian el activo) y extraer una comparación entre los fondos que han sido proporcionados por los propietarios (accionistas) y aquellos que han sido tomados a crédito (pasivo corriente y no corriente). Como regla general cuanto más alto es el ratio mayor es la posibilidad que la empresa experimente dificultades para devolver los préstamos y pagar otras deudas, especialmente si la tasa de interés empieza a incrementarse.

No hay datos particulares que resulten “seguros”, aunque muchos creen que una empresa no corre peligro si el ratio no excede de la unidad. Sin embargo, los inversores conservadores podrían ser aconsejados a investigar cuidadosamente, cuando deseen invertir sus fondos en cualquier empresa, en

el hecho que éste ratio sea superior a 0.5. Como se comentó anteriormente depende de las circunstancias. Una empresa que generen beneficios y flujos de caja estables podría considerarse segura, aún con un alto nivel de endeudamiento, que una empresa que tenga beneficios volátiles. (Pérez, 1998)

COBERTURA DE INTERESES

El ratio de cobertura de intereses, es complementario del índice de endeudamiento, puesto que da la voz de alarma cuando los intereses netos, si son negativos, empiezan a representar una parte importante de los beneficios de la empresa.

$$\text{Cobertura de intereses} = \frac{\text{Resultado Operativo (EBIT)}}{\text{Intereses}}$$

El ratio nos indica el número de veces que los gastos por intereses podrían ser pagados con el beneficio antes de impuestos. Existe una regla informalmente estipulada que las empresas deberían cubrir sus gastos por intereses al menos entre tres y cinco veces.

El peligro de un ratio bajo es que si las condiciones económicas empeoran y disminuye el beneficio de la empresa, la situación de los accionistas se tornará difícil porque el total de los beneficios deberán cubrir primero los gastos por intereses que corresponden a los acreedores.

MESES DE VENTA DEL PASIVO

Otra medida de endeudamiento, es la referida a los meses de pasivo que se adeudan. Puede establecerse de la siguiente manera:

$$\text{Meses de venta del pasivo} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{Venta promedio mensual}}$$

Este ratio reviste importancia para observar algunas de las siguientes situaciones:

- a) aumento de la deuda, permaneciendo las operaciones constantes, o bien que estas últimas suban en menor proporción que la anterior.
- b) Caída en el nivel de actividad y que el monto de los compromisos no se alteren o desciendan en menor proporción que aquél.

Al producirse algunas de las situaciones descritas, el peso de las obligaciones pasará a ser distinto. Seguramente hará más difícil absorber los costos financieros y las eventuales amortizaciones de capital, a pesar que el ratio de endeudamiento, no esté indicando ningún inconveniente.

Por lo tanto, el índice de meses de venta del pasivo tiene un efecto dinámico y anticipatorio de problemas que podrían llegar a comprobarse mucho tiempo después.

Análisis de la situación económica

Cuando se analiza la situación económica de una empresa, lo que pretende determinar es su capacidad para generar resultados.

Ahora bien, sobre los resultados podemos tener dos visiones:

- a) como valor absoluto – ganancia, pérdida,
- b) en términos relativos – rentabilidad -.

Manifestar que se ganó o perdió, en un período de tiempo, una cifra determinada, sin relacionarla con los recursos que fueron puestos a producir y que la generaron, no tiene demasiada significación.

La rentabilidad refleja la productividad del capital. Cuando la información económica está expresada de esa manera se la puede evaluar.

El valor de la empresa y su salud financiera a largo plazo, están fuertemente influenciadas por las perspectivas de generación de resultados en relación al capital invertido. (Pérez, 1998)

RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO NETO (ROE)

Si pretendemos conocer la productividad de los fondos aportados por los propietarios, obtenemos el siguiente índice:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Este cociente nos indicará, por cada peso invertido de la empresa, cuánto ganan o pierden – en caso de resultados negativos – los propietarios.

De esta manera, se analizará si el patrimonio neto generó resultados acordes a los objetivos propuestos.

Esta relación, también suele denominarse tasa de rentabilidad financiera, porque la misma toma en cuenta los gastos que originó el pasivo en la determinación de la ganancia final. Otra forma de llamarlo es ROE, que proviene de las iniciales de las palabras en inglés return on equity.

Otros autores plantean que el ROE se calcula la utilidad neta sobre el patrimonio neto promedio. Nosotros seleccionamos los ratios utilizados en las entidades financieras.

Ganancia a considerar

La ganancia obtenida en un determinado período de tiempo, es la que se expone en el estado de resultados como ganancia del ejercicio.

De existir resultados extraordinarios, será necesario obtener una segunda relación, en este caso excluyendo a los mismos, para observar la incidencia de acontecimientos no previstos.

Cotejo de la tasa de rentabilidad del patrimonio neto

La misma debe ser medida:

- a) Respecto a los objetivos de la firma: relacionar la tasa obtenidas con las metas fijadas por la empresa como productividad de sus recursos propios.
- b) Con inversiones alternativas: en caso de que no existan barreras de salida de los fondos invertidos en la empresa (acciones que cotizan en bolsa o empresas con potenciales candidatos para hacer aportes de capital) se puede comprar esta tasa, con el rendimiento de otra inversión.

(Pérez, 1998)

RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA)

Con la tasa de rentabilidad del activo, buscamos establecer cuál ha sido la eficiencia en la gestión de los recursos totales, independientemente de cómo se financian – capital propio o de terceros.

$\text{ROA} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activo Total}}$

Muchos entienden que el beneficio o ganancia neta debería ser calculada antes de deducir los intereses (gastos financieros) y neto del ahorro de impuestos a las ganancias que surge al no tomar consideración dichos intereses. Pero puesto que en muchos casos no hay información suficiente para hacer esos cálculos tomaremos el beneficio neto o ganancia neta tal como surge en la última línea del estado de resultados.

El índice anterior expresa cuánto se gana o se pierde, por cada peso de recursos totales invertidos en la empresa.

A este ratio también se lo denomina tasa de rentabilidad económica, por no considerar el efecto financiero de la gestión. Otra forma de llamarlo es ROA, que proviene de las iniciales de las palabras en inglés return on assets.

(Dumrauf, 2010)

Cotejo de la tasa de rentabilidad del activo

La misma debe ser comparada con:

- a) Otras empresas del mismo ramo de actividad, para comprobar respecto a otros entes la eficiencia en la utilización de los recursos totales.
- b) Con los objetivos de la firma: el ratio de rentabilidad de los recursos totales, previsto en el planeamiento se compara con lo ejecutado.

(Pérez, 1998)

VALOR DE LIBROS DE LA ACCIÓN

Es una medida del desempeño de la empresa para todos los usuarios de los estados contables. Nos dice que beneficios ha conseguido el accionista ordinario por cada acción que tiene.

$$\text{Beneficio por acción} = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Cantidad de acciones ordinarias en circulación}}$$

Este ratio no sirve para comparar los rendimientos por acción de una empresa con otra, debido a que una empresa puede decidir tener un amplio número de acciones de bajo valor nominal (por ejemplo \$1 por acción) y otra un número más reducido de valor nominal más alto (por ejemplo \$5 por acción). Aunque la cantidad absoluta de los rendimientos por acción no sirve para hacer comparaciones, el crecimiento de este índice a lo largo, para la misma empresa, es una información muy importante. Puede dar una idea del progreso de la sociedad.

(Dumrauf, 2010)

CAPÍTULO III: Análisis sectorial

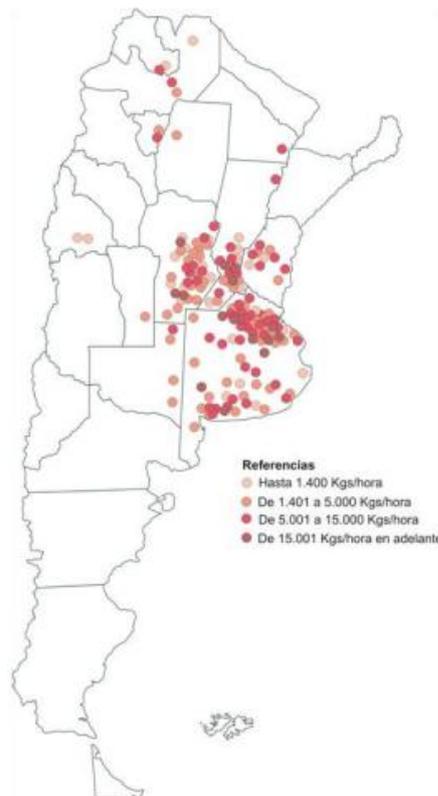
III.1 Sector Molinero

La industria molinera actual constituye una de las principales fuentes de abastecimiento para el consumo interno de alimentos.

El trigo es el segundo cereal más consumido del mundo, le sigue al maíz. La molienda constituye el proceso de primera industrialización; sus productos principales, la harina y el afrechillo, utilizadas como materia prima en la segunda industrialización del trigo, la que incluye la producción de panificados, pastas, galletitas y bizcochos. (Bono, 2011)

La producción se concentra en Buenos Aires (65%) y Córdoba (20%). El resto del país produce solamente el 15% de la producción nacional. El rendimiento de la molienda de este cereal es del 70/75% en harina, y del 20/25% de afrechillo.

Dentro del eslabón de primera industrialización, las estadísticas de la ex ONCCA (organismo actualmente eliminado) contaban 171 molinos harineros en todo el país en el año 2010, ubicados principalmente en las zonas productoras de trigo tradicionales. Aproximadamente el 50% de los establecimientos se encuentra radicado en la provincia de Buenos Aires, 24% en Córdoba y 14% en Santa Fe.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de ex ONCCA.

Gráfico 4: Distribución geográfica molinos harineros (2010) Ex ONCCA

En base a información sobre los rangos de capacidad de producción de las empresas molineras obtenidos de la ex ONCCA se observa que en el 31% de los casos los molinos son microempresas, en el 33% son pequeños, en el 25% son medianos y en el 10%, grandes empresas.

Evolución de la industria molinera

La molienda anual promedio de trigo pan para los últimos diez años (2002 a 2010) ha sido de 5,4 millones de toneladas.

Cabe destacar, que desde el año 2002 la molienda de trigo pan viene registrando una tendencia general creciente. Entre aquel año y el 2010, el trigo que se sometió a la operación de molienda se acrecentó en un 35,3%.

Molienda anual de trigo pan		
Año	Miles Toneladas	Variación interanual (%)
2002	4.670,8	-
2003	4.965,7	6,3%
2004	5.030,3	1,3%
2005	4.997,8	-0,6%
2006	5.099,3	2,0%
2007	5.766,4	13,1%
2008	6.123,9	6,2%
2009	6.041,5	-1,3%
2010	6.321,7	4,6%
E- jul 2010	3.635,4	-
E- jul 2011	3.833,0	5,4%

Fuente: Dir. Nal. Transf. y Comerc. de Prod. Agrícolas y Forestales con datos Dir. Mdos. Agroalim.- ONCCA

Tabla 1: Molienda anual trigo (2002-2010) Ex ONCCA

A lo largo de los años se registran fluctuaciones en la molienda de trigo pan que tienen que ver, básicamente, con la disponibilidad del cereal en el mercado.

Entre los años 2007 y 2011, el sector molinero nacional ha incrementado el volumen de trigo destinado a molienda en cada uno de los meses del año, con lo cual, se puede inferir que ha **mejorado la utilización de su capacidad instalada**.

En el año 2008 se registró la mayor molturación mensual del período bajo análisis (mes de julio de ese año), con 620,5 mil toneladas del cereal.

Los promedios mensuales de molienda, para cada año, muestran una tendencia creciente. El **punto de inflexión**, en el período bajo análisis, se registra en el **año 2006**. Los cambios en materia de política sectorial permitieron al sector molinero mejorar sustancialmente su performance respecto a la primera parte de la década.

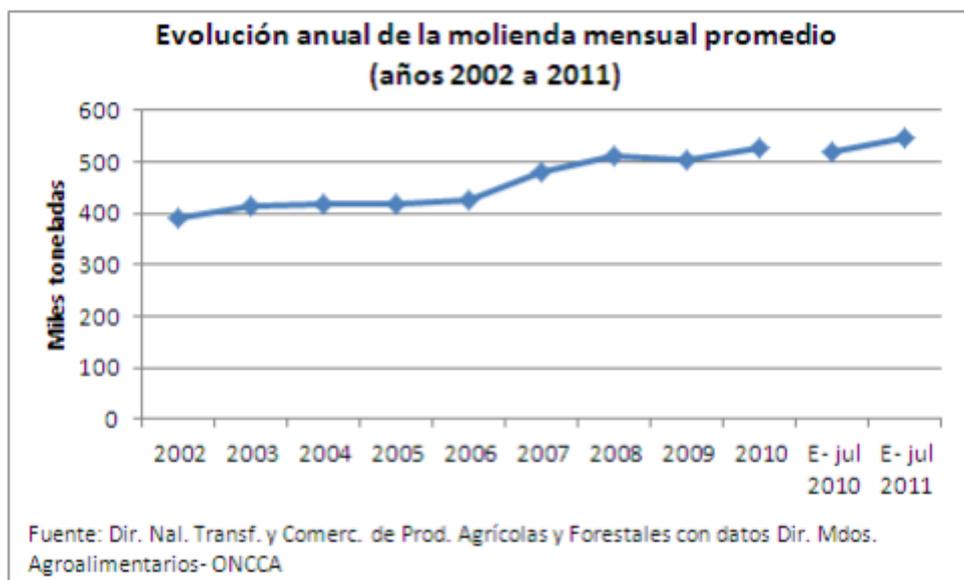


Gráfico 5: Evolución anual molienda mensual promedio (2002-2011) Ex ONCCA

La molienda de trigo pan se concentra mayoritariamente en Buenos Aires, desde el año 2002 su participación anual no ha sido menor al 50%. En aquel año concentró el 55,1% mientras que en 2010 acaparó el 53,6%. A lo largo de todo el período bajo análisis Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos han sido las otras provincias que han molturado, en ese orden y por detrás de Buenos Aires, la mayor parte del trigo pan del país. En 2010, Córdoba tuvo una participación del 21,9%, Santa Fe del 12,9% y Entre Ríos del 4,1%.

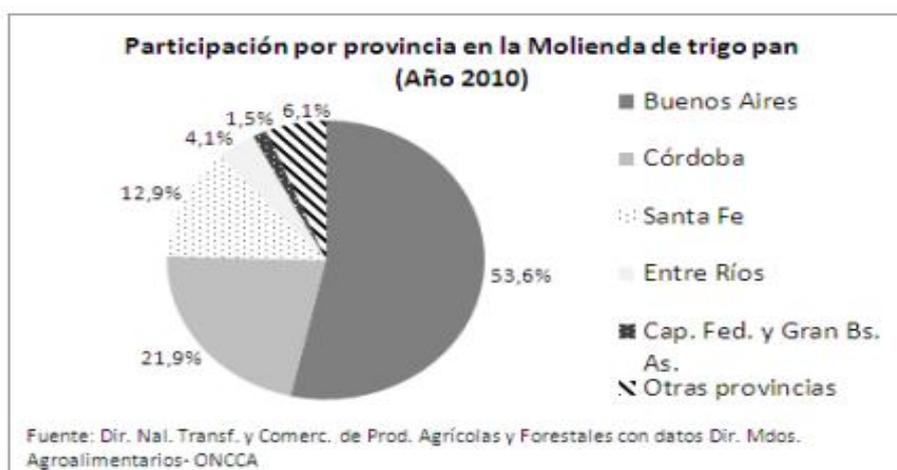


Gráfico 6: Participación por provincia en la molienda de trigo Ex ONCCA

En 2010, entre las provincias desagregadas, **Córdoba fue la única que registró una retracción de la molienda de trigo pan (1,9%)**, destacándose Entre Ríos como la que incrementó la misma, respecto a 2009, en la mayor proporción (16,8%).

Cabe mencionar que la región metropolitana, comprendida por Capital Federal y el Gran Buenos Aires, es la única que ha mostrado una disminución del trigo pan molido en el período bajo análisis (2010 versus 2002), con una baja que alcanza a las 11 mil toneladas. Por su parte, la provincia de Buenos Aires ha destinado a molienda 814 mil toneladas adicionales, Córdoba 323 mil toneladas, Santa Fe 225 mil toneladas y Entre Ríos 130 mil toneladas. Esto se relaciona con la reubicación de distintos molinos harineros fuera de las zonas urbanas, especialmente de la Capital Federal.

Molienda de trigo pan, por provincia (Miles Ton)						
Año	Buenos Aires	Córdoba	Santa Fe	Entre Ríos	Cap. Fed. y Gran Bs. As.	Otras provincias
2002	2.572,4	1.056,8	588,7	126,5	104,1	219,5
2003	2.640,1	1.110,4	643,1	150,9	152,4	268,9
2004	2.641,1	1.183,1	615,1	176,7	134,0	280,2
2005	2.593,5	1.153,3	665,6	183,5	117,9	278,8
2006	2.639,4	1.172,4	684,4	170,0	137,7	295,5
2007	3.091,6	1.265,9	744,7	176,8	159,9	325,5
2008	3.320,3	1.366,2	741,4	223,4	90,6	382,0
2009	3.213,8	1.406,4	732,4	216,8	88,3	389,1
2010	3.387,0	1.382,8	814,3	256,6	93,0	388,0
Var. '10-'09	5,2%	-1,9%	11,2%	16,8%	5,3%	5,1%
E-Jul 2010	1.929,1	810,3	466,1	146,8	55,6	227,6
E-Jul 2011	2.063,7	833,2	470,6	151,1	49,8	261,5
Var. E-Jul '10-'09	7,1%	2,8%	1,0%	3,0%	-10,5%	14,9%

Fuente: Dir. Nal. Transf. y Comerc. de Prod. Agrícolas y Forestales con datos Dir. Moos Agroalim.- ONCCA

Tabla 2: Molienda de trigo pan por provincia (2002-2010) Ex ONCCA

A los fines de determinar el nivel de utilización de las plantas molineras, la ex ONCCA considero los datos de producción y de capacidad instalada, obteniendo como resultado que en el año 2010 existía un 30% de capacidad ociosa (en el promedio de la industria). (Lezcano)

III.2 Desarrollo Inmobiliario

El Real Estate es la cadena de valor encargada de producir y gestionar el hábitat, los espacios que dan “*lugar*” a las actividades de la sociedad.

Como actor económico la cadena abarca así, de manera directa, dimensiones vinculadas tanto al sector secundario de la economía (construcción privada) como al terciario (servicios inmobiliarios), a las que se debería sumar el aporte de servicios generales vinculados: desde los profesionales intervinientes (arquitectos, contadores, abogados, etc.) hasta la publicidad o el transporte.

El Real Estate -la cadena- se posiciona también como uno de los actores centrales para la dinámica económica de las ciudades.

Evolución del sector durante la última década

Tras algo más de una década con una economía pautada por la paridad fija entre el peso local y el dólar, a fines de 2001 implosiona el esquema cambiario de la “*Convertibilidad*”, dando lugar a la crisis económica más profunda de la historia argentina reciente.

Superado un primer momento de convulsión económica, política e institucional, la economía argentina recuperó rápidamente dinámica, competitividad y mercados, revirtiendo -ya en el 2° semestre de 2002- la tendencia declinante.

Con el sistema financiero golpeado por la reciente crisis, y sin instrumentos alternativos sólidos de ahorro e inversión, miles de pequeños y medianos inversores anclaron desde entonces en inmuebles los excedentes derivados de las más diversas actividades, haciendo del Real Estate uno de los sectores más dinámicos de la economía local.

Asumiendo a las propiedades como resguardo de valor, “*invertir en ladrillos*” fue la consigna que motorizó la actividad inmobiliaria local en la década, con foco dominante en Buenos Aires en primera instancia.

Durante la década post-convertibilidad, hubo una enorme inversión en infraestructura pero también hubo períodos de menor crecimiento. En el 2008 y 2009 el sector fue afectado por la crisis internacional (menores inversiones extranjeras), hecho que llevo al Estado a implementar obras contra cíclicas como el Plan de Obras para todos los argentinos, de fines del 2008.

En Oct.-2011, tras alcanzar su reelección el Gobierno nacional dio inicio a una serie de medidas que fueron restringiendo el acceso franco al mercado cambiario. La actividad inmobiliaria local enfrentó así acontecimientos inesperados, de alto impacto en la dinámica del sector.

Lógicamente, en una economía históricamente inestable, que atravesó recurrentes crisis y devaluaciones, desde fines de los '60 el dólar se fue afirmando como unidad de cuenta y medio de pago preferente para buena parte del Real Estate local, con lo cual estas medidas dieron lugar a una fuerte desaceleración del quehacer inmobiliario.

A lo largo de 2012 el nuevo cuadro de condiciones produjo una caída importante en la actividad del sector inmobiliario. Surgieron signos de preocupación en el sector por la baja de permisos de construcción que anuncian el decrecimiento de obras en los seis meses siguientes y, el impulso de un nuevo instrumento como el CEDIN (Certificados de depósito de inversión) ha sido lanzado con el objetivo de contrarrestar el cepo cambiario.

Por otro lado, el estado antes la falta de créditos hipotecarios accesibles, lanzó el plan de viviendas Pro-Cre-Ar.

Estudio demográfico dentro de las tres principales ciudades del país-Impulso inmobiliario

Históricamente, BA se ha destacado por mostrar rasgos que remiten al perfil de una ciudad europea. En su fisonomía, pero también en su dinámica: desde hace décadas la población porteña está estabilizada en torno a 2.9M de habitantes.

Alejada de los ritmos demográficos del resto del país, BA replica el comportamiento de las grandes ciudades globales, con bajas tasas de

crecimiento vegetativo, mayor edad promedio, y menor tamaño medio de los hogares. Un comportamiento más similar a las poblaciones maduras de Europa, que a las sociedades jóvenes de la América Latina.

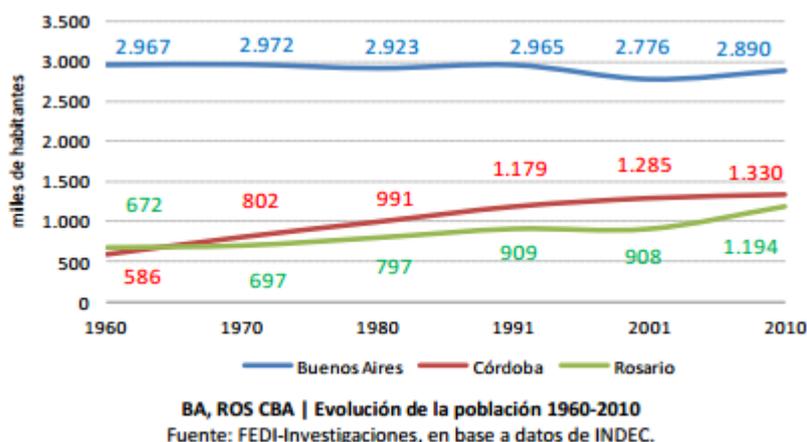


Gráfico 7: Evolución poblacional en las tres principales ciudades del país (1960-2010)

Frente a una BA estabilizada, Córdoba experimentó un crecimiento demográfico del 127% a lo largo de los últimos 50 años. Por su parte Rosario, la tercera ciudad del país, a lo largo de esas cinco décadas incrementó su población en un 78%, contando hoy con 1.194.000 habitantes.

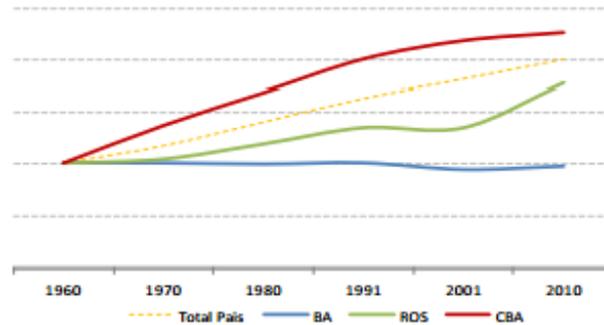
Pero es interesante destacar, que la similitud de rangos entre Rosario-Córdoba a nivel poblacional, se altera notablemente en lo territorial.

El Ejido municipal de Córdoba incluye territorios que exceden las dimensiones de la mancha urbana.

El dato adquiere relevancia desde la óptica urbana-inmobiliaria dado que, si bien deriva en un esfuerzo adicional para las administraciones locales en cuanto a la provisión de infraestructura y servicios, a la vez implica la disponibilidad de extensiones importantes de suelo aún por urbanizar dentro del ámbito de la ciudad.

	1960	1970	1980	1991	2001	2010
Total País	100	117	140	163	181	200
BA	100	100	99	100	94	97
ROS	100	104	119	135	135	178
CBA	100	137	169	201	219	227

	1960	1970	1980	1991	2001	2010
Total País	100	117	140	163	181	200
BA	100	100	99	100	94	97
ROS	100	104	119	135	135	178
CBA	100	137	169	201	219	227



BA-ROS-CBA | Evolución poblacional. Base 1960=100

Fuente: FEDI-Investigaciones, en base a datos INDEC.

Tabla 3: Cuadro comparativo evolución poblacional (1960-2010)

La relación entre las ciudades se invierte, trasladándose la similitud de rangos al par BA-Rosario, con una superficie urbana de 202 km² para Capital Federal y 179 km² en la localidad santafecina.

Córdoba en tanto, cuenta con un territorio en orden a tres veces la escala de aquellas, para abarcar 576 km².

Es así que, con una población de rango similar, la densidad de Rosario es tres veces mayor que la de Córdoba, en tanto el nivel de concentración poblacional de BA supera en más de seis veces al de la ciudad mediterránea. (Satulovsky, 2012)

		BA	ROS	CBA
POBLACION	Habitantes	2.890.000	1.194.000	1.330.000
SUPERFICIE	Km ²	202	179	576
DENSIDAD	Hab /km ²	14.307	6.682	2.309

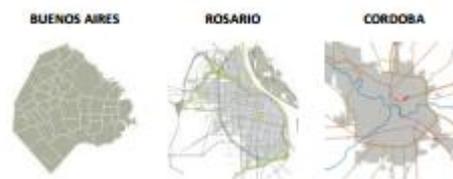


Tabla 4: Comparativo poblacional/superficie de las principales ciudades

FEDI Investigaciones

III.3 Centrales Termoeléctricas

La prestación del servicio de energía eléctrica comenzó en primera instancia en las grandes ciudades y por medio de prestadores privados. Sólo en la tercera década del siglo pasado el Estado comenzó a tomar el control del mismo. Al principio la producción se realizaba casi con exclusividad con combustibles líquidos. A partir de la década del '40 y hasta bien entrados los '70 el Estado Nacional impulsó el desarrollo de la energía hidráulica, y en menor medida, la nuclear. Entre los '70 y los '90 se produjo una desaceleración de la instalación de nueva capacidad, y predominó la puesta en servicio de grupos térmicos. El decenio 1991 - 2001 se caracterizó por una marcada expansión en la puesta en servicio de generadores y ciclos combinados movidos a gas natural. Se produjo luego un lustro de estancamiento en la construcción de nuevas plantas. A partir del año 2008, comenzó nuevamente a desarrollarse la instalación de grupos térmicos a gas natural y combustible líquido y el Estado Nacional comenzó a estimular el emplazamiento de plantas basadas en energías alternativas.

La Ley Marco del Sector Eléctrico es la N° 24.065 del año 1991 crea el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM), define sus actores y los derechos y obligaciones de las partes.

El Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) se encuentra dividido en tres segmentos: generación, transporte y distribución. Mientras que el primero es definido como un sector en competencia, de libre acceso, los segundos son tramos regulados y sujetos a concesiones y condiciones de precios máximos y

calidad. Los precios del primer segmento surgen de la composición de la oferta y la demanda, y dependen de múltiples factores, tales como disponibilidad de combustibles, estado de los embalses, repetitividad de temperaturas extremas, disponibilidad de líneas de transporte, etc.

Los usuarios de mayor consumo pueden elegir libremente su proveedor, los minoristas no. La Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico, (CAMMESA); un organismo formado por las Asociaciones de Generadores, Transportistas, Distribuidoras, Grandes Usuarios y la Secretaría de Energía; es el encargado de realizar el clearing económico y administrar los flujos de producción y transmisión de energía.

Composición de la oferta y la demanda

A agosto del 2009 la oferta en el MEM estaba compuesta por aproximadamente 90 centrales de generación, 21 autogeneradores y 3 empresas de cogeneración; de capitales privados, estatales, binacionales y mixtos (asociación estado con privados).

De estas 90 plantas, 53 eran de origen térmico, 33 hidráulicos (se incluyen emprendimientos binacionales), 2 nucleares y dos eólicos. Dentro de los de origen térmico se encuentran tanto aquellos cuyo combustible es gas natural, como los que utilizan combustibles líquidos (gas oil o fuel oil), o carbón (algunas plantas están preparadas para consumir más de un combustible).

La capacidad instalada en Argentina a fines de 2008 era de 26.225 MW, divididos de la siguiente forma: 57% térmicos, 39% hidráulicos y 4% nuclear. Desagregando por regiones, esa capacidad se dividía de la siguiente forma: Cuyo 5,5 %; Comahue 22,7%; NOA 8,6%; Centro 8,7%; GBA+Litoral+Buenos Aires 43,2 % y Patagonia 11,3 %.

La demanda está vinculada a la oferta por una red de Transmisión en 500 kV concesionada a una empresa (Transener) y varias redes regionales en 132 kV principalmente operadas por transportistas regionales. Ambos grupos de empresas manejan 28.255 km de líneas, que cubren aproximadamente el 90% del país.

A diciembre de 2008, la demanda de electricidad de los pequeños usuarios (menores a 10 kW) representaba el 51% de la electricidad consumida en Argentina, mientras que la demanda de clientes intermedios (entre 10 y 300 kW) representaba el 16% y los grandes clientes (mayores de 300 kW) el 33% restante. Esta composición varía de país en país según el grado de industrialización, y el costo y disponibilidad de los bienes sustitutos.

Producción

En el año 2008 se generaron 112.382 GWh. El 59% de la electricidad fue abastecida por generación térmica, el 33% provino de generadores hidráulicos, el 6% de generadores nucleares y el 2% se importaron de países vecinos.

La importación y exportación es decidida a nivel nacional, sin intervención de los agentes individuales. CAMMESA decide (en base a acuerdos binacionales previos) importar o exportar volúmenes de energía temporales basándose en la existencia de recursos hídricos o de combustibles de los países involucrados. Es común la importación de energía eléctrica de Brasil y Paraguay (normalmente hidráulica) y la exportación a Uruguay (normalmente térmica). Además de esto existen acuerdos de “respaldo” entre privados de Argentina (que pueden exportar) y de Brasil (que importan) pero son también de oportunidad, limitados y regulados en conjunto.

La demanda de electricidad en el período comprendido entre 2003 y 2008 tuvo un crecimiento anual promedio de 6,6 %. El consumo tiene una correlación relativamente buena con el PBI aunque con una cierta inelasticidad originada fundamentalmente por la baja sensibilidad al mismo del sector residencial.

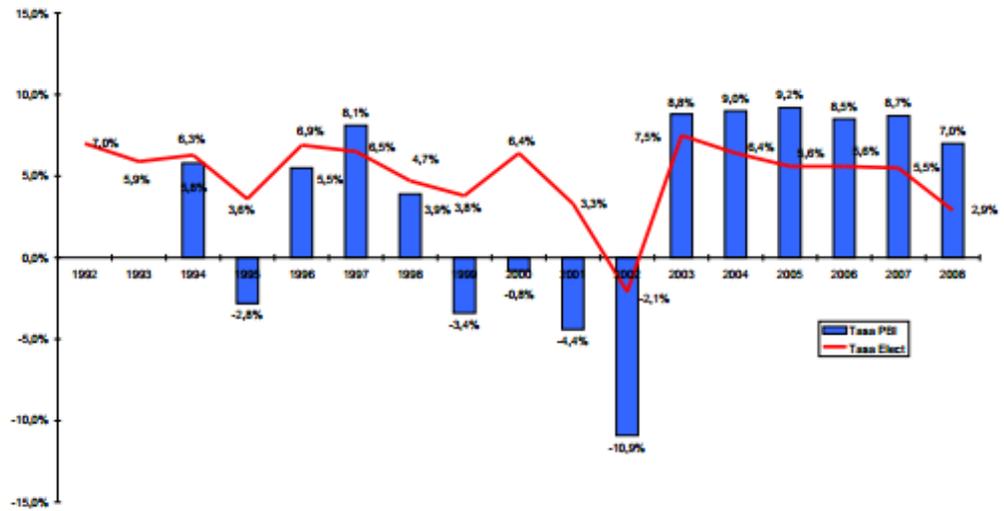


Gráfico 7: Tasa de crecimiento PBI vs Tasa de crecimiento demanda de electricidad (1992-2008)

Instituto Nacional de Educación Tecnológica

En el gráfico se muestra la evolución de la demanda y del PIB desde el año 1992 hasta 2008. Puede verse que sólo en el 2002 la demanda registró una caída neta. (Tecnológica, 2010)

CAPÍTULOS IV: Análisis de estados contables – Aplicación práctica Sector Molinero

IV.1 Consideraciones previas. Determinación del tamaño de la empresa

Previo a la realización de un análisis comparativo de empresas de un mismo sector, creemos relevante determinar cuáles son los parámetros tenidos en cuenta en nuestro estudio para poder realizar comparaciones concordantes:

Conforme a la disposición n° 147 del 25/10/2006 de la SSEPyMEyDR de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional del Ministerio de Economía, a los fines de diferenciar el tamaño de las empresas consideraremos:

A) Nivel de ventas

Serán consideradas Micro, Pequeñas y Medianas Empresas aquellas que registren hasta el siguiente nivel máximo de las ventas totales anuales, excluido el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto interno que pudiera corresponder, expresado en PESOS (\$):

Sector/Tamaño	Agropecuario	Industrial y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Microempresa	\$ 456.000	\$ 1.250.000	\$ 1.850.000	\$ 467.500	\$ 480.000
Pequeña empresa	\$ 3.040.000	\$ 7.500.000	\$ 11.100.000	\$ 3.366.000	\$ 3.000.000
Mediana empresa	\$ 18.240.000	\$ 60.000.000	\$ 88.800.000	\$ 22.440.000	\$ 24.000.000

**Tabla 5: Determinación del tamaño de la empresa en función al nivel de ventas
Disposición N° 147 Secretaría PyMes**

Asimismo, se entenderá por valor de las ventas totales anuales, el valor que surja del promedio de los últimos tres (3) años, a partir del último balance inclusive o información contable equivalente adecuadamente documentada. En los casos de empresas cuya antigüedad sea menor que la requerida para el cálculo establecido en el párrafo anterior, se considerará el promedio proporcional de ventas anuales verificado desde su puesta en marcha.

Se entiende por Ventas Totales Anuales los ingresos originados en la producción y comercialización de bienes, y en la prestación de servicios, netas de devoluciones y bonificaciones.

B) Clasificación

Con el objeto de definir el sector al cual pertenece una empresa determinada, se adopta la “Clasificación Nacional de Actividades Económicas del año 1997 (CLANAE 97) del Sistema Nacional de Nomenclaturas (SINN)” del INDEC²

Cuando una empresa tenga ventas por más de uno de los rubros establecidos en el cuadro, se considerará aquel cuyas ventas hayan sido las mayores durante el último año.

IV.2 Industria Harinera

Han sido seleccionadas las dos únicas firmas del rubro presentes en el recinto bursátil de tamaño megra (niveles de ventas superiores a los determinados para Pymes conforme a lo definido anteriormente).

IV.2.1 Morixe Hnos SACI. Empresa de larga trayectoria dentro del rubro, opera desde el año 1901 como uno de los principales molinos de la ciudad de Buenos Aires. Actualmente la industrialización fue trasladada a la localidad de Benito Juárez, Provincia de Buenos Aires.

² <http://www.industria.gob.ar/wp-content/uploads/2012/08/Clanae-1997.pdf>

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO Y PATRIMONIAL

(Valores expresados en miles de \$)

MORIXE HNOS SACI					
Sit. Patrimonial	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
P.N. (Valor Libros)	\$ 32.667.633	\$ 47.550.718	\$ 30.171.732	\$ 24.323.914	\$ 21.027.348
Deuda financiera y fiscal	\$ 49.999.814	\$ 41.054.287	\$ 15.792.733	\$ 2.129.834	\$ 3.307.296
Deuda Comercial	\$ 20.138.832	\$ 23.820.044	\$ 3.849.511	\$ 6.417.552	\$ 7.217.370
Solvencia	1,46	1,71	2,38	3,44	2,75
Endeudamiento	2,20	1,41	0,72	0,41	0,57
Inmovilización	2,9%	2,7%	5,7%	7,4%	6,5%
Deu Fin/Pas	69,7%	61,3%	72,4%	21,3%	27,5%
Deu Comer/Pas	28,1%	35,6%	17,6%	64,3%	60,1%

Tabla 6: Principales parámetros Situación Patrimonial Morixe Hnos

MORIXE HNOS SACI					
Sit. Financiera	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
Capital de Trabajo	10.725.368	33.287.950	5.990.795	6.767.679	7.899.269
EBITDA	-4.204.956	3.727.698	-1.573.637	-1.197.054	-648.295
EBITDA/VENTAS	-5,1%	8,1%	-5,2%	-3,9%	-1,9%
EBITDA / INTERESES	-1,0 veces	1,2 veces	-1,3 veces	-9,5 veces	-2,3 veces
Deuda Fin s/Vtas.Prom.	7,3 meses	10,8 meses	6,3 meses	0,8 meses	1,2 meses
Liquidez acida	1,21	1,22	1,18	1,57	1,70
Liquidez corriente	1,24	1,80	1,29	1,78	1,78
Liquidez seca	0,00	0,01	0,01	0,03	0,03
Liquidez teorica	0,54	2,47	2,26	1,10	0,99
Rotación de créditos	100,06 días	104 días	105 días	71 días	85 días
Rot de bienes de cambio	8,30 días	366 días	40 días	26 días	10 días
Rotación de deudas	200 días	190 días	64 días	88 días	96 días
Compras	36.785.179	45.749.797	21.869.629	26.488.211	27.482.670

Tabla 7: Principales parámetros Situación Financiera Morixe Hnos

MORIXE HNOS SACI					
Sit. Economica	2012	2011	2010	2009	2008
Ventas totales	\$ 82.073.470	\$ 45.823.219	\$ 30.156.089	\$ 30.562.540	\$ 34.331.561
ROS	-16,98%	11,91%	19,39%	10,81%	13,98%
Margen Operativo	-5,12%	8,13%	-5,22%	-3,92%	-1,89%
ROA	-9,30%	7,11%	12,79%	10,04%	13,96%
ROE	-42,65%	11,48%	19,38%	13,59%	22,83%

Tabla 8: Principales parámetros Situación Económica Morixe Hnos

Ratios de Liquidez									
	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	VH			
						2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
Capital de Trabajo	\$ 10.725.368	\$ 33.287.950	\$ 5.990.795	\$ 6.767.679	\$ 7.899.269	-68%	456%	-11%	-14%
Liquidez corriente	1,24	1,80	1,29	1,78	1,78	-31%	39%	-28%	0%
Liquidez acida	1,21	1,22	1,18	1,57	1,70	-1%	4%	-25%	-8%
Liquidez seca	0,00	0,01	0,01	0,03	0,03	-47%	74%	-81%	11%
Ratios de Endeudamiento									
	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	VH			
						2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
Endeudamiento	2,20	1,41	0,72	0,41	0,57	269%	95%	76%	-28%
Importancia del pasivo exigible	0,43	0,40	0,40	0,25	0,31	43%	-9%	59%	-18%
Solvencia	1,46	1,71	2,38	3,44	2,75	-30%	-28%	-31%	25%
Ratios de Rentabilidad									
	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	VH			
						2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
ROS	-17,0%	11,9%	19,4%	10,8%	14,0%	-242%	-39%	79%	-23%
ROE	-42,6%	11,5%	19,4%	13,6%	22,8%	-471%	-41%	43%	-40%
ROA	-9,3%	7,1%	12,8%	10,0%	14,0%	-231%	-44%	27%	-28%
Ratios de Rotación									
	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	VH			
						2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
Rotacion de mercaderias	8,30 días	365,85 días	39,71 días	26,21 días	9,68 días	-98%	821%	51%	171%
Rotacion de Cuentas a Cobrar	100,06 días	103,81 días	105,42 días	71,03 días	85,25 días	-4%	-2%	48%	-17%
Ciclo Operativo	108,36 días	469,66 días	145,14 días	97,25 días	94,94 días	-77%	224%	49%	2%
Rotacion de Cuentas a pagar	200 días	190 días	64 días	88 días	96 días	5%	196%	-27%	-8%
Desfasaje financiero	-91 días	280 días	81 días	9 días	-1 días	-133%	246%	818%	-1060%

Tabla 9: Ratios de interés Morixe Hnos

A los fines de nuestro análisis consideramos el período comprendido entre el año 2008-2012 durante los cuales observamos a nivel patrimonial que la estructura de inversión de la empresa ha estado constituida principalmente por Inversiones no corrientes y Otros créditos corrientes y no corrientes: Inversiones permanentes en sociedades controladas, Créditos en el corto plazo a favor de sociedades determinadas en artículo 33 de la Ley n° 19.550 (controladas y vinculadas) y Créditos en el largo plazo a cobrar en concepto de Compensaciones pendientes de aprobación y cobro de la UCESCI/Ex ONCCA por la venta de productos industriales derivados del trigo en el mercado interno.

En lo que respecta a su Pasivo, éste se vio incrementado durante los últimos dos años principalmente por aquellas malas cosechas que dificultaron la obtención de trigo a precios acordes. La firma comenzó a financiarse en mayor medida con deuda financiera realizando en el año 2012 la emisión de Obligaciones negociables.

En la faz económica, Morixe Hnos demuestra estar sujeta a las buenas campañas agrícolas y a la determinación fluctuante de los precios de su principal materia prima. Es por ello que la existencia de organismos regulatorios colabora en el desarrollo de la actividad industrial molinera.

Durante los años 2009-2010 se detectó un estancamiento en su nivel de ventas registrado, justificado en parte por el traslado de la antigua planta ubicada en el B° Caballito a la nueva planta en Benito Juárez. Ello generó la caída en la producción de harina fraccionada que no pudo ser reemplazada hasta tanto no se puso en marcha la nueva instalación.

En el mes de Febrero del año 2011, tras la disolución de la ONCCA, efectos adversos hicieron sentir la necesidad de contar con un nuevo organismo: vigilancia en el cobro de las compensaciones, menor capital de trabajo líquido, deterioro de las finanzas y mayor costo financiero por mayor endeudamiento.

Por otro lado, resaltamos la importancia de las compensaciones dentro de los ingresos por ventas, sus sucesivos atrasos en la liquidación de las mismas por parte de los organismos del Estado, convirtieron a la industria en financiadores del menor precio que llega a los consumidores.

Morixe Hnos venía operando de manera conjunta con una subsidiaria “Molinos Guglielmetti” a la cual absorbe tras la fusión ocurrida en el año 2012. Además, parte de su molienda es realizada también mediante asociaciones con otros molinos, este es el caso de Molino Fénix (ubicado en Laborde, Pcia de Cba) que realiza parte de la producción mediante contrato de fazón.

Durante el 2do semestre del año 2012, tras la finalización de las compensaciones que otorgaba el gobierno en forma de subsidio a industriales y operadores que vendieran en el mercado interno derivados del trigo, maíz, girasol y soja; surgen confusiones en la determinación del precio de referencia de la materia prima, aparece una desleal competencia en la venta de harinas y caen los precios por mayor oferta.

IV.2.2 Molinos Juan Semino SA. Empresa familiar con más de 150 años de trayectoria, hoy manejada por la 5ta y 6ta generación de Marcelino Semino. Se encuentra ubicado en Carcarañá, Pcia de Sta Fe y es uno de los 10 molinos más importantes del país.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO Y PATRIMONIAL

(Valores expresados en miles de \$)

Molinos Juan Semino SA						VH			
Sit. Patrimonial	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
P.N. (Valor Libros)	\$ 124.052.532	\$ 117.134.813	\$ 105.458.392	\$ 91.544.012	\$ 71.837.602	6%	11%	15%	27%
Deuda financiera y fiscal	\$ 29.174.065	\$ 36.783.632	\$ 31.006.350	\$ 15.412.552	\$ 13.755.255	-21%	19%	101%	12%
Deuda Comercial	\$ 17.076.078	\$ 9.354.898	\$ 7.059.520	\$ 9.225.998	\$ 16.610.604	83%	33%	-23%	-44%
Solvencia	3,36	3,28	3,46	4,12	3,06	3%	-5%	-16%	35%
Endeudamiento	0,42	0,44	0,41	0,32	0,49	-4%	8%	27%	-34%
Inmovilización	59,8%	57,0%	47,1%	41,1%	34,4%	5%	21%	14%	20%
Deu Fin/Pas	55,5%	71,5%	72,4%	52,5%	39,4%	-22%	-1%	38%	33%
Deu Comer/Pas	32,5%	18,2%	16,5%	31,4%	47,6%	79%	10%	-48%	-34%

Tabla 10: Principales parámetros Situación Patrimonial Juan Semino SA

Molinos Juan Semino SA						VH			
Sit. Financiera	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
Capital de Trabajo	29.007.761	33.263.446	52.137.359	43.057.418	30.058.224	-13%	-36%	21%	43%
EBITDA	16.473.311	14.126.884	19.310.117	31.852.248	13.866.654	17%	-27%	-39%	130%
EBITDA/VENTAS	9,2%	9,6%	16,8%	30,3%	12,1%	-5%	-43%	-45%	151%
EBITDA / INTERESES	10,0 veces	14,5 veces	25,0 veces	63,6 veces	39,9 veces	-31%	-42%	-61%	60%
Deuda Fin s/Vtas Prom	2,0 meses	3,0 meses	3,2 meses	1,8 meses	1,4 meses	-35%	-7%	84%	23%
Liquidez acida	1,31	1,20	2,54	1,79	1,37	9%	-53%	42%	30%
Liquidez corriente	1,83	2,08	3,52	2,91	1,91	-12%	-41%	21%	53%
Liquidez seca	0,36	0,18	1,14	1,05	0,47	95%	-84%	8%	126%
Liquidez teorica	2,32	5,21	4,40	4,21	2,36	-56%	18%	5%	78%
Rotación de créditos	64,97 días	62 días	62 días	58 días	85 días	5%	0%	7%	-33%
Rot de bienes de cambio	49,07 días	90 días	95 días	167 días	76 días	-45%	-6%	-43%	121%
Rotación de deudas	49 días	29 días	36 días	53 días	68 días	69%	-19%	-33%	-22%
Compras	126.614.117	117.522.672	72.154.147	63.032.579	88.973.442	8%	63%	14%	-29%

Tabla 11: Principales parámetros Situación Financiera Juan Semino SA

Molinos Juan Semino SA						VH			
Sit. Economica	2012	2011	2010	2009	2008	2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
Ventas totales	\$ 179.453.756	\$ 146.627.495	\$ 114.833.374	\$ 105.018.503	\$ 114.885.979	22%	28%	9%	-9%
Ventas promedio	\$ 14.954.480	\$ 12.218.958	\$ 9.569.448	\$ 8.751.542	\$ 9.573.832	22%	28%	9%	-9%
ROS	4,37%	8,42%	12,91%	19,42%	11,68%	-48%	-35%	-34%	66%
Margen Operativo	9,18%	9,63%	16,82%	30,33%	12,07%	-5%	-43%	-45%	151%
ROA	5,21%	7,85%	10,24%	17,17%	12,82%	-34%	-23%	-40%	34%
ROE	6,33%	10,54%	14,06%	22,28%	18,68%	-40%	-25%	-37%	19%

Tabla 12: Principales parámetros Situación Económica Juan Semino SA

Ratios de Liquidez									
	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	VH			
						2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
Capital de Trabajo	\$ 29.007.761	\$ 33.263.446	\$ 52.137.359	\$ 43.057.418	\$ 30.058.224	-13%	-36%	21%	43%
Liquidez corriente	1,83	2,08	3,52	2,91	1,91	-12%	-41%	21%	53%
Liquidez acida	1,31	1,20	2,54	1,79	1,37	9%	-53%	42%	30%
Liquidez seca	0,36	0,18	1,14	1,05	0,47	95%	-84%	8%	126%
Ratios de Endeudamiento									
	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	VH			
						2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
Endeudamiento	0,42	0,44	0,41	0,32	0,49	-4%	8%	27%	-34%
Importancia del pasivo exigible	0,20	0,18	0,14	0,19	0,31	9%	31%	-25%	-40%
Solvencia	3,36	3,28	3,46	4,12	3,06	3%	-5%	-16%	35%
Ratios de Rentabilidad									
	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	VH			
						2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
ROS	4,4%	8,4%	12,9%	19,4%	11,7%	-48%	-35%	-34%	66%
ROE	6,3%	10,5%	14,1%	22,3%	18,7%	-40%	-25%	-37%	19%
ROA	5,2%	7,9%	10,2%	17,2%	12,8%	-34%	-23%	-40%	34%
Ratios de Rotación									
	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008	VH			
						2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008
Rotacion de mercaderías	49,07 días	89,78 días	95,49 días	167,29 días	75,77 días	-45%	-6%	-43%	121%
Rotacion de Cuentas a Cobrar	64,97 días	61,71 días	61,67 días	57,59 días	85,38 días	5%	0%	7%	-33%
Ciclo Operativo	114,04 días	151,49 días	157,16 días	224,88 días	161,15 días	-25%	-4%	-30%	40%
Rotacion de Cuentas a pagar	49 días	29 días	36 días	53 días	68 días	69%	-19%	-33%	-22%
Desfasaje financiero	65 días	122 días	121 días	171 días	93 días	-47%	1%	-29%	84%

Tabla 13: Ratios de interés Juan Semino SA

En el siguiente análisis también tomamos el período de cinco años comprendido entre el 2008-2012. Molinos Juan Semino registra a lo largo del tiempo una alta incidencia de sus Bienes de Uso dentro de su activo total (los cuales han crecido significativamente a partir del año 2010 tras nuevas inversiones financiadas con deudas bancarias). Destacamos a su vez, la importante política de stocks llevada adelante por la firma basada en oportunidades de compras de materia prima a precios convenientes sin perder foco en lo que ellos consideran lo más relevante, la calidad industrial requerida del trigo.

Molinos Juan Semino ha demostrado contar con capacidad suficiente para hacer frente a sus deudas financiándose en mayor proporción con Capital propio y en menor medida con sus proveedores. Su apalancamiento financiero creció a partir del 2010 tras la aprobación del directorio de un plan de inversiones y de mantenimiento permanente de su planta productiva y, otorgamiento de un crédito hipotecario por el Banco Nación.

En la faz económica, Molinos Juan Semino denota una favorable evolución comercial atravesando y subsistiendo las crisis y sucesos acaecidos en algunos años (año 2008-2009: crisis sector agropecuario/crisis internacional, campaña 2011-2012: dificultades en la determinación del precio del trigo por mala cosecha, año 2011: disolución ONCCA y sucesivas consecuencias, etc).

IV.2.3 Conclusiones

Tras haber realizado el estudio minucioso del sector harinero y con el objetivo de demostrar la importancia de indagar más allá de lo que indican los principales ratios de interés, inferimos:

- La importancia de conocer sobre la política de stock de materia prima que mantiene la empresa dentro del rubro. Las empresas analizadas adoptaron distintos criterios justificados. Destacamos que la capacidad instalada y nivel de acopio de la industria influye en dicha política. Resultados por tenencia positivos y conveniencia de precios en la compra del trigo, favorecen aquellas firmas que con criterio prudente aprovechan dichas oportunidades.

Dicha política influye sobre el monto expuesto en su activo como Bienes de cambio (incluida la materia prima en este caso, trigo) y determinación de su Capital de trabajo y Liquidez.

POLÍTICA DE STOCK - Conservadora Vs. Agresiva					
CONCEPTOS - AÑO	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
MORIXE					
Bienes de Cambio	\$ 1.353.736	\$ 24.065.354	\$ 2.325.295	\$ 1.827.824	\$ 789.248
JUAN SEMINO					
Bienes de Cambio	\$ 18.225.594	\$ 27.193.140	\$ 20.225.127	\$ 25.378.105	\$ 17.717.543
MORIXE					
Capital de Trabajo	-\$ 8.108.341	\$ 33.287.950	\$ 5.990.795	\$ 6.767.679	\$ 7.899.269
JUAN SEMINO					
Capital de Trabajo	\$ 29.007.761	\$ 33.263.446	\$ 52.137.359	\$ 43.057.418	\$ 30.058.224
MORIXE					
Liquidez corriente	0,82	1,80	1,29	1,78	1,78
Liquidez acida	0,75	1,22	1,18	1,57	1,70
Liquidez seca	0,00	0,01	0,01	0,03	0,03
JUAN SEMINO					
Liquidez corriente	1,83	2,08	3,52	2,91	1,91
Liquidez acida	1,31	1,20	2,54	1,79	1,37
Liquidez seca	0,36	0,18	1,14	1,05	0,47

Tabla 14: Conceptos incididos por la política de Stock de MP

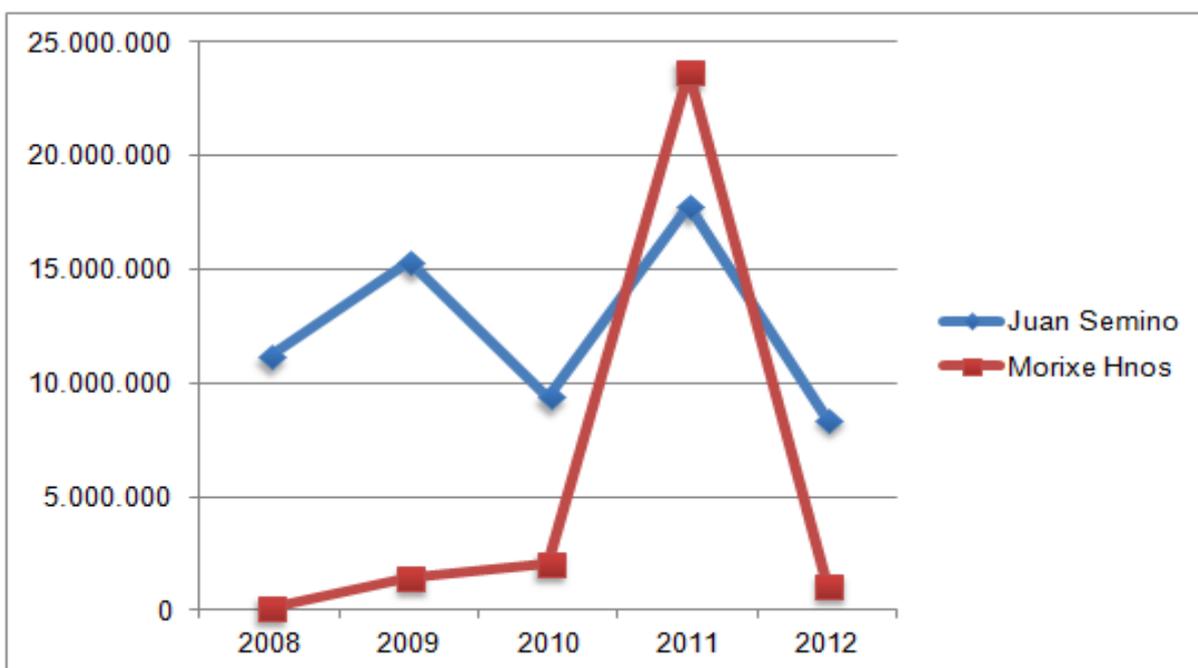


Gráfico 8: Política de stock de trigo sector molinero

- Intervención estatal tanto en el mercado del trigo como en el sector harinero. En ambos casos se detectó la incertidumbre en sus proyecciones relacionadas a su producción, factores climáticos, precios determinados internacionalmente y política comercial que inciden en la disponibilidad de trigo. Por otro lado, circunstancias excepcionales pueden favorecer al sector con subsidios de estimulación a la venta en el mercado interno de productos derivados. En el largo plazo, sucesivos atrasos en sus cobros convierten al productor en financiador del menor precio de venta al consumidor.³

- Capacidad productiva: Hacemos hincapié en la cantidad de toneladas de trigo que la empresa puede moler conforme a su parque industrial. Observamos que existen casos de empresas que mantienen contratos con otros molinos para lograr sus niveles de producción esperados y/o mejorar la calidad de sus productos y satisfacer la demanda con menores costos y en menor tiempo con el fin de llegar a lugares que no se encuentran cercanos a su planta industrial. Es el caso de Morixe Hnos que posee alianzas con molinos ubicados en otras provincias.

CAPACIDAD PRODUCTIVA - Parque de maquinarias (Bienes de Uso)					
CONCEPTOS - AÑO	2.012	2.011	2.010	2.009	2.008
MORIXE					
Bienes de Uso	\$ 3.019.512	\$ 3.035.181	\$ 2.965.664	\$ 2.522.549	\$ 2.147.837
JUAN SEMINO					
Bienes de Uso	\$ 105.624.828	\$ 96.173.710	\$ 69.800.633	\$ 49.700.603	\$ 36.706.680

Tabla 15: Capacidad productiva por empresa. Tercerización de parte de la producción

³ En los balances de las empresas analizadas, no se expone la forma de cálculo de las compensaciones otorgadas a través de la Res N°9/2007 ni, sus modificaciones tras la disolución de la ONCCA en 2011. Destacamos la importancia de indagar sobre el tema a las empresas que hayan contado con dicho beneficio.

Capítulo V: Análisis de estados contables – Aplicación práctica Desarrollistas Inmobiliarios.

Para analizar este sector también hemos seleccionado empresas megra con cotización de sus acciones en la bolsa:

V.1 IRSA (Inversiones y Representaciones SA). De capitales argentinos, IRSA junto a otras empresas a las cuales controla, forma una de los grupos inmobiliarios más grandes del país, propietario de los principales centros comerciales de Argentina.

La firma cuenta con la explotación de seis unidades de negocios: a) alquiler de oficinas, b) alquiler de centros comerciales, c) venta de inmuebles para vivienda, d) operaciones en hoteles de lujo, e) compra de tierras para su desarrollo o venta de parcelas y f) financiación.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO Y PATRIMONIAL

(Valores expresados en miles de \$)

IRSA SA						VH			
Sit. Patrimonial	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
P.N. (Valor Libros)	\$ 2.745.538	\$ 2.335.279	\$ 2.481.815	\$ 2.403.046	\$ 2.095.662	18%	-6%	3%	15%
Deuda financiera y fiscal	\$ 2.242.116	\$ 1.961.827	\$ 1.815.936	\$ 1.109.391	\$ 766.171	14%	8%	64%	45%
Deuda Comercial	\$ 48.107	\$ 20.042	\$ 18.734	\$ 22.715	\$ 20.187	140%	7%	-18%	13%
Solvencia	2,18	2,09	2,29	2,93	3,37	4%	-9%	-22%	-13%
Endeudamiento	0,85	0,92	0,78	0,52	0,42	-8%	19%	50%	23%
Inmovilización	16,0%	20,0%	21,3%	26,3%	27,8%	-20%	-6%	-19%	-5%
Deu Fin/Pas	96,1%	91,3%	94,2%	89,2%	86,7%	5%	-3%	6%	3%
Deu Comer/Pas	2,1%	0,9%	1,0%	1,8%	2,3%	121%	-4%	-47%	-20%

Tabla 16: Principales parámetros Situación Patrimonial IRSA SA

IRSA SA						VH			
Sit. Financiera	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Capital de Trabajo	-132.289	-401.051	-384.849	-233.060	80.981	-67%	4%	65%	-388%
EBITDA	122.982	180.453	125.395	191.311	201.331	-32%	44%	-34%	-5%
EBITDA/VENTAS	43,4%	52,5%	42,0%	57,2%	51,0%	-17%	25%	-27%	12%
EBITDA / INTERESES	0,5 veces	0,8 veces	0,8 veces	2,2 veces	1663,9 veces	-34%	8%	-66%	-100%
Deuda Fin s/Vtas Prom	95,0 meses	68,4 meses	73,0 meses	39,8 meses	23,3 meses	39%	-6%	83%	71%
Liquidez acida	0,74	0,29	0,32	0,45	1,29	158%	-12%	-28%	-65%
Liquidez corriente	0,75	0,30	0,35	0,52	1,38	152%	-14%	-34%	-62%
Liquidez seca	0,26	0,17	0,12	0,17	0,63	51%	45%	-32%	-72%
Liquidez teorica	1,49	0,86	1,50	2,39	-35,64	73%	-42%	-37%	-107%
Rotación de créditos	225,51 días	48 días	72 días	51 días	52 días	371%	-33%	40%	0%
Rot de bienes de cambio	14,47 días	21 días	38 días	135 días	40 días	-32%	-45%	-72%	241%
Rotación de deudas	161 días	80 días	73 días	78 días	-3 días	101%	9%	-6%	-3143%
Compras	108.823	91.219	93.129	106.433	-2.878.747	19%	-2%	-12%	-104%

Tabla 17: Principales parámetros Situación Financiera IRSA SA

IRSA SA						VH			
Sit. Económica	2013	2012	2011	2010	2009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Ventas totales	\$ 283.124	\$ 344.010	\$ 298.661	\$ 334.301	\$ 394.472	-18%	15%	-11%	-15%
Ventas promedio	\$ 23.594	\$ 28.668	\$ 24.888	\$ 27.858	\$ 32.873	-18%	15%	-11%	-15%
ROS	84,30%	81,42%	94,46%	100,06%	40,21%	4%	-14%	-6%	149%
Margen Operativo	33,12%	45,88%	34,07%	49,78%	45,58%	-28%	35%	-32%	9%
ROA	11,70%	11,77%	9,88%	11,21%	10,34%	-1%	19%	-12%	8%
ROE	8,69%	11,99%	11,37%	13,92%	7,57%	-28%	6%	-18%	84%

Tabla 18: Principales parámetros Situación Económica IRSA SA

Ratios de Liquidez										
						VH				
						2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009					
Capital de Trabajo	-\$ 132.289	-\$ 401.051	-\$ 384.849	-\$ 233.060	\$ 80.981	-67%	4%	65%	-388%	
Liquidez corriente	0,75	0,30	0,35	0,52	1,38	152%	-14%	-34%	-62%	
Liquidez acida	0,74	0,29	0,32	0,45	1,29	158%	-12%	-28%	-65%	
Liquidez seca	0,26	0,17	0,12	0,17	0,63	51%	45%	-32%	-72%	
Ratios de Endeudamiento										
						VH				
						2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009					
Endeudamiento	0,85	0,92	0,78	0,52	0,42	-8%	19%	50%	23%	
Importancia del pasivo exigible	0,10	0,13	0,13	0,13	0,07	-19%	-5%	0%	85%	
Solvencia	2,18	2,09	2,29	2,93	3,37	4%	-9%	-22%	-13%	
Ratios de Rentabilidad										
						VH				
						2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009					
ROS	84,3%	81,4%	94,5%	100,1%	40,2%	4%	-14%	-6%	149%	
ROE	8,7%	12,0%	11,4%	13,9%	7,6%	-28%	6%	-18%	84%	
ROA	11,7%	11,8%	9,9%	11,2%	10,3%	-1%	19%	-12%	8%	
Ratios de Rotación										
						VH				
						2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009					
Rotacion de mercaderías	14,47 días	21,14 días	38,14 días	135,00 días	39,55 días	-32%	-45%	-72%	241%	
Rotacion de Cuentas a Cobrar	225,51 días	47,90 días	71,77 días	51,44 días	51,68 días	371%	-33%	40%	0%	
Ciclo Operativo	239,98 días	69,04 días	109,92 días	186,45 días	91,23 días	248%	-37%	-41%	104%	
Rotacion de Cuentas a pagar	161 días	80 días	73 días	78 días	-3 días	101%	9%	-6%	-3143%	
Desfasaje financiero	79 días	-11 días	36 días	109 días	94 días	-805%	-131%	-66%	16%	

Tabla 19: Ratios de interés IRSA SA

Para el análisis de las tres empresas del sector, tomamos el período comprendido entre el 2009-2013. Destacamos que al igual que el automotriz, el sector inmobiliario se ve afectado de manera cíclica por las crisis temporarias que afectan a la economía del país, incida por los vaivenes sociales, políticos y económicos. No obstante, las grandes empresas seleccionadas han sabido

hacer frente a las distintas situaciones por las que tuvo que atravesar el país y a las crisis internacionales que afectaron la economía.

Observamos que la empresa bajo análisis a lo largo del tiempo ha demostrado contar con una estructura de inversión estable y sin grandes variaciones basada principalmente en Inversiones a largo plazo (participaciones en proyectos nuevos de inversión y acciones en varias empresas).

Su mayor financiamiento proviene de instrumentos financieros tales como las obligaciones negociables emitidas en el 2007 con vencimiento en 2017 dentro del marco del “Programa Global Emisión de Obligaciones negociables” por un valor nominal de hasta USD 200 millones autorizado por la Comisión Nacional de Valores. El capital será pagado íntegramente al vencimiento y las ON incluyen ciertos convenants como ser la restricción al pago de dividendos de acuerdo a determinados límites. En el año 2010, se aprobó la ampliación del valor nominal máximo del programa hasta un monto de USD 400 millones con vencimiento en Julio del 2020.

A nivel económico la empresa ha subsistido a la inestabilidad exponiendo que el Real Estate continúa siendo el destino elegido de las familias e inversores para depositar sus ahorros. Además dado el bajo nivel de acceso al crédito que existe hoy en nuestro país, infieren que en el largo plazo existirá un potencial crecimiento de los valores inmobiliarios porque la amplia mayoría de las propiedades carecen de endeudamiento y existe un déficit habitacional en el país que supera los 4 millones de viviendas. En breve, planes políticos que impulsen la proporción de mayor facilidad de acceso a créditos hipotecarios viables y una mejor distribución de los ingresos que permitan romper con las barreras de crecimiento de las familias, lograrían un crecimiento potencial del sector.

Los mayores ingresos de la empresa están dados por las adquisiciones, explotación y alquiler de centros comerciales distribuidos en todo el país. Su constante expansión ha estado impulsado por la inflación en constante crecimiento a lo largo de los años que incrementó el consumo.

IRSA demostró su rebrote de crecimiento a partir del 2010. Durante el año 2009 aún existían secuelas de la crisis internacional observándose: vacancia de oficinas en alquiler e incremento de la tasa de morosidad dado el deterioro del salario real sumado al incremento de los costos de financiación (sector financiero). Dicho contexto internacional volátil generó oportunidades de adquisición o desarrollo del Real Estate fuera del país.

Durante los años siguientes hasta la segunda mitad del 2012, mejoró el nivel de actividad y consumo, la firma tuvo una fuerte generación de caja, mejoró la calidad de sus activos, su endeudamiento estuvo acorde a su patrimonio y contó con la experiencia suficiente para aprovechar oportunidades de mercado (adquisiciones en el exterior).

Para mediados del 2012 y principios del 2013 se intensificaron las restricciones a los movimientos de capitales entre Argentina y el exterior junto a las restricciones a la adquisición de moneda extranjera. El sector debió adaptarse al contexto y continuar creciendo con altibajos dentro de cada uno de sus segmentos explotados.

V.2 CAPUTO SA. Los orígenes de la compañía se remontan a 1938, año en que el Sr. Nicolás Caputo fundó Nicolás Caputo Sociedad Anónima de Edificación. Desde sus inicios, se dedicó a la ejecución de obras públicas y privadas, prestando servicios a empresas de máximo nivel en los distintos sectores de la economía. Hoy, 75 años después de su nacimiento, continúa al frente de la empresa la tercera generación de sus descendientes.

CAPUTO al igual que IRSA y DYCASA es una empresa de gran envergadura que cuenta con la explotación de más de una unidad de negocio: a) Licitaciones públicas y privadas (desarrollando principalmente obras civiles) y b) Desarrollos inmobiliarios. Cuenta con sucursales en Chile, Perú y Uruguay.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO Y PATRIMONIAL

(Valores en miles de \$)

CAPUTO SA						VH			
Sit. Patrimonial	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
P.N. (Valor Libros)	\$ 135.895.659	\$ 126.936.329	\$ 109.263.618	\$ 83.711.431	\$ 84.658.920	7%	16%	31%	-1%
Deuda financiera y fiscal	\$ 47.237.249	\$ 43.838.274	\$ 34.600.206	\$ 6.958.279	\$ 8.042.577	8%	27%	397%	-13%
Deuda Comercial	\$ 75.425.759	\$ 80.131.505	\$ 64.872.871	\$ 33.823.291	\$ 42.840.404	-6%	24%	92%	-21%
Solvencia	1,54	1,68	1,62	2,11	1,97	-8%	3%	-23%	7%
Endeudamiento	1,87	1,48	1,60	0,90	1,03	26%	-8%	78%	-13%
Inmovilización	1,3%	1,3%	1,5%	1,3%	1,0%	2%	-15%	19%	25%
Deu Fin/Pas	18,6%	23,4%	19,7%	9,2%	9,2%	-20%	18%	114%	0%
Deu Comer/Pas	29,7%	42,7%	37,0%	45,0%	49,1%	-30%	15%	-18%	-8%

Tabla 20: Principales parámetros Situación Patrimonial CAPUTO SA

CAPUTO SA						VH			
Sit. Financiera	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Capital de Trabajo	41.671.721	60.222.494	65.359.774	38.752.482	61.245.295	-31%	-8%	69%	-37%
EBITDA	10.467.779	9.379.058	29.484.094	24.724.995	13.439.579	12%	-68%	19%	84%
EBITDA/VENTAS	1,8%	2,2%	7,1%	8,4%	5,0%	-16%	-69%	-15%	67%
EBITDA / INTERESES	2,2 veces	1,9 veces	13,8 veces	57,5 veces	19,4 veces	19%	-86%	-76%	197%
Deuda Fin s/Vtas Prom.	1,0 meses	1,2 meses	1,0 meses	0,3 meses	0,4 meses	-19%	23%	253%	-21%
Liquidez acida	1,16	1,35	1,44	1,59	1,47	-14%	-7%	-9%	8%
Liquidez corriente	1,17	1,35	1,45	1,63	1,78	-13%	-7%	-11%	-8%
Liquidez seca	0,28	0,25	0,28	0,39	0,76	10%	-11%	-28%	-49%
Liquidez teorica	2,48	2,03	2,17	1,69	1,82	22%	-6%	28%	-7%
Rotación de créditos	132,18 días	156 días	149 días	91 días	80 días	-15%	5%	62%	15%
Rot de bienes de cambio	1,92 días	0 días	1 días	4 días	39 días	780%	-78%	-76%	-89%
Rotación de deudas	54 días	77 días	69 días	57 días	65 días	-30%	11%	22%	-13%
Compras	510.100.827	381.325.420	342.809.232	217.977.309	239.730.062	34%	11%	57%	-9%

Tabla 21: Principales parámetros Situación Financiera CAPUTO SA

CAPUTO SA						VH			
Sit. Economica	2013	2012	2011	2010	2009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Ventas totales	\$ 566.528.635	\$ 428.431.877	\$ 414.719.615	\$ 294.460.545	\$ 267.883.675	32%	3%	41%	10%
Ventas promedio	\$ 47.210.720	\$ 35.702.656	\$ 34.559.968	\$ 24.538.379	\$ 22.323.640	32%	3%	41%	10%
ROS	4,31%	6,04%	7,61%	10,52%	6,64%	-29%	-21%	-28%	58%
Margen Operativo	1,59%	2,01%	6,92%	8,17%	4,61%	-21%	-71%	-15%	77%
ROA	7,04%	9,25%	11,58%	19,66%	10,74%	-24%	-20%	-41%	83%
ROE	17,96%	20,38%	28,88%	36,99%	21,00%	-12%	-29%	-22%	76%

Tabla 22: Principales parámetros Situación Económica CAPUTO SA

Ratios de Liquidez									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Capital de Trabajo	\$ 41.671.721	\$ 60.222.494	\$ 65.359.774	\$ 38.752.482	\$ 61.245.295	-31%	-8%	69%	-37%
Liquidez corriente	1,17	1,35	1,45	1,63	1,78	-13%	-7%	-11%	-8%
Liquidez acida	1,16	1,35	1,44	1,59	1,47	-14%	-7%	-9%	8%
Liquidez seca	0,28	0,25	0,28	0,39	0,76	10%	-11%	-28%	-49%
Ratios de Endeudamiento									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Endeudamiento	1,87	1,48	1,60	0,90	1,03	26%	-8%	78%	-13%
Importancia del pasivo exigible	0,61	0,55	0,51	0,38	0,46	11%	7%	33%	-16%
Solvencia	1,54	1,68	1,62	2,11	1,97	-8%	3%	-23%	7%
Ratios de Rentabilidad									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
ROS	4,3%	6,0%	7,6%	10,5%	6,6%	-29%	-21%	-28%	58%
ROE	18,0%	20,4%	28,9%	37,0%	21,0%	-12%	-29%	-22%	76%
ROA	7,0%	9,3%	11,6%	19,7%	10,7%	-24%	-20%	-41%	83%
Ratios de Rotación									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Rotacion de mercaderías	1,92 días	0,22 días	1,00 días	4,24 días	39,08 días	780%	-78%	-76%	-89%
Rotacion de Cuentas a Cobrar	132,18 días	155,80 días	148,63 días	91,48 días	79,88 días	-15%	5%	62%	15%
Ciclo Operativo	134,10 días	156,01 días	149,63 días	95,72 días	118,97 días	-14%	4%	56%	-20%
Rotacion de Cuentas a pagar	54 días	77 días	69 días	57 días	65 días	-30%	11%	22%	-13%
Desfasaje financiero	80 días	79 días	81 días	39 días	54 días	1%	-2%	106%	-27%

Tabla 23: Ratios de interés CAPUTO SA

Durante el período bajo análisis (2009-2013) se demostró una relativa estabilidad en su nivel de actividad y resultados los cuales sufrieron mayores variaciones en los últimos meses del 2012 y 2013.

CAPUTO opera con una estructura de inversión basada en Créditos por Ventas corrientes e Inversiones en el largo plazo. Se financia principalmente con sus proveedores excepto al cierre del último ejercicio (año 2013) que se registró un crecimiento de los Anticipos otorgados por los clientes.

Conforme a la performance registrada en la economía del sector, denotamos cambios importantes generados recién a partir del año 2010 durante el cual comenzaron a notarse mejoras en el nivel de actividad y

resultados de inversiones luego de la crisis internacional y la crisis del campo en nuestro país.

Los costos administrativos se vieron incrementados paulatinamente a lo largo del tiempo dado el importante incremento del nivel general de precios, costos de remuneración y apertura de nueva Sucursal en Uruguay (año 2011).

El 2012 fue uno de los peores años dentro del sector de la construcción en una década, disminuyeron los permisos para iniciar obras y junto a la mayor oferta de unidades terminadas y al cepo cambiario se freno el inicio de nuevos proyectos. El sector atravesó por un período de alta competencia durante el cual se debieron disminuir los precios de las ofertas para mantener la cartera a pesar de los incrementos suscitados en los costos de algunos contratos.

Por otro lado y dada la explotación del segmento “Construcción de obras públicas” se esperaba el repunte de inversiones en obras civiles para el próximo año (elecciones legislativas) no obstante el sector continuó estando influenciado por aquellas variables económicas que generan alta incertidumbre.

Durante el 2013 la construcción tuvo un desempeño aceptable con alta incidencia de obras públicas como así también del segmento comercial y de oficinas. La venta de viviendas permaneció más estable y se observó una caída general de la actividad inmobiliaria.

Según lo expuesto desde la empresa y ante los constantes cambios suscitados a lo largo del tiempo en materia económica, sus contratos con terceros preveían mecanismos de ajustes de precios que cubren una parte importante del incremento de los costos. A pesar de ello, el contexto económico afectó su rentabilidad por ajustes de costos no cubiertos como así también, por la caída de la productividad de la mano de obra afectada por la provisión irregular de materiales (incrementó de precios de la materia prima).

V.3 DYCASA SA. Empresa argentina que desde hace más de 45 años se dedica a la construcción de grandes obras y a la explotación de concesiones de obras públicas, de forma directa como también a través de sociedades participadas.

Desarrolla su actividad en todo el territorio del país y también en países limítrofes. Se desempeña tanto en el sector público como en el privado.

A los fines de impartir conclusiones referidas al sector de empresas constructoras/desarrollistas inmobiliarias a continuación realizamos el último análisis de balances.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO Y PATRIMONIAL

(Valores expuestos en miles de \$)

DYCASA SA						VH			
Sit. Patrimonial	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
P.N. (Valor Libros)	\$ 159.245.835	\$ 147.295.806	\$ 173.956.671	\$ 161.728.029	\$ 149.578.033	8%	-15%	8%	8%
Deuda financiera y fiscal	\$ 86.628.631	\$ 46.361.036	\$ 14.842.252	\$ 13.515.822	\$ 25.684.162	87%	212%	10%	-47%
Deuda Comercial	\$ 201.339.583	\$ 150.718.611	\$ 92.557.544	\$ 92.800.782	\$ 80.479.206	34%	63%	0%	15%
Solvencia	1,33	1,40	1,65	1,72	2,04	-5%	-16%	-4%	-16%
Endeudamiento	3,03	2,52	1,53	1,40	0,96	20%	65%	9%	45%
Inmovilización	4,2%	5,0%	4,7%	5,3%	6,3%	-15%	6%	-11%	-16%
Deu Fin/Pas	17,9%	12,5%	5,6%	6,0%	17,8%	44%	124%	-7%	-67%
Deu Comer/Pas	41,7%	40,5%	34,8%	41,0%	55,9%	3%	17%	-15%	-27%

Tabla 24: Principales parámetros Situación Patrimonial DYCASA SA

DYCASA SA						VH			
Sit Financiera	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Capital de Trabajo	154.914.420	157.601.846	199.253.672	139.149.546	117.031.471	-2%	-21%	43%	19%
EBITDA	22.233.534	-28.008.000	40.859.925	23.149.032	47.477.688	-179%	-169%	77%	-51%
EBITDA/VENTAS	2,3%	-4,3%	7,0%	4,6%	8,9%	-154%	-161%	52%	-48%
EBITDA / INTERESES	1,6 veces	-4,6 veces	10,6 veces	4,7 veces	19,0 veces	-134%	-143%	124%	-75%
Deuda Fin s/Vtas.Prom.	1,1 meses	0,8 meses	0,3 meses	0,3 meses	0,6 meses	27%	179%	-6%	-44%
Liquidez acida	1,30	1,36	1,81	1,50	1,68	-4%	-25%	21%	-11%
Liquidez corriente	1,36	1,54	2,09	1,68	1,82	-11%	-27%	24%	-8%
Liquidez seca	0,08	0,06	0,44	0,20	0,12	37%	-86%	120%	65%
Liquidez teorica	2,38	2,78	2,88	3,17	2,78	-14%	-3%	-9%	14%
Rotación de créditos	193,01 días	209 días	149 días	201 días	153 días	-8%	41%	-26%	31%
Rot de bienes de cambio	11,47 días	30 días	37 días	30 días	16 días	-62%	-18%	23%	86%
Rotación de deudas	86 días	86 días	64 días	73 días	61 días	0%	33%	-12%	20%
Compras	856.041.326	639.860.442	524.170.155	464.386.835	481.409.498	34%	22%	13%	-4%

Tabla 25: Principales parámetros Situación Financiera DYCASA SA

DYCASA SA						VH			
Sit. Economica	2013	2012	2011	2010	2009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Ventas totales	\$ 959.792.583	\$ 654.625.503	\$ 585.640.778	\$ 503.112.564	\$ 533.875.428	47%	12%	16%	-6%
Ventas promedio	\$ 79.982.715	\$ 54.552.125	\$ 48.803.398	\$ 41.926.047	\$ 44.489.619	47%	12%	16%	-6%
ROS	1,25%	-1,44%	3,20%	3,97%	2,54%	-187%	-145%	-19%	56%
Margen Operativo	1,92%	-4,91%	5,37%	3,59%	7,44%	-139%	-191%	50%	-52%
ROA	3,71%	-0,85%	5,04%	6,02%	5,32%	-539%	-117%	-16%	13%
ROE	7,50%	-6,39%	10,77%	12,34%	9,06%	-217%	-159%	-13%	36%

Ratios de Liquidez										
						VH				
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
Capital de Trabajo	\$ 154.914.420	\$ 157.601.846	\$ 199.253.672	\$ 139.149.546	\$ 117.031.471	-2%	-21%	43%	19%	
Liquidez corriente	1,36	1,54	2,09	1,68	1,82	-11%	-27%	24%	-8%	
Liquidez acida	1,30	1,36	1,81	1,50	1,68	-4%	-25%	21%	-11%	
Liquidez seca	0,08	0,06	0,44	0,20	0,12	37%	-86%	120%	65%	

Ratios de Endeudamiento										
						VH				
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
Endeudamiento	3,03	2,52	1,53	1,40	0,96	20%	65%	9%	45%	
Importancia del pasivo exigible	0,66	0,57	0,41	0,53	0,48	17%	37%	-21%	9%	
Solvencia	1,33	1,40	1,65	1,72	2,04	-5%	-16%	-4%	-16%	

Ratios de Rentabilidad										
						VH				
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
ROS	1,2%	-1,4%	3,2%	4,0%	2,5%	-187%	-145%	-19%	56%	
ROE	7,5%	-6,4%	10,8%	12,3%	9,1%	-217%	-159%	-13%	36%	
ROA	3,7%	-0,8%	5,0%	6,0%	5,3%	-539%	-117%	-16%	13%	

Ratios de Rotación										
						VH				
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
Rotacion de mercaderias	11,47 días	30,17 días	36,88 días	29,91 días	16,08 días	-62%	-18%	23%	86%	
Rotacion de Cuentas a Cobrar	193,01 días	209,13 días	148,52 días	201,47 días	153,39 días	-8%	41%	-26%	31%	
Ciclo Operativo	204,47 días	239,30 días	185,40 días	231,38 días	169,46 días	-15%	29%	-20%	37%	
Rotacion de Cuentas a pagar	86 días	86 días	64 días	73 días	61 días	0%	33%	-12%	20%	
Desfasaje financiero	119 días	153 días	121 días	158 días	108 días	-23%	27%	-24%	46%	

Tabla 26: Principales parámetros Situación Económica DYCASA SA

Tabla 27: Ratios de interés DYCASA SA

La estructura de inversión de Dycasa está basada en Créditos por ventas los cuales siguieron un crecimiento al ritmo de sus ventas. Respecto a su pasivo, al inicio del período bajo análisis (2009-2010) se financiaba principalmente con capital propio reestructurándose su pasivo en los años siguientes tras tomar deudas mayormente con sus proveedores.

Durante el período de análisis la empresa no ha sido incidida por la crisis internacional ni la caída en el nivel de actividad ocurrida a partir del 2012 no obstante desatacamos que dentro del sector, estamos analizando firmas de gran envergadura con negocios diversificados tantos en el sector público como privado que logran controlar sus riesgos y aprovechar las oportunidades que se van presentando en el mercado según la situación de la economía.

Sus ingresos provienen principalmente de obras propias seguidas por: obras ejecutas en UTEs y Servicios prestados a terceros. Para el período que estamos analizando, destacamos sólo el año 2012 durante el cual sus resultados operativo y neto fueron negativos. La firma se vio incidida por la desaceleración de la economía afectando a la construcción por la disminución de gastos de capital erogados por el sector público.⁴

Para analizar al sector inmobiliario consideramos tres grandes empresas (tamaño megra) dedicadas a la explotación de más de una unidad de negocio siempre dentro del rubro construcción/venta/alquiler. No podemos dejar de mencionar que a las pequeñas y medianas empresas la inflación en continuo ascenso como la devaluación del último tiempo, ha incidido de manera radical en su facturación y nivel de actividad. En el caso particular de firmas de envergadura integrada por grandes grupos inversiones como las recién analizadas, pudieron crecer de manera sustentable (moderadamente) hasta mediados del 2012, año en el cual sintieron las tres el impacto recesivo y del cepo cambiario que afecto en mayor o menor medida a todos los sectores.

V.4 Conclusiones

En el afán de intentar demostrar que muchas veces no sólo el análisis de balances y determinación de ratios nos ayudan a comprender la totalidad de las variables y causas de algunos hechos, a continuación detallamos puntos

⁴ En memorias adjuntas a los balances publicados, no se detalla el porcentaje que representan sobre el total de los ingresos las obras públicas/licitaciones, dato relevante para conocer la incidencia sobre el nivel de actividad ante crisis financieras del estado y consecuentes falta de inversiones.

importantes que consideramos relevantes considerar a la hora de otorgar un crédito a empresas dentro de este rubro:

- Inexistencia de Créditos Hipotecarios. Bajo las premisas expuestas en nuestro análisis realizado a grandes empresas constructoras de nuestro país, se ha demostrado que ellas lograrían aún mejores resultados a los expuestos si se llevara adelante una política de estado que logre subsanar el déficit habitacional de viviendas que existe hoy en nuestro país.

Hoy desde hace ya varios años, el mercado financiero no apuesta al crédito hipotecario por varias causas, entre las que se encuentran: precio del mt² en dólares vs. salarios en pesos, inflación, tasas negativas para el ahorro, desconfianza histórica en la economía, entre otras.



Gráfico 10: Evolución del precio del metro cuadrado (Reporte Inmobiliario)

Respecto a la primera de las causas mencionadas (precio del m² en dólares vs salarios en pesos), observamos a continuación un gráfico de un estudio realizado por el Banco Francés⁵, en el cual se indica el **ratio de accesibilidad a la vivienda** (teniendo en cuenta el nivel de créditos hipotecarios y el ritmo de crecimiento demográfico) durante el año 2013 en varios países del mundo. Considerando el caso particular de América latina, dicho ratio se encontraba por encima del promedio histórico en Brasil y, en bastante menor medida, en Colombia y Perú, mientras que en Chile y México se encontraba incluso por debajo de sus promedios históricos.

Finalmente se infiere que, salvo en el caso de Brasil, **la tendencia a la reducción de las tasas de interés de largo plazo en la región favorecería un aumento del ratio de precio a ingreso al hacer financieramente más accesibles viviendas de mayor valor**, incluso cuando el tamaño del mercado hipotecario es relativamente reducido en la región.

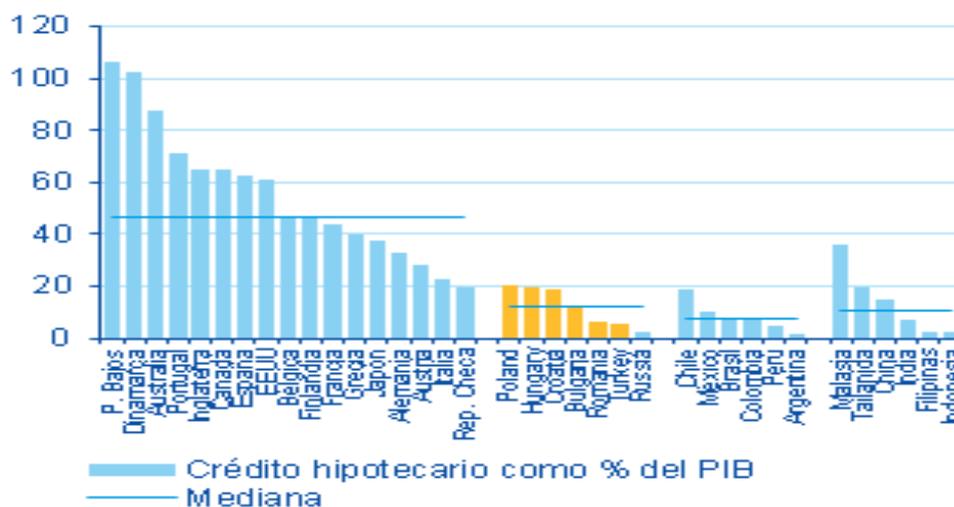


Gráfico 11: Razón precio a ingreso (www.bbvarsearch.com)

- Inflación. El alza generalizada de precios incide de alguna u otra forma en todos los sectores de la economía. Este crecimiento

⁵ <https://www.bbvarsearch.com/?capitulo=america-latina-crecera-23-y-25-en-2014-y-2015-por-debajo-de-su-potencial>

dentro del sector de la construcción e inmobiliario causa la paralización de obras por falta de fondos o demoras en su ejecución por incremento de costos que no habían sido contemplados en los contratos.

Se dice que si bien existe la “re-determinación de precios”, hay costos incrementales que no logran cubrirse.

El escenario inflacionario ha ido afectando en los últimos años a toda la cadena de valor del rubro construcción. Ello, se ve reflejado en la performance en la faz económica de las empresas desarrollistas que obtienen menores márgenes de ganancia (crecimiento en la facturación que sólo permite cubrir los costos operativos) y caída en la rentabilidad (menor crecimiento).

INFLACIÓN-Incidencia en la rentabilidad (Variación %)				
CONCEPTO/AÑOS	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
CAPUTO				
ROS	-29%	-21%	-28%	58%
ROE	-12%	-29%	-22%	76%
ROA	-24%	-20%	-41%	83%
DYCASA				
ROS	-187%	-145%	-19%	56%
ROE	-217%	-159%	-13%	36%
ROA	-539%	-117%	-16%	13%

Tabla 28: Paulatina caída en la rentabilidad de dos de las empresas analizadas

- Indicador Sintético de la actividad de la construcción (ISAC). Refleja la evolución del sector de la construcción a partir del comportamiento de un conjunto de insumos representativos. Tiene periodicidad mensual y refleja la actividad de la construcción tanto en el sector público como privado.

Para realizar la medición del conjunto del sector se determinaron cinco bloques que representan distintas tipologías de obra: edificación

para vivienda, edificación para otros destinos, construcciones petroleras, obras viales y otras obras de infraestructura.

El índice del nivel general del ISAC se obtiene promediando los índices de los bloques intervinientes, con ponderaciones que surgen de cálculo del Valor Bruto de Producción de cada tipología de obra para el año 1997, realizado en ocasión de la elaboración de la Matriz de Insumo Producto (MIP).

Hoy el ISAC no logra sostener su recuperación, a continuación se expone su fluctuación en los últimos años:

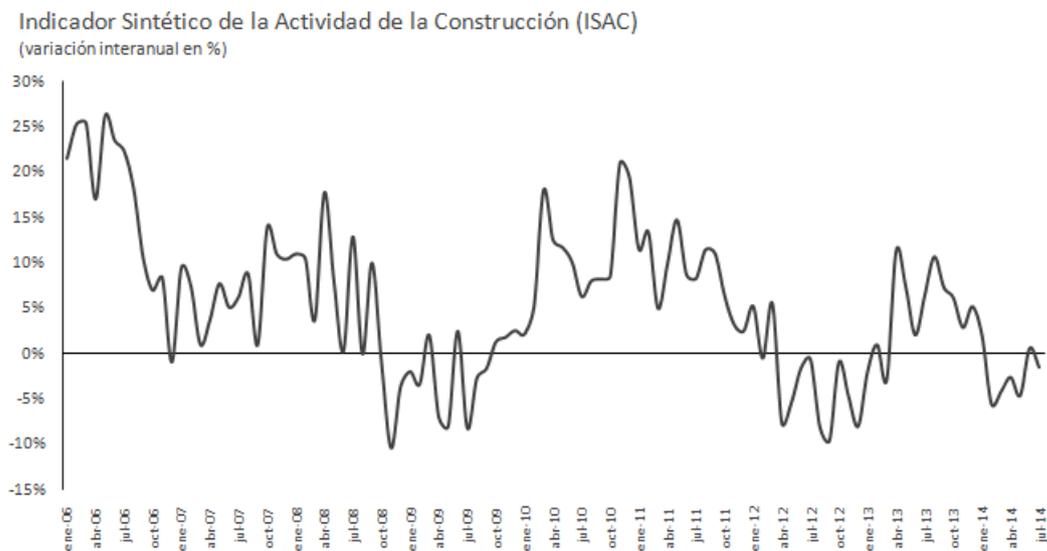


Gráfico 12: Evolución ISAC (Evolución Sector Construcción Sep'14)

CAPÍTULO VI: Análisis de estados contables – Aplicación práctica Generadores de Energía Termoeléctrica

VI.1 Central Puerto SA. Central termoeléctrica que posee y opera tres centrales de generación ubicadas en la ciudad Autónoma de Buenos Aires. Su potencia instalada de 1.795 MW representa el 6,8% del sistema argentino de interconexión (SADI).

Sus inicios se remontan al año 1989, año en el que el Gobierno Nacional dispuso la privatización de Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires (SEGBA).

Para ello se subdividió la Compañía estatal en cuatro empresas generadoras y tres empresas distribuidoras y se llamó escalonadamente, a concurso público internacional para su venta.

La primera venta que se decide realizar es la del paquete mayoritario de acciones de una de las compañías generadoras, Central Puerto S.A., que fue creada por Decreto Nro. 122/92 del Poder Ejecutivo Nacional, el 26 de febrero de 1992.

El 1° de abril de 1992, el nuevo grupo societario tomó posesión de las centrales en el puerto de Buenos Aires y recibió el paquete mayoritario de las acciones de la Sociedad.

Actualmente, el principal accionista de la compañía es el grupo SADESA (Sociedad Argentina de Energía); el resto de las acciones se cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO Y PATRIMONIAL

(Valores expresados en miles de \$)

CENTRAL PUERTO SA						VH			
Sit. Patrimonial	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
P.N. (Valor Libros)	\$ 1.192.678	\$ 1.019.213	\$ 918.746	\$ 747.218	\$ 477.366	17%	11%	23%	57%
Deuda financiera y fiscal	\$ 338.569	\$ 333.098	\$ 392.419	\$ 361.809	\$ 172.384	2%	-15%	8%	110%
Deuda Comercial	\$ 46.154	\$ 38.516	\$ 220.510	\$ 91.343	\$ 153.699	20%	-83%	141%	-41%
Solvencia	3,40	3,28	2,40	2,53	2,36	4%	37%	-5%	7%
Endeudamiento	0,42	0,44	0,72	0,65	0,73	-5%	-39%	10%	-11%
Inmovilización	40,7%	50,0%	36,0%	47,6%	59,6%	-19%	39%	-24%	-20%
Deu Fin/Pas	68,2%	74,4%	59,6%	74,0%	49,2%	-8%	25%	-19%	50%
Deu Comer/Pas	9,3%	8,6%	33,5%	18,7%	43,9%	8%	-74%	79%	-57%

Tabla 29: Principales parámetros Situación Patrimonial Central Puerto SA

CENTRAL PUERTO SA						VH			
Sit. Financiera	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Capital de Trabajo	58.298	37.900	281.665	137.627	-974	54%	-87%	105%	-14237%
EBITDA	-16.079	74.857	393.791	252.504	60.726	-121%	-81%	56%	316%
EBITDA/VENTAS	-3,1%	7,2%	20,6%	13,3%	6,3%	-143%	-65%	55%	113%
EBITDA / INTERESES	-0,9 veces	4,8 veces	17,4 veces	12,5 veces	8,6 veces	-118%	-72%	40%	46%
Deuda Fin s/Vtas.Prom.	7,8 meses	3,8 meses	2,5 meses	2,3 meses	2,1 meses	105%	55%	8%	7%
Liquidez acida	1,16	1,10	1,55	1,36	0,95	6%	-29%	14%	43%
Liquidez corriente	1,24	1,18	1,64	1,40	1,00	5%	-28%	17%	41%
Liquidez seca	0,28	0,55	0,29	0,12	0,06	-49%	92%	146%	91%
Liquidez teorica	5,10	3,02	2,13	4,32	-2,86	69%	42%	-51%	-251%
Rotación de créditos	154,49 días	38 días	103 días	85 días	70 días	305%	-63%	21%	22%
Rot. de bienes de cambio	13,62 días	7 días	9 días	3 días	5 días	99%	-24%	197%	-35%
Rotación de deudas	33 días	15 días	53 días	20 días	-26 días	121%	-72%	157%	-179%
Compras	511.364	944.559	1.531.748	1.632.355	-2.160.162	-46%	-38%	-6%	-176%

Tabla 30: Principales parámetros Situación Financiera Central Puerto SA

CENTRAL PUERTO SA						VH			
Sit. Economica	2013	2012	2011	2010	2009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Ventas totales	\$ 518.718	\$ 1.045.131	\$ 1.907.641	\$ 1.898.387	\$ 971.027	-50%	-45%	0%	96%
Ventas promedio	\$ 43.227	\$ 87.094	\$ 158.970	\$ 158.199	\$ 80.919	-50%	-45%	0%	96%
ROS	17,41%	-2,87%	12,15%	13,09%	13,56%	-705%	-124%	-7%	-3%
Margen Operativo	-21,18%	-2,35%	17,56%	11,56%	3,78%	803%	-113%	52%	206%
ROA	6,05%	-1,18%	16,55%	22,60%	17,05%	-612%	-107%	-27%	33%
ROE	7,57%	-2,95%	25,24%	33,25%	27,58%	-357%	-112%	-24%	21%

Tabla 31: Principales parámetros Situación Económica Central Puerto SA

Ratios de Liquidez									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Capital de Trabajo	\$ 58.298	\$ 37.900	\$ 281.665	\$ 137.627	-\$ 974	54%	-87%	105%	-14237%
Liquidez corriente	1,24	1,18	1,64	1,40	1,00	5%	-28%	17%	41%
Liquidez acida	1,16	1,10	1,55	1,36	0,95	6%	-29%	14%	43%
Liquidez seca	0,28	0,55	0,29	0,12	0,06	-49%	92%	146%	91%
Ratios de Endeudamiento									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Endeudamiento	0,42	0,44	0,72	0,65	0,73	-5%	-39%	10%	-11%
Importancia del pasivo exigible	0,14	0,14	0,28	0,28	0,31	0%	-50%	2%	-11%
Solvencia	3,40	3,28	2,40	2,53	2,36	4%	37%	-5%	7%
Ratios de Rentabilidad									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
ROS	17,4%	-2,9%	12,2%	13,1%	13,6%	-705%	-124%	-7%	-3%
ROE	7,6%	-2,9%	25,2%	33,2%	27,6%	-357%	-112%	-24%	21%
ROA	6,1%	-1,2%	16,5%	22,6%	17,1%	-612%	-107%	-27%	33%
Ratios de Rotación									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Rotacion de mercaderías	13,62 días	6,86 días	8,99 días	3,02 días	4,64 días	99%	-24%	197%	-35%
Rotacion de Cuentas a Cobrar	154,49 días	38,16 días	102,69 días	85,16 días	69,60 días	305%	-63%	21%	22%
Ciclo Operativo	168,11 días	45,02 días	111,67 días	88,18 días	74,24 días	273%	-60%	27%	19%
Rotacion de Cuentas a pagar	33 días	15 días	53 días	20 días	-26 días	121%	-72%	157%	-179%
Desfasaje financiero	135 días	30 días	59 días	68 días	100 días	349%	-49%	-13%	-32%

Tabla 32: Ratios de interés Central Puerto SA

A los fines de nuestro análisis de balances, consideramos el período comprendido entre 2009-2013. A lo largo de los años, se observa que la empresa ha mantenido su estructura de inversión basada en Bienes de uso financiados principalmente por sus Proveedores excepto en los dos últimos años durante los cuales se detectan diferimientos fiscales a largo plazo.

En la faz económica su demanda está integrada por el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) y el Mercado Patagónico. Central Puerto se encuentra como primer o segundo generador termoeléctrico de la Argentina (dependiendo del año).

Durante el 2009, la caída de la demanda de energía eléctrica fue generada en parte por la caída en la demanda dentro de la industria siderúrgica y del sector frigorífico (existía mora en el pago de facturas lo que llevó a solicitar a CAMMESA el corte de suministro). Los años siguientes la demanda continuó creciendo.

En lo que respecta a la producción, a partir del año 2005, disminuyó la disponibilidad de gas natural dificultando la continuidad de algunos contratos incrementándose de esta forma el consumo de combustibles alternativos.

En aquellos períodos durante los cuales existieron mayores volúmenes de gas natural que permitían reducir el consumo de Gas oil, el mismo era provisto desde Bolivia o en forma de gas licuado importado en barco.

Si bien la principal generación de energía es térmica, desde el 2011 se incursionó en centrales eólicas y fotovoltaicas, que han dado su aporte.

En el 2011 se dio un fuerte crecimiento de la demanda de energía de usuarios residenciales de consumos de entre 1.000 y 2.800 KWh/bim como así también, de usuarios de potencia inferior a 300 kw.

En los dos últimos años del período analizado se detecta una caída de su capacidad productiva ocasionada por la indisponibilidad de unidades (mantenimientos programados y siniestros ocasionados). A su vez, los mayores resultados generados por el impacto de la variación en el tipo de cambio sobre las acreencias en moneda extranjera suscitados en el 2012, fueron compensados parcialmente por una menor generación de energía eléctrica (Capacidad productiva 2012: 88,33%; 2013: 69,04%), incremento de los gastos de mantenimiento y crecimiento de los costos laborales.

VI.2 Endesa Costanera SA. Al igual que Central Puerto, Endesa fue privatizada en 1992, luego de un proceso de transformación del sector eléctrico argentino llevado a cabo por el Gobierno de la Nación.

Posee y opera sobre una planta altamente diversificada constituida por seis unidades monoblock de ciclo convencional a vapor, con una capacidad instalada de 1.138 MW de potencia y dos unidades de Ciclo Combinado, la

primera de ellas de 327 MW de potencia y la segunda de 859 MW de potencia bruta ISO configurada por dos turbogeneradores a gas y un turbogenerador a vapor.

Endesa Costanera SA alcanza el 7,9% de participación en la potencia instalada total del Sistema Argentino de Interconexión (SADI).

El 69,8% de las acciones ordinarias de la Compañía es propiedad de Endesa Argentina S.A. y Empresa Nacional de Electricidad S.A. Las acciones restantes son propiedad de accionistas particulares.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO Y PATRIMONIAL

ENDESA COSTANERA SA						VH			
Sit. Patrimonial	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
P.N. (Valor Libros)	\$ 11.524	-\$ 340.814	\$ 151.130	\$ 523.487	\$ 578.592	-103%	-326%	-71%	-10%
Deuda financiera y fiscal	\$ 1.576.405	\$ 1.342.416	\$ 522.223	\$ 286.288	\$ 220.677	17%	157%	82%	30%
Deuda Comercial	\$ 303.293	\$ 331.651	\$ 914.772	\$ 690.363	\$ 643.514	-9%	-64%	33%	7%
Solvencia	1,01	0,84	1,08	1,37	1,44	19%	-22%	-21%	-5%
Endeudamiento	188,31	-6,40	13,17	2,73	2,29	-3042%	-149%	382%	19%
Inmovilización	70,2%	73,0%	67,3%	67,4%	69,9%	-4%	8%	0%	-4%
Deu Fin/Pas	72,6%	61,5%	26,2%	20,0%	16,6%	18%	135%	31%	20%
Deu Comer/Pas	14,0%	15,2%	46,0%	48,3%	48,5%	-8%	-67%	-5%	0%

(Valores expresados en miles de \$)

Tabla 33: Principales parámetros Situación Patrimonial Endesa Costanera

ENDESA COSTANERA SA						VH			
Sit. Financiera	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Capital de Trabajo	-1.588.942	-1.717.256	-772.594	-522.156	-468.978	-7%	122%	48%	11%
EBITDA	493.236	-36.497	180.503	155.441	147.074	-1451%	-120%	16%	6%
EBITDA/VENTAS	44,9%	-1,3%	6,2%	7,0%	9,6%	-3491%	-121%	-12%	-27%
EBITDA / INTERESES	3,0 veces	-0,3 veces	2,0 veces	1,9 veces	2,1 veces	-1149%	-115%	2%	-6%
Deuda Fin s/Vtas.Prom.	17,2 meses	5,8 meses	2,1 meses	1,6 meses	1,7 meses	195%	172%	38%	-10%
Liquidez acida	0,20	0,12	0,38	0,42	0,40	67%	-69%	-9%	5%
Liquidez corriente	0,21	0,13	0,39	0,43	0,43	61%	-66%	-9%	0%
Liquidez seca	0,04	0,01	0,00	0,03	0,01	315%	196%	-86%	250%
Liquidez teorica	0,68	0,35	0,59	0,57	-4,42	94%	-40%	3%	-113%
Rotación de créditos	79,95 días	11 días	66 días	63 días	76 días	650%	-84%	4%	-16%
Rot de bienes de cambio	16,37 días	4 días	2 días	3 días	7 días	320%	63%	-12%	-62%
Rotación de deudas	141 días	41 días	117 días	116 días	-19 días	241%	-65%	1%	-718%
Compras	785.576	2.930.388	2.860.462	2.174.480	-12.526.111	-73%	2%	32%	-117%

Tabla 34: Principales parámetros Situación Financiera Endesa Costanera

ENDESA COSTANERA SA						VH			
Sit. Economica	2013	2012	2011	2010	2009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Ventas totales	\$ 1.099.728	\$ 2.759.670	\$ 2.918.659	\$ 2.215.902	\$ 1.536.521	-60%	-5%	32%	44%
Ventas promedio	\$ 91.644	\$ 229.972	\$ 243.222	\$ 184.659	\$ 128.043	-60%	-5%	32%	44%
ROS	-18,39%	-16,20%	-5,85%	-1,92%	-6,68%	14%	177%	204%	-71%
Margen Operativo	23,31%	-8,84%	0,83%	0,13%	-1,47%	-364%	-1159%	562%	-109%
ROA	6,42%	-14,41%	-2,99%	2,17%	-0,22%	-145%	382%	-238%	-1104%
ROE	-1754,74%	131,18%	-113,00%	-8,15%	-17,73%	-1438%	-216%	1287%	-54%

Tabla 35: Principales parámetros Situación Económica Endesa Costanera

Ratios de Liquidez										
						VH				
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
Capital de Trabajo	-\$ 1.588.942	-\$ 1.717.256	-\$ 772.594	-\$ 522.156	-\$ 468.978	-7%	122%	48%	11%	
Liquidez corriente	0,21	0,13	0,39	0,43	0,43	61%	-66%	-9%	0%	
Liquidez acida	0,20	0,12	0,38	0,42	0,40	67%	-69%	-9%	5%	
Liquidez seca	0,04	0,01	0,00	0,03	0,01	315%	196%	-86%	250%	
Ratios de Endeudamiento										
						VH				
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
Endeudamiento	188,31	-6,40	13,17	2,73	2,29	-3042%	-149%	382%	19%	
Importancia del pasivo exigible	0,93	1,08	0,60	0,47	0,43	-14%	80%	26%	9%	
Solvencia	1,01	0,84	1,08	1,37	1,44	19%	-22%	-21%	-5%	
Ratios de Rentabilidad										
						VH				
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
ROS	-18,4%	-16,2%	-5,9%	-1,9%	-6,7%	14%	177%	204%	-71%	
ROE	-1754,7%	131,2%	-113,0%	-8,1%	-17,7%	-1438%	-216%	1287%	-54%	
ROA	6,4%	-14,4%	-3,0%	2,2%	-0,2%	-145%	382%	-238%	-1104%	
Ratios de Rotación										
						VH				
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	
Rotacion de mercaderías	16,37 días	3,89 días	2,38 días	2,71 días	7,10 días	320%	63%	-12%	-62%	
Rotacion de Cuentas a Cobrar	79,95 días	10,65 días	66,13 días	63,48 días	75,75 días	650%	-84%	4%	-16%	
Ciclo Operativo	96,31 días	14,55 días	68,52 días	66,19 días	82,85 días	562%	-79%	4%	-20%	
Rotacion de Cuentas a pagar	141 días	41 días	117 días	116 días	-19 días	241%	-65%	1%	-718%	
Desfasaje financiero	-45 días	-27 días	-48 días	-50 días	102 días	67%	-44%	-3%	-149%	

Tabla 36: Ratios de interés Endesa Costanera

Al igual que Central Puerto y Loma de la Lata, Endesa posee una estructura de inversión basada en su capacidad instalada, parque de unidades. Durante el período comprendido entre 2009-2011 se financió con sus Proveedores en el corto como en el largo plazo luego, el apalancamiento financiero se convirtió en su pasivo principal.

Observamos un PN negativo registrado en el 2012 como consecuencia de pérdidas recurrentes, déficit creciente entre ingresos y gastos como resultado de las regulaciones existentes, entre otros factores.

Durante el 2009, si bien su capacidad de planta puesta a disposición aumentó respecto al año anterior, cayó su nivel de actividad (% utilización) dada la caída en la demanda. No obstante, la demanda residencial creció a tasas moderadas dados los bajos costos del servicio.

Desde el 2010 en adelante, la demanda de energía creció. Durante el 2010, si bien la central operó al 100% hasta el 3er trimestre, continuaron generándose resultados netos negativos por la continuidad en las normas que regulan al MEM (Mercado Eléctrico Mayorista):

- Artificial mecanismo para la fijación de precios horarios de la energía. Tope en \$120/MWh
- Restricciones al gas natural con la consecuente utilización de combustibles líquidos alternativos más caros y menos eficientes
- Acumulación de acreencias de los generadores por retrasos en los pagos de energía vendida al MEM.

En el 2011 aumentó la producción por mayor disponibilidad de sus unidades generadoras (especialmente unidades turbo vapor) a pesar de la existencia de mantenimientos llevados adelante en algunas unidades que implicaron grandes inversiones.

Además, Endesa construyó un nuevo tanque de Gas oil que duplicó la capacidad de almacenamiento e inició el desarrollo de nuevas obras destinadas a la ampliación del muelle para descarga de dos embarcaciones en forma simultánea (con el fin de minimizar tiempos de espera y optimizar la logística de abastecimiento).

En lo que respecta a su gestión comercial, Endesa llevó adelante un proceso de integración con las empresas del Grupo Endesa que significó la reestructuración de procesos, reasignación de tareas y optimización de los procesos comerciales.

Por otro lado, los generadores junto a la Secretaría de Energía constituyeron un “Acuerdo para la gestión y operación de proyectos, aumento de la disponibilidad de generación térmica y adaptación de la remuneración (precios cobrados por el servicio)”. Su objetivo era continuar con el proceso de recomposición del MEM, mejorar los resultados operacionales por mayores ingresos por potencia puesta a disposición e incrementar los valores máximos reconocidos para la remuneración por operación y mantenimiento.

Dada la escasez de gas en el país para abastecer los consumos, la estrategia fijada por la Secretaría de Energía y el administrador del mercado eléctrico (CMMESA) fue sostener la demanda eléctrica con aquellas unidades generadoras capaces de utilizar combustibles líquidos (fundamentalmente Fuel Oil). Se planificó y se llevó a cabo el “Plan Invierno 2011” con el objetivo de aumentar la potencia puesta a disposición y disponibilidad de las unidades convencionales.

En agosto del 2012, el Gobierno anunció futuros cambios al marco regulatorio de generación, transmisión y distribución eléctrica, incluyendo la modificación del actual sistema de determinación de precios de generación por un nuevo modelo en base a los costos de cada generador más una rentabilidad razonable.

Durante el 2012 la producción de energía fue similar a la del ejercicio anterior en tanto que los ingresos devengados cayeron producto de la no renovación del acuerdo entre la Secretaría de Energía y agentes generadores del MEM sumado al importante aumento de costos de producción, administración y financieros.

Por otro lado, no continuó el “Acuerdo para la gestión y operación de proyectos, aumento de la disponibilidad de generación térmica y adaptación de la remuneración” establecido hasta el año 2011, impactando negativamente en los resultados operacionales. Tras recurrentes pedidos de extensión de dicho acuerdo, a fines de agosto’12 el Gobierno, a través del MECON anunció el estudio de un nuevo modelo a través de un pedido de información a los distintos actores de las ramas para iniciar un análisis de los costos del sector.

En octubre'12 Endesa firmó un acuerdo con la Secretaría de Energía para la implementación de un plan de inversiones en las unidades de generación de la central a efectos de optimizar la confiabilidad y disponibilidad de dicho equipamiento por 7 años. Su objetivo fue incrementar la generación y el ahorro de costos para el sistema.

En el año 2013 se anunciaron cambios a través de una nueva Resolución emitida por la Secretaría de energía Resol SE 95/2013 implementándose nuevos precios según el tipo de tecnología y en función al cumplimiento de objetivos de disponibilidad.

Al cierre de este ejercicio, Endesa anunció incrementos de capital a través de la emisión de nuevas acciones (necesidad de financiamiento).

V1.3 LOMA DE LA LATA SA. Fue constituida con fecha 4 de enero de 2007, bajo la denominación Pampa Energía SA, con el objeto social de “explotación u operación de centrales térmicas, hidroeléctricas o de cualquier otra fuente, para la generación y producción de energía eléctrica y su comercialización”. Con fecha 7 de marzo de 2007 la sociedad adquirió el inmueble, los bienes de uso y los demás activos que integran la planta de generación térmica de energía eléctrica ubicada en Loma de la Lata, provincia de Neuquén. El 11 de febrero de 2008, la sociedad cambió su denominación por la de Central Térmica Loma de la Lata SA.

La central fue construida en 1994 y está compuesta por tres turbinas de gas con una capacidad instalada de 375 MW, más la incorporación de una turbina de vapor Siemens de 178 MW para el cierre a ciclo combinado.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO Y PATRIMONIAL

LOMA DE LA LATA SA						VH			
Sit. Patrimonial	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
P.N. (Valor Libros)	\$ 467.684	\$ 506.586	\$ 513.294	\$ 585.377	\$ 567.468	-8%	-1%	-12%	3%
Deuda financiera y fiscal	\$ 1.496.674	\$ 965.753	\$ 1.050.259	\$ 963.823	\$ 759.259	55%	-8%	9%	27%
Deuda Comercial	\$ 331.254	\$ 190.505	\$ 215.289	\$ 88.594	\$ 20.945	74%	-12%	143%	323%
Solvencia	1,24	1,37	1,38	1,50	1,59	-10%	0%	-8%	-6%
Endeudamiento	4,22	2,68	2,64	2,01	1,70	57%	2%	31%	18%
Inmovilización	51,3%	68,7%	71,4%	69,6%	64,2%	-25%	-4%	2%	9%
Deu Fin/Pas	75,9%	71,2%	77,6%	81,9%	78,7%	7%	-8%	-5%	4%
Deu Comer/Pas	16,8%	14,0%	15,9%	7,5%	2,2%	20%	-12%	111%	247%

(Valores expresados en miles de \$)

Tabla 37: Principales parámetros Situación Patrimonial Loma de la Lata SA

LOMA DE LA LATA SA						VH			
Sit. Financiera	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Capital de Trabajo	92.128	-87.434	-208.895	32.018	63.929	-205%	-58%	-752%	-50%
EBITDA	142.447	250.009	44.186	-11.734	9.702	-43%	466%	-477%	-221%
EBITDA/VENTAS	25,3%	34,6%	18,2%	-7,8%	5,9%	-27%	90%	-334%	-233%
EBITDA / INTERESES	0,9 veces	1,9 veces	0,4 veces	-0,5 veces	0,4 veces	-53%	345%	-186%	-232%
Deuda Fin s/Vtas. Prom.	31,9 meses	16,0 meses	52,0 meses	76,9 meses	55,2 meses	99%	-69%	-32%	39%
Liquidez acida	1,11	0,79	0,59	1,11	1,59	40%	36%	-47%	-30%
Liquidez corriente	1,11	0,80	0,59	1,11	1,59	39%	36%	-47%	-30%
Liquidez seca	0,26	0,22	0,00	0,35	0,28	18%	21416%	-100%	26%
Liquidez teorica	1,45	0,87	0,97	0,69	-3,11	67%	-11%	42%	-122%
Rotación de créditos	478,36 días	135 días	391 días	152 días	38 días	255%	-66%	157%	302%
Rot de bienes de cambio	1,86 días	1 días	1 días	1 días	0 días	135%	6%	-5%	--
Rotación de deudas	332 días	156 días	402 días	222 días	-12 días	112%	-61%	81%	-1926%
Compras	364.658	444.881	195.481	145.464	-627.996	-18%	128%	34%	-123%

Tabla 38: Principales parámetros Situación Financiera Loma de la Lata SA

LOMA DE LA LATA SA						VH			
Sit. Economica	2013	2012	2011	2010	2009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Ventas totales	\$ 563.007	\$ 722.064	\$ 242.369	\$ 150.448	\$ 165.035	-22%	196%	61%	-9%
Ventas promedio	\$ 46.917	\$ 60.172	\$ 20.197	\$ 12.537	\$ 13.753	-22%	196%	61%	-9%
ROS	-15,62%	1,71%	-29,74%	11,90%	19,28%	-1014%	-106%	-350%	-38%
Margen Operativo	16,79%	26,73%	7,75%	-11,55%	2,74%	-37%	245%	-167%	-521%
ROA	9,99%	11,33%	2,48%	2,87%	5,21%	-12%	357%	-14%	-45%
ROE	-18,80%	2,44%	-14,04%	3,06%	5,61%	-872%	-117%	-559%	-45%

Tabla 39: Principales parámetros Situación Económica Loma de la Lata SA

Ratios de Liquidez									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Capital de Trabajo	\$ 92.128	-\$ 87.434	-\$ 208.895	\$ 32.018	\$ 63.929	-205%	-58%	-752%	-50%
Liquidez corriente	1,11	0,80	0,59	1,11	1,59	39%	36%	-47%	-30%
Liquidez acida	1,11	0,79	0,59	1,11	1,59	40%	36%	-47%	-30%
Liquidez seca	0,26	0,22	0,00	0,35	0,28	18%	21416%	-100%	26%
Ratios de Endeudamiento									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Endeudamiento	4,22	2,68	2,64	2,01	1,70	57%	2%	31%	18%
Importancia del pasivo exigible	0,34	0,23	0,27	0,17	0,07	48%	-15%	64%	132%
Solvencia	1,24	1,37	1,38	1,50	1,59	-10%	0%	-8%	-6%
Ratios de Rentabilidad									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
ROS	-15,6%	1,7%	-29,7%	11,9%	19,3%	-1014%	-106%	-350%	-38%
ROE	-18,8%	2,4%	-14,0%	3,1%	5,6%	-872%	-117%	-559%	-45%
ROA	10,0%	11,3%	2,5%	2,9%	5,2%	-12%	357%	-14%	-45%
Ratios de Rotación									
						VH			
	2.013	2.012	2.011	2.010	2.009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Rotacion de mercaderias	1,86 días	0,79 días	0,75 días	0,79 días	0,00 días	135%	6%	-5%	--
Rotacion de Cuentas a Cobrar	478,36 días	134,58 días	390,77 días	152,17 días	37,84 días	255%	-66%	157%	302%
Ciclo Operativo	480,22 días	135,37 días	391,52 días	152,96 días	37,84 días	255%	-65%	156%	304%
Rotacion de Cuentas a pagar	332 días	156 días	402 días	222 días	-12 días	112%	-61%	81%	-1926%
Desfasaje financiero	149 días	-21 días	-10 días	-69 días	50 días	-810%	100%	-85%	-239%

Tabla 40: Ratios de interés Loma de la Lata SA

Tal como lo expusimos para el resto de las empresas, la estructura de inversión de la central Loma de la Lata también se encuentra basada en Bienes de Uso. Durante el período bajo análisis, se financió principalmente con la emisión de obligaciones negociables aprobada mediante Asamblea Extraordinaria de accionistas de fecha 24 de junio de 2008 y Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de accionistas de fecha 24 de julio de 2008 hasta la suma de USD 200 millones para, entre otros fines, financiar el proyecto de expansión de su capacidad de generación destinado al Programa de Energía Plus creado por el Gobierno en Septiembre de 2006. Dicho programa permitía el cobro de energía a precios libremente pactados entre las partes para toda generación proveniente de nueva capacidad instalada.

Durante los años sucesivos (2009-2010) continuó llevándose adelante el proyecto de ampliación de la planta de generación (a fines de lograr incrementar hasta en un 50% su capacidad) no requiriendo consumo de gas adicional, logrando mayor eficiencia y menor emisión de gases.

Si bien durante el 2010 se incrementó el precio de la energía en el mercado en un 18% respecto al año anterior, desde la empresa sostienen que el precio que debería cobrarse para cubrir el costo promedio mensual debería incluir el precio de la energía, el cargo por potencia, el costo real de generación con combustibles líquidos y otros conceptos menores.

Durante el 2011, continuó la construcción de la ampliación de la capacidad no obstante, en febrero del 2011 un error de operación cometido mientras se efectuaban ciertas pruebas más una falla de diseño, provocaron un siniestro de importancia en la unidad de turbo vapor que obligó a postergar la puesta en marcha comercial del ciclo combinado⁶. En los meses siguientes, debieron llevarse adelante gestiones para el cobro de las indemnizaciones por parte de las compañías aseguradoras y las compensaciones contractuales correspondientes.

El volumen de energía generada junto a la capacidad instalada del parque de generación fueron incrementándose paulatinamente, a pesar de ello, la provisión de gas natural continuó siendo insuficiente a pesar de los mecanismos llevados adelante por las autoridades como ser: administración de sus volúmenes por CAMMESA a los fines de optimizar el consumo de gas natural hacia las unidades de generación más eficientes, contratación de gas natural licuado e importación de gas natural desde Bolivia.

VI.4 Conclusiones

Conforme a lo expuesto, observamos que en el caso particular del sector generador de energía eléctrica hechos relevantes como los detallados a continuación, ayudarán a cumplimentar el análisis y determinación de las situaciones de las empresas bajo análisis:

⁶ http://www.endesaeduca.com/Endesa_educa/recursos-interactivos/produccion-de-electricidad/ix.-las-centrales-termicas-de-ciclo-combinado

- Deficientes políticas de regulación eléctrica explican el insuficiente crecimiento de la capacidad de generación de energía eléctrica. Ello está dado por la fijación de **tarifas bajas compensadas con subsidios** (que benefician fundamentalmente a las familias que viven en la región metropolitana destinados básicamente a la importación de combustibles y mantener estables los precios de las distribuidoras). Entre el año 2003 y 2012 el costo de generar electricidad se multiplicó por 9 mientras que los precios que pagaban los usuarios se multiplicaban por 3.

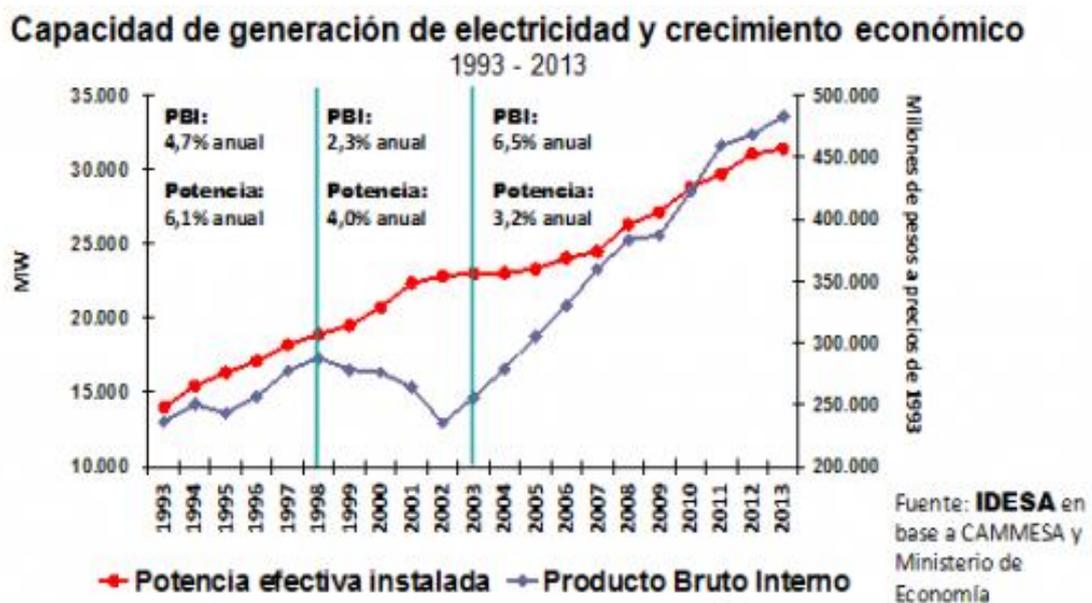


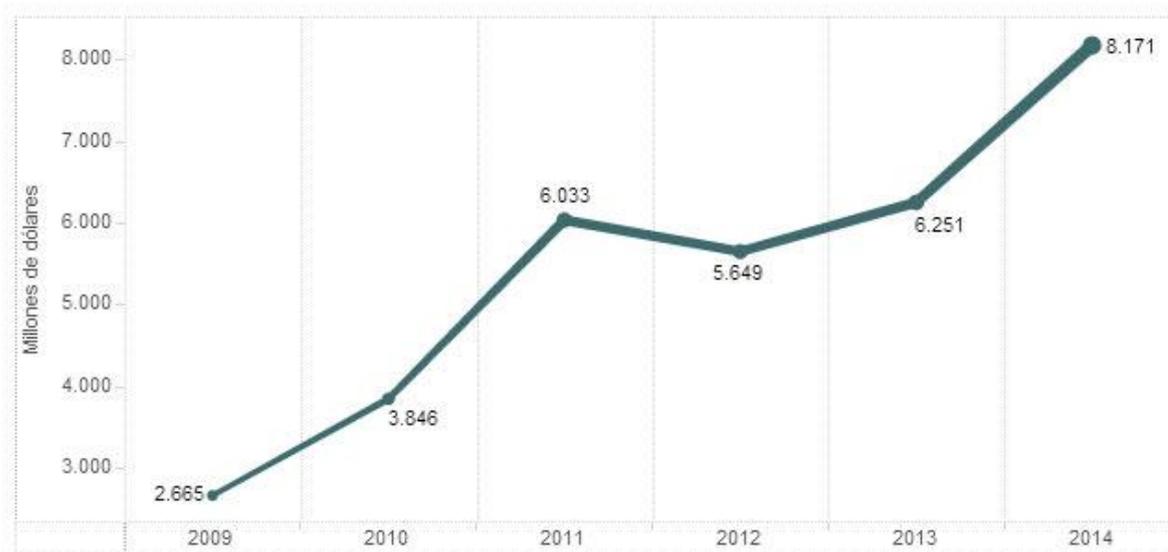
Gráfico 13: Generación de electricidad vs. Crecimiento económico
(www.indesa.org)

Para paliar semejante inconsistencia, CAMMESA recibe fondos del Tesoro Nacional. Considerando el incremento en la dependencia de combustible importado, este año los subsidios representarían un 30% más respecto al año anterior.



SUBSIDIOS DE ENERGÍA ELÉCTRICA

Evolución en dólares desde 2009 a 2014 (con dato proyectado)



Fuente: Programa 74, Formación y Ejecución de la Política de Energía Eléctrica, Ministerio de Planificación.

lanacion.com

Gráfico 14: Evolución de los subsidios otorgados al sector energético
(www.miningpress.com.ar)

Aquel desincentivo a realizar inversiones, suscitado en los últimos años, se refleja en la caída o bajo crecimiento del rubro Bienes de Uso (Instalaciones de plantas generadoras, equipamiento, maquinarias, transformadores, turbinas, etc):

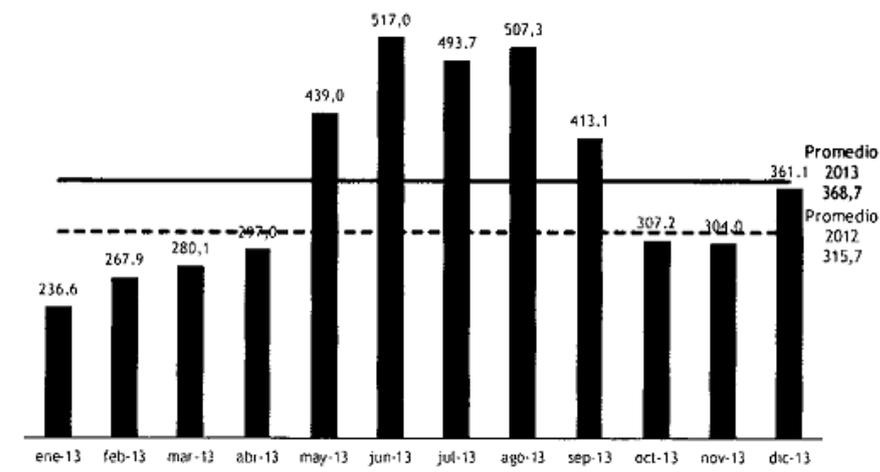
Desincentivo a la inversión - Caída o estancamiento de la capacidad de generación de energía									
CONCEPTO/AÑOS	2013	2012	2011	2010	2009	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009
Central Puerto SA									
Bienes de Uso	\$ 687.515	\$ 733.326	\$ 567.764	\$ 588.381	\$ 493.288	-6%	29%	-4%	19%
Endesa Costanera SA									
Bienes de Uso	\$ 1.530.687	\$ 1.344.118	\$ 1.441.487	\$ 1.315.151	\$ 1.330.422	14%	-7%	10%	-1%
Loma de la Lata SA									
Bienes de Uso	\$ 1.252.832	\$ 1.280.020	\$ 1.332.204	\$ 1.226.854	\$ 983.337	-2%	-4%	9%	25%

Tabla 41: Capacidad de generación de energía reflejada en el rubro Bienes de Uso

- Escasez de la principal materia prima utilizada en la producción de energía eléctrica. El parque térmico de la Argentina se caracterizó, históricamente, por instalar turbinas de gas o de vapor para generar energía. Son equipos, por lo general, diseñados para funcionar preferentemente al máximo de su capacidad y con gas natural. La declinación de la oferta de gas, en baja desde el 2005, modificó ese panorama. La alimentación de los equipos con carburantes líquidos exige replantear las fórmulas más convenientes para producir electricidad. Recientemente se ha iniciado este debate en nuestro país, por el momento muchas empresas generadoras se encuentran operando con combustibles alternativos a pesar de las pendientes readecuación de plantas que permitirían lograr mejores resultados de producción.

- Elevados costos de producción: Siguiendo con la regulación en la tarifa explicada más arriba, consecuentemente se observa a lo largo del tiempo, el notable impacto que genera dicha desactualización sobre la cobertura de costos operativos. El siguiente gráfico, muestra el costo promedio mensual que todos los usuarios del sistema eléctrico deberían pagar para que el mismo no sea deficitario. Dicho costo incluye, además del precio de la energía, el cargo por potencia, el costo de generación con combustibles líquidos como el fuel oil o el gas oil, más otros conceptos menores.

**Costo Medio Monómico Mensual
En ARS / MWh**



Fuente: CMMESA. Incluye cargos por demanda excedente, importaciones de Brasil y contratos de abastecimiento del MEM.

Gráfico 15: Actualización de tarifa para la cobertura de costos (Balance cerrado al 31/12/13 Loma de la Lata SA)

CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES

Siguiendo la línea expuesta al inicio de nuestro trabajo, podemos concluir que muchas veces la determinación de ratios no es el único reflejo de lo acontecido dentro de la firma más aún, debemos comenzar a interpretar, desglosar e indagar sobre los conceptos que engloban dicho número.

El valor agregado pretendido fue demostrar que el cálculo de ratios de interés debe estar cumplimentado con un estudio sectorial, investigación de acontecimientos relevantes sucedidos durante el período de análisis y comprensión del por qué de las variaciones (fundamentar).

En el caso de nuestro estudio y a los fines de enriquecer nuestros informes de riesgos finales, como primera medida y para poder realizar comparaciones entre empresas de un mismo sector, determinamos el tamaño de las empresas y la factibilidad de llevar adelante comparaciones entre ellas.

En segundo lugar, destacamos la importancia de realizar previo al análisis de balances, un breve estudio sobre lo acontecido en el último tiempo dentro de cada sector.

Finalmente, el dominio de toda la información recopilada nos ayudo a comprender las causas de los acontecimientos y la importancia de ciertos parámetros y variables dentro de cada sector arribándose a conclusiones sobre la situación económica-financiera y patrimonial de cada empresa en un momento determinado.

Dentro de los tres sectores que hemos analizado, resaltamos la intervención estatal en cada uno de ellos ya sea a través de variables económicas que inciden en los precios, cantidades comercializadas o niveles de stocks mantenidos y/o de manera indirecta a través de políticas gubernamentales llevadas adelante y sus efectos sobre cada sector.

Como interpretación final de nuestros resultados obtenidos inferimos que resultaría relevante cambiar el modo de análisis (inculcar mayor profundización), diferenciar el tipo de análisis por sector (teniendo en cuenta las distintas aristas de cada uno de ellos) y consolidar entre los analistas, la

distinta aplicación de criterios de interpretación por sector (diferentes grados de dificultad en el estudio).

BIBLIOGRAFÍA

BCRA. (13 de Febrero de 2013). Lineamientos para la gestión de riesgos en las entidades financieras.

Bono, D. (2 de Septiembre de 2011).

http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/1900.pdf.

Dumrauf, G. L. (2010). *Finanzas Corporativas*.

Lezcano, E. (s.f.).

http://www.alimentosargentinos.gov.ar/contenido/sectores/farinaceos/Productos/HarinaTrigo_2da_2011_11Nov.pdf.

Newton, E. F. (2012). *Análisis de estados contables*.

Peña, Á. G.-R. (2011). http://www.eumed.net/libros-gratis/2011d/1056/disenio_procedimiento.html.

Pérez, J. O. (1998). *Análisis de estados contables: un enfoque de gestión*. Córdoba.

Satulovsky, M. (Diciembre de 2012). <http://www.fedi.org.ar/pdfs/2012/III%20-%20Otras%20Logicas.pdf>.

Tecnológica, I. N. (Mayo de 2010).

http://catalogo.inet.edu.ar/files/pdfs/info_sectorial/energia-electrica-informe-sectorial.pdf.

