

Balance y Perspectivas

A diciembre de 2005

Claramente la devaluación mejoró el negocio de las empresas, y consecuentemente la cotización de éstas. Pero esto ya es historia y frente a los pronósticos de mejoras en el PBI uno se pregunta si se justifica que las acciones valgan más. Pero aún no hay nada que desde el punto de vista de fundamentos, justifique mayores precios en general, pero si algunos nubarrones. Mirando en particular a las empresas, la historia es otra.

Balance

Se dice que el Mercado adelanta y yo soy de los que creo que muchas veces retrasa. Recuerdo que en las perspectivas de diciembre de 2003 decía que Alpargatas sería la estrella del 2004. Y el mercado atrasó nomás y Alpargatas fue la estrella del 2005. Pero no siempre es así.

En los momentos álgidos del mercado es más fácil hacer pronósticos que en los momentos intermedios como el actual. Con un MerVal en torno a los 500 puntos dólar, un valor intermedio entre los "buenos y malos momentos", y un país que no es un ejemplo de promoción de los negocios, no hay elementos contundentes para pensar que la suba seguirá sin fin. Con un claro enfoque en la opinión de las urnas, éste es el momento en que uno se encuentra con un montón de pesimistas junto a los infaltables optimistas y nadie lo convence definitivamente. Y cuesta ser objetivo.

Me parece que hacer el balance de lo que pasó en un año como el 2005 no basta para proyectar el 2006. Ya que ha pasado algún tiempo, creo que debemos intentar hacer un balance de lo que pasó tras el cambio de modelo tras la devaluación desde el punto de vista bursátil. Tampoco podemos arrancar en el 2002. Me pareció interesante entonces comenzar en el 2000. Como los últimos datos los tenemos a setiembre del 2005 he tomado de Economía años (12 meses) a setiembre de cada año para la información contable. Para la bursátil (Capitalización Bursátil) tomo los últimos datos al escribir este artículo (19 de diciembre) y ese mismo día para cada año, lo que significa una fecha algo después de arribada y digerida por los inversores la información del balance en cuestión en cada año.

El estudio abarca a 63 empresas cotizantes (Bancos excluidos) con datos de la Base de Economía y se comparan los Resultados Operativos, es decir aquellos directamente atados al negocio de las empresa, y la Capitalización Bursátil, directamente atada al sentimiento de los inversores. Lamentablemente una de las importantes de nuestra Bolsa: Teneris, hubo de ser excluida porque no existía al 2000. La información está en millones de dólares estadounidenses que, según mi creencia, es la base para la cotización de las empresas en nuestra Bolsa.

En el gráfico se pueden ver muchas cosas. Por ejemplo que a pesar de tener hoy un dólar nominal cotizando a tres veces más que durante la vigencia del 1 a 1, los Resultados Operativos (RO) de las empresas crecieron en dólares un 18% respecto de los de 2000. Y que la cotización de estas mismas empresas crecieron un poco más (pero no mucho más), un 23%. ¡Cuánto equilibrio! También puede verse (a pesar de mi opinión), como la Bolsa durante 2001 anticipó lo que sobrevendría y a pesar de una pequeña caída de los

Resultados Operativos por la recesión, las cotizaciones cayeron dramáticamente anticipando lo que sobrevendría.



Mi lógica al usar Resultados Operativos y no los Netos, es que éstos últimos han producido en dólares una serie vaivenes que complicaría el análisis. Al fin, los Operativos muestran más nítidamente lo que sucede con la economía del país.

También puede apreciarse claramente como el 2002 marcó un piso y desde allí en más hubo una casi perfecta sincronía entre el aumento del valor bursátil de las empresas con los resultados de su negocio. Hasta podríamos pensar que el hecho de que la curva de valor esté un poco por encima de la de los Resultados Operativos hable de cierto optimismo hacia el futuro. Eso no necesariamente debe ser así toda vez que la separación no es muy fuerte. También nos dice este gráfico que tampoco los inversores ven a hoy grandes nubarrones hacia adelante.

Las que más atrajeron a los inversores (por el aumento de su cotización) fueron Agrometal, Rigolleau, Celulosa, Acindar, Della Penna, Massu, Fiplasto, Siderar, Comercial del Plata, Solvay Indupa, Alpargatas, Renault, Semino, Mirgor, Carboclor, YPF y Ledesma, todas ellas más que duplicaron su valor bursátil en dólares. Las que según la óptica de los inversores fueron las más perjudicadas han sido Cía Cervecera, MetroVías, Frig. La Pampa, Estrada, Telefónica de Argentina, Introdutora, G. C. Oeste, Quim. Estrella, Polledo, Gas Natural BAN, Camuzzi, Capex, Euromayor, Garovaglio, Alto Palermo, MetroGas y Distribuidora de Gas Cuyana, todas valiendo menos de la mitad de lo que valían en el 2000.

Sin embargo, las empresas que más se beneficiaron con la devaluación (último RO contra el promedio de 2000 y 2001) fueron en este orden: Acindar, Mirgor, MetroVías, Agrometal, Siderar, Solvay Indupa, Rigolleau, Cerámica San Lorenzo, Ledesma, Minetti, Sniafa, Domec, Celulosa, Estrada, Ferrum, Petrobrás Participaciones y Semino que más que duplicaron el promedio de Resultados Operativos del binenio previo a la devaluación. Claro que en muchos casos no se puede hacer bien la cuenta porque antes perdían y ahora ganan, como los casos de Cresud, Colorín, Caputo, Petrark, Carboclor, Grimoldi, Fiplasto, Longvie, Grafex, Garovaglio, Comercial del Plata, Alpargatas, Cía Cervecera. Tal vez a estas últimas empresas sí podemos decir que el cambio de modelo las benefició.

Perspectivas

¿Y hacia delante?

Un tema de discusión frecuente es sobre el bajo PER de nuestras empresas. Yo no coincido en que el PER de las acciones argentinas sea bajo. El PER está asociado al rendimiento en el largo plazo e íntimamente ligado al riesgo. En Argentina el riesgo es alto de que haya cambios en el tiempo, y por ello solo pueden ser atractivos los activos que permitan una rápida recuperación del Capital invertido.

Si el mercado siguiera la misma lógica que siguió hasta el presente, entonces uno debería esperar que las cotizaciones mejoraran al compás de las mejoras en los resultados de los negocios. Pero hete aquí que hemos visto en números previos de Alzas y Bajas que los resultados en los dos últimos trimestres llegados a la Bolsa, son en general peores. Hemos hablado del efecto Inflación de Costos, es decir que si bien los Ingresos de las empresas aumentan, los costos se incrementan mucho más.

Hablamos de una serie de factores que contribuyen a ello, como los incrementos en los precios de la energía (petróleo, Fuel Oil, Gas y Electricidad), de la Mano de Obra y de algunos commodities que sirven de Materia Prima a las industrias.

Las elecciones han pasado, pero la carga de los Sindicatos por mejoras salariales no ha cesado. En un país donde el mensaje claro es de que estamos mucho mejor, la puja distributiva se hace más fuerte. Dado que este estudio está hecho en dólares, puede revisar el pasado artículo "Rumbo a la próxima devaluación". Por otro lado el Gobierno ha dejado en claro que muchos incrementos solo se harán a la industria y el comercio, como los del gas y la electricidad, y que la presión por la contención de los aumentos en los precios es muy fuerte por parte del Gobierno. Es decir que el mensaje es abierto y claro: "vamos a hacer pagar los mayores costos a las empresas pero no vamos a permitir que incrementen sus precios". Ni más ni menos que lo que vemos en los Balances. Ni más ni menos que lo que vimos en el artículo antes mencionado.

Otro tema no menos preocupante está en relación con la evolución del dólar. Si bien el Banco Central (BC) mantendría reservas para cubrir la Base Monetaria, se quedará descalzo para cubrir su propia deuda de Lebacks. Esto está recalentando por el momento la cotización y el BC ha vendido dólares a futuro (digamos a crédito) en estos días.

Esto es aún incipiente y habrá que ver como se desarrolla esta especie de "crisis" post decisión de adelanto de pago al FMI, algo que en este momento no luce como preocupante, pero que habrá que seguirse con la lupa. En general la ventaja en esta Convertibilidad abierta es la posibilidad de la variación en el tipo de cambio como medio de control de procesos especulativos (o de dudas del mercado), sin embargo el Gobierno se niega nuevamente a dejar obrar los resortes del mercado e interviene vendiendo más Reservas en su afán de evitar un traspaso del tipo de cambio en el índice de inflación y de allí a la deuda externa.

Como corolario podríamos sintetizar que desde el punto de vista general no se ven muchos argumentos para pensar que los resultados mejorarán como para propulsar subas, y uno puede corroborar la presencia de determinados nubarrones. Como siempre una cosa es el panorama general, pero uno invierte en el particular. Y en el particular los mejores incrementos de Resultados Operativos anuales del 3er trimestre respecto de los logrados al 1er trimestre han sido en Caputo, Cresud, Fiplasto, Quickfood, Polledo, Domec, Introdutora, Mirgor, Tenaris, Carboclor, American Plast, Petrol. del Conosur, Sniafa, Agrometal, Alto Palermo y Ferrum. Hubo reversiones de resultados negativos a positivos en Longvie, Dycasa y Alpargatas. Y las caídas más importantes se han dado en Central Puerto, Endesa Costanera y Gas Natural BAN.

Estas son solo líneas generales, pues el mercado ya ha estado ajustando los precios en estas especies, y como siempre nuestro incentivo inversor está en juzgar si los cambios experimentados en las cotizaciones fueron equilibrados o no con el experimentado en los Resultados publicados y en los que llegarán. Porque las empresas no valen principalmente por lo que ganan, sino por lo que ganarán. En este sentido hay cierta sensación de que en los casos más conocidos como Mirgor, Carboclor, Domec, Caputo, Cresud, Fiplasto, Agrometal, Longvie, Dycasa y Alpargatas se podrá seguir en la senda actual de mejora de resultados, mientras que algunos piensan que algunos están inquietos calculando si el crecimiento de Tenaris o de YPF podrían ser sostenibles en el largo plazo.

Por otro lado otros dudamos que la situación de las tres empresas que muestra las caídas de resultados más importantes siga eternamente.

Pero muchos inversores solo se interesan por las grandes oportunidades, cosa que son muy difíciles de encontrar. Pero los lectores no estarían contentos si uno no termina un artículo como este si no se juega. Claro que esto es como sacar una ficha del bolsillo y revolearla como pleno a un número, cosa que particularmente me disgusta. Así luce muy atractiva Central Puerto. Otras que pudiesen descollar si continúan sus negocios como uno deja jugar la imaginación, aún cuando ya aumentaron mucho, podrían ser Mirgor, Agrometal, Longvie, G. C. del Oeste y tal vez Dycasa.

<http://www.ABF.com.ar/>

Cont. Gabriel Castro
22 de diciembre de 2005

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
Prohibida su reproducción o distribución total o parcial
En base a datos de Economía

(En millones de dólares)		Resultados Operativos (12 meses a Setiembre de cada año)						Capitalización Bursátil (Al 19 de diciembre de cada año)					
Empresa	Código	00	01	02	03	04	05	00	01	02	03	04	05
Acindar	ACIN	7.5	-2.3	26.0	151.2	255.6	321.2	226.0	31.5	67.0	314.0	991.2	951.2
Agrometal	AGRO	0.9	1.7	2.0	5.9	5.3	10.4	4.1	4.2	6.0	26.1	24.8	39.0
Alpargatas	ALPA	-24.3	-25.0	-8.3	-12.2	-2.7	0.8	24.9	373.9	66.2	41.1	21.8	68.8
Aluar	ALUA	139.2	132.7	134.3	154.3	174.9	202.7	799.3	1045.1	930.8	1247.9	1452.0	1514.8
Alto Palermo	APSA	25.3	36.9	-3.5	6.1	16.6	31.8	329.0	61.3	34.0	100.6	150.9	163.8
Boldt	BOLD	21.5	24.3	5.6	5.2	17.2	26.4	50.8	32.0	14.3	43.8	66.9	93.5
Carlos Casado	CADO	-1.1	-1.0	-1.0	-1.3	-0.4	-1.1	21.8	9.6	6.8	13.1	11.9	32.4
Caputo	CAPU	0.3	-1.4	-0.8	-0.4	-1.3	1.0	7.9	6.3	4.2	6.4	5.5	7.3
Capex	CAPX	29.6	23.2	7.4	-2.7	5.9	12.8	249.3	91.1	36.9	91.1	79.7	95.1
Carboclor S.A.	CARC	-11.0	-5.9	0.7	5.3	4.6	11.2	16.8	2.5	10.7	13.5	9.0	38.1
E. Costanera	CECO	81.7	19.9	43.2	56.5	58.6	41.8	188.6	56.6	117.6	185.3	191.1	179.8
Celulosa	CELU	7.0	3.8	5.3	8.7	15.3	15.6	25.1	29.6	55.1	71.9	71.7	106.9
Central Puerto	CEPU	28.8	31.0	-8.0	7.2	3.9	4.3	85.0	44.3	18.5	59.2	48.7	57.5
Camuzzi Pamp.	CGPA	53.7	44.9	-2.7	5.6	12.4	14.9	359.9	183.3	54.5	146.0	122.2	128.9
Colorin	COLO	0.1	-1.2	-0.9	1.6	2.7	3.9	5.7	4.8	6.7	7.6	3.3	5.7
Com.I del Plata	COME	-73.1	-6.5	-10.8	-9.4	-4.3	1.8	18.2	10.4	31.0	49.5	30.9	52.9
Cresud	CRES	0.2	-2.5	7.6	6.3	5.5	16.3	92.1	81.4	63.1	169.4	198.0	180.4
Cia Cervecera	CVZA	-11.3	-10.2	-9.6	-10.8	-0.4	0.2	107.5	107.5	9.8	12.1	12.1	12.1
Della Penna	DELA	-0.5	-2.1	-0.3	0.1	1.0	-0.4	1.6	2.7	6.2	7.0	5.8	6.2
D. Gas Cuyana	DGCU	38.2	40.5	7.2	8.3	9.3	11.4	202.4	111.3	69.4	123.2	101.2	101.5
Domec	DOME	1.0	-0.3	-0.5	-1.2	0.4	1.3	11.3	7.0	6.2	6.4	5.8	10.8
Dycasa	DYCA	9.3	5.9	-4.8	0.1	-0.7	2.4	41.7	22.1	16.7	32.5	27.0	33.2
Siderar	ERAR	122.3	34.3	89.0	305.9	394.8	547.2	865.2	312.7	575.8	1539.8	2165.9	2700.0
Estrada	ESTR	0.5	0.5	-5.7	2.8	3.1	1.3	11.2	11.8	11.8	6.4	2.6	2.6
Euromayor	EURO	0.0	-0.8	-1.0	-0.7	-0.5	-0.4	28.7	21.0	10.7	10.7	11.4	11.3
Ferrum	FERR	5.5	2.9	0.0	2.8	6.0	10.2	46.2	37.8	20.4	35.1	45.7	49.4
Fiplasto	FIPL	-2.4	-2.9	1.2	1.8	1.1	2.6	2.9	2.0	7.4	10.0	10.6	9.3
Garovaglio	GARO	-11.2	2.7	-1.2	0.2	1.4	2.6	13.6	2.5	16.4	10.5	6.0	5.7
Gas Nat. BAN	GBAN	96.3	99.1	8.3	18.3	17.8	11.9	553.4	348.3	63.2	219.9	184.5	194.3
Grafex	GRAF	-0.7	-0.8	0.1	0.6	0.6	0.6	2.3	2.3	0.4	1.9	2.0	1.8
Grimoldi	GRIM	-2.3	-2.3	-2.8	0.8	1.5	2.8	8.3	6.2	0.6	6.5	4.1	6.9
Solvay Indupa	INDU	42.7	4.7	50.7	48.5	91.0	145.1	153.4	65.2	184.3	285.1	380.0	425.3
Introduccion	INTR	4.2	3.2	-0.3	0.8	1.2	1.5	45.2	22.8	13.8	14.7	13.6	12.4
IRSA	IRSA	44.6	37.2	-21.4	7.7	38.3	53.2	324.4	139.0	103.7	200.0	278.3	454.9
Minetti Juan	JMIN	-1.7	33.3	-10.2	35.0	51.1	65.5	239.8	133.4	47.6	370.9	404.9	379.6
Ledesma	LEDE	5.6	10.6	15.1	0.0	25.3	34.7	130.1	153.4	228.0	285.5	268.4	278.4
Longvie	LONG	-2.0	-3.4	-5.4	-2.3	-1.4	2.3	10.7	5.8	4.5	9.0	5.7	10.3
Massuh	MASU	-1.2	6.5	6.9	9.1	6.3	4.2	9.7	9.7	37.8	40.5	33.5	32.1
Metrogas	METR	118.5	99.5	12.0	-6.2	29.3	0.0	500.9	296.5	83.7	323.6	246.6	250.1
Mirgor	MIRG	2.9	-1.5	0.1	-0.2	2.7	9.3	10.0	8.2	5.7	12.7	15.3	23.9
Molinos Rio	MOLI	30.5	41.3	20.8	23.0	4.8	23.3	400.6	438.2	347.0	415.3	353.9	361.2
Morixe	MORI	-0.4	-5.9	-2.2	-0.5	0.2	-0.4	2.6	3.3	1.7	2.5	3.3	2.6
Metrovias S.A.	MVIA	10.2	10.2	-4.6	-5.2	-3.6	124.7	124.7	54.8	23.3	12.9	4.4	16.2
G C del Oeste	OEST	47.8	43.8	7.4	4.0	6.7	9.5	176.0	96.0	29.7	33.2	36.7	51.3
Frig. La Pampa	PAMP	-0.7	-0.9	-0.4	-0.8	-0.4	-0.2	7.8	4.8	2.4	1.0	0.7	1.6
Patagonia	PATA	31.1	36.8	0.4	7.0	12.8	16.5	184.0	133.4	49.3	77.7	107.7	130.5
Petrobras Part.	PBE	227.0	408.0	373.1	417.9	522.7	724.3	3304.7	3517.9	1242.7	2010.8	2274.2	2474.6
Pertrack S.A.	PERK	1.9	0.1	-1.2	-3.5	-2.0	-1.7	3.2	1.8	0.0	4.3	3.2	6.7
Petrobras Energ.	PESA	306.0	499.0	282.5	474.9	523.0	725.7	2767.0	3039.8	1218.1	1968.1	1701.7	2133.8
Polledo	POLL	-1.3	5.9	0.0	-0.9	-0.4	-0.3	70.0	43.8	32.5	32.8	20.0	24.2
Quim Estrella	QUES	9.9	9.4	0.2	3.5	-1.7	0.7	68.4	46.5	32.2	24.2	20.7	21.0

Renault Arg.	RENO	-85.9	-59.5	-103	-78.7	-19.1	-22.9	124.1	40.9	71.1	144.8	116.5	334.0
Rigolleau	RIGO	3.2	3.0	4.2	10.4	15.1	17.6	10.9	5.3	15.9	25.7	55.2	62.2
Rosenbusch	ROSE	1.2	1.9	1.8	2.0	2.4	1.5	17.8	13.1	16.8	20.3	20.4	20.5
Cer. S.Lorenzo	SALO	3.0	3.0	2.1	10.9	16.2	13.9	42.7	40.5	16.7	53.5	54.1	53.3
San Miguel	SAMI	14.9	14.7	13.7	10.9	11.3	8.7	39.7	27.2	19.4	36.2	35.6	27.3
Semino, Mol J	SEMI	1.1	1.1	0.7	2.4	2.1	2.3	4.2	3.4	7.2	12.0	10.4	10.6
Sniafa	SNIA	0.5	-1.2	-0.6	0.9	-0.5	-1.3	4.5	3.2	3.6	4.7	3.9	3.1
Telefonica Arg.	TEAR	856.0	680.0	29.4	39.4	159.0	216.4	6639.7	1920.7	573.7	1565.0	1268.8	1638.0
Telecom	TECO	631.0	464.0	-12.3	-4.5	97.0	184.6	2982.7	1545.5	410.6	1534.2	1929.4	2423.8
Transp Gas Sur	TGSU	297.1	317.2	141.3	134.1	152.1	143.4	1191.7	953.4	208.8	677.6	794.5	870.0
Transener	TRAN	83.5	87.0	30.7	12.4	12.2	10.5	277.4	270.1	51.5	168.7	151.3	262.4
YPF	YPFD	2630	2632	1405	2825	2743	3078	10449	8496	5113	13746	16454	23061
Totales Res. Operativos Cap. Bursátil		5844	5822	2514	4696	5504	6902	34718	24596	12535	28722	33130	42718