

Los Balances y los Inversores

Un método para medir cierto flujo de fondos en dólares

Cada vez se hace más difícil interpretar los Balances más para aquellos que miden sus retornos en dólares. Proponemos un método que puede servir de ayuda a algunos inversores.

El interés de los inversores

Los Balances interesan primordialmente a los inversores de mediano y largo plazo. Y en ellos nos concentraremos. Los de corto plazo se guían en general por los sentimientos del mercado, más que por la información contable de las empresas.

Otro aspecto importante es el interés sobre la recuperación de la inversión, es decir si el inversor privilegia el recupero de su Capital tan pronto como sea posible, o el crecimiento empresario como una manera de potenciar el rendimiento en el tiempo.

Este trabajo está pensado para aquellos que intenten lograr el retorno tan pronto como sea posible, y la medición de los retornos en dólares estadounidenses, dado el momento en que atravesamos en Argentina

Para los nuevos accionistas de la empresa, aquellos que piensan comprar ahora acciones, en realidad no les interesa mucho el rendimiento sobre las inversiones pasadas (Rendimiento sobre Activos o sobre el Patrimonio Neto), de la misma forma que no les interesa mucho comparar el precio de la acción respecto del Valor de Libros o Contable, pues estas razones (ratios) comparan contra el Capital invertido por los anteriores accionistas. Les interesa principalmente cuánto les va a quedar a ellos una vez que los acreedores se lleven su parte, en base al precio que pagan por la acción.

También les interesa si habrá nuevas inversiones, porque ellas sí se harán con su dinero. No es lo mismo invertir en una generadora eléctrica, que se supone no requerirá nuevas inversiones, al menos por el momento de nuestro mercado, que una empresa petrolera, que requerirá que se destine gran parte del EBITDA restante a hacer nuevas inversiones en forma constante para mantener su liderazgo.

Otro aspecto importante es el pagos de impuestos ya que el Gobierno es un socio importante en todas las empresas. Hay que mirar cuánto crédito fiscal pudiera haber, tema que beneficia a muchas empresas hoy en día.

Los Balances y los inversores bursátiles:

El Balance muestra la situación Patrimonial y de Resultados de la empresa. El primero nos muestra la situación de los bienes y deudas a un momento dado y el otro las ganancias o las pérdidas durante el último ejercicio económico (un período entre 3 meses a un año). La clave en la determinación de cuánto ganan o pierden los accionistas con el tiempo se constata con los sucesivos Resultados Netos, o por la evolución del Capital Social convertido ahora en el Patrimonio Neto, más los dividendos en efectivo distribuidos, lo que es lo mismo.

La Contabilidad reconoce esta evolución del Capital original en la moneda de cuenta, o sea en la moneda que circula en el país donde está radicada la empresa. Pero el Capital Social no tiene nada que ver con el Capital invertido por un accionista en particular que haya comprado acciones de esta empresa en la Bolsa. Es común que la moneda de cuenta del inversor, en la que pretende medir el rendimiento de su inversión no sea la moneda de cuenta en que se registra el Balance.

- En resumen, los informes contables hablan de un Capital distinto y posiblemente en una moneda distinta a los del inversor bursátil. ¿Es posible conjugar entonces la información brindada por los Balances para que sea útil para los inversores bursátiles?

¿Interesa el valor de los Bienes?:

Es típico escuchar que muchos compran acciones porque están baratas, y la pregunta es ¿cómo se mide si una empresa está barata o cara?

En realidad la pregunta es de muy difícil respuesta y no es intención de este artículo discutir sobre el tema de "Valuación de Inversiones". La intención de la pregunta es plantearle al inversor si él se interesa por el valor del Patrimonio Neto, es decir en el Valor de Libros de la acción, o en los Resultados, o en el Flujo de Fondos.

Muchos dicen que si un Activo de una empresa no es capaz de generar ganancias, ese Activo no vale nada. Tal vez eso es un poco drástico, y podrá valer tanto como su probable valor de reventa.

Por otro lado, si bien el Directorio y los Auditores reconocen trimestre a trimestre que el valor de los Activos se recuperará en el giro de los negocios, hay antecedentes (Acindar, Indupa) donde una parte significativa de los mismos desapareció de un plumazo. Tras la salida de la Convertibilidad, muchos Balances contienen salvedades respecto de la incertidumbre sobre la recuperación del valor de los Activos con el giro del negocio.

En general recomendamos no centrarse mucho en el valor de los Activos, aunque sí en algunos de ellos.

Los Pasivos tendrán importancia en la medida que haya intenciones de saldar las deudas, y no licuarlas mediante algún tipo de acuerdo (voluntario o no), tan en boga últimamente. Si no hay alteraciones a la vista, la parte correspondiente a deudas (es decir sin tomar las Provisiones, si las hay) debería ser bastante precisa y podrá ser usada en sus cálculos.

Los Resultados contienen, en la mayoría de las empresas, un cargo significativo por amortizaciones que corresponden a los Activos, y por ende no se corresponden con el Capital del

inversor en cuestión, sino al Capital de los inversores originales. Por si fuera poco, los ajustes por inflación, que también se refieren a ese otro Capital y posiblemente a otra moneda y las activaciones de ciertas diferencias de cambio han terminado con por quitar cualquier sentido racional al valor expresado por muchos Activos en los Balances.

El Estado de Origen y Aplicación de Fondos es un elemento muy útil, pero es difícilmente sistematizable y también viciado con los ajustes antes descriptos. ¿Qué usar entonces?

Un flujo de Fondos sui generis

Proponemos usar entonces un análisis usando solo algunas partidas del Balance. En realidad reconocemos que su utilidad, como siempre pasa en el análisis bursátil, no se adapta a todas las necesidades de los inversores, pero puede ser de utilidad en muchas oportunidades. Como siempre, no existe un solo estudio que indique con claridad la situación de una empresa, pero este método seguramente le podrá servir para cuestionarse algunos aspectos del negocio y luego investigar más a fondo.

El concepto utilizado es de tomar las partidas que reflejen valores confiables y objetivos en cuanto a su representación de valor. Generalmente tomaremos valores monetarios o que tengamos cierta seguridad de conversión en poco tiempo en valores monetarios, como el dinero disponible, las inversiones, las deudas de clientes, los bienes de cambio y las deudas de la empresa.

La suma de estos conceptos (los pasivos con signo negativo) nos indicarán, medidos a través del tiempo, sobre la generación de fondos de la empresa, y de allí su capacidad de que esos fondos lleguen alguna vez a los accionistas.

En general esta suma dará un resultado negativo, pero el signo no interesa demasiado, sino que interesa la evolución. Claro, si es negativo, muy alto y muestra una baja pequeña, o peor aún una suba, podrá ser preocupante.

El racional

Como la Contabilidad usa la partida doble, cada vez que la empresa registra pérdidas o ganancias registra cambios patrimoniales que se reflejan en el Balance o Estado Patrimonial.

Cuando vende, aumenta el dinero en efectivo, en Bancos o los Deudores por Ventas. Cuando compra, disminuye el dinero en efectivo o en Bancos, o aumentan los Acreedores. Es decir, que el giro normal del negocio altera (aumenta o disminuye) normalmente los valores de los Activos Corrientes o Pasivos. Si la empresa tiene costos financieros, éstos aumentarán las deudas o disminuirán la Caja. La mayoría de los costos también alteran estas líneas del Balance, a excepción de las amortizaciones que como dijimos no tendremos en cuenta.

Midiendo la evolución de ciertos Activos Corrientes, como las Disponibilidades, Inversiones, Créditos por Ventas, Bienes de Cambio y los Pasivos (excepto Provisiones), tendremos una buena idea de la evolución del negocio.

Que cosas no se tienen en cuenta

Este método no registra ciertos movimientos monetarios. Si variaran algunos ítems como los Créditos Impositivos, estos

cambios no se tomarían. Nada impide que usted considere a estas líneas, tanto los de los Activos Corrientes como los no Corrientes, pero nosotros, al eliminarlos, nos hacemos muy conservadores frente a la situaciones que hoy plantean cierta incertidumbre.

Si la empresa invierte, aumentando por ejemplo los Bienes de Uso, esta salida de caja o aumento de las deudas disminuirá el flujo de fondos, o lo podrá hacer negativo. Esto es porque ese dinero, que le corresponde a usted, se inmoviliza para producir ganancias de más largo plazo, y estamos midiendo lo que usted eventualmente podrá disponer para cobrar en el corto o mediano plazo.

El efecto contrario producen las desinversiones. Si la empresa vende un bien, se incrementará el flujo de dinero que nosotros medimos, con el mismo criterio a lo expresado más arriba.

Los impuestos

El Impuesto a las Ganancias se miden en la medida en que se paguen. En empresas que por alguna circunstancia no esté pagando el impuesto, esto podrá aparecer como un beneficio. Y de hecho lo es en miras al tipo de información que buscamos.

Algunos detalles

Se recomienda el uso de información consolidada, por lo que se deberá tomar los valores en proporción del Capital Mayoritario.

La suma de la diferencia, trimestre a trimestre, nos dará una idea de la recuperación de fondos. La suma de esa diferencia en los últimos 4 trimestres nos dará una idea de cuánto es el flujo anual, y éste puede ser comparado con el precio de la acción (usando la Capitalización Bursátil), teniendo en cuenta lo que se expresó respecto de impuestos e inversiones.

Los valores se convierten a dólares al tipo de cambio de cierre del trimestre. Usted debe tener en cuenta que excepto el dinero disponible en dólares, no existe certidumbre de que se pueda efectivamente lograr ese monto en dólares, pero trimestre a trimestre, se producen los ajustes automáticamente.

Partidas consideradas:

- Activos Corrientes: usamos solo los Activos Corrientes
- Activos Corrientes de recuperación rápida incierta: si bien los Directores y Auditores deberían eliminar, ajustar o alertar sobre partidas de recuperación incierta, de hecho el inversor podrá utilizar un criterio distinto, más conservador, para sus cálculos. Es común que haya Créditos Fiscales en el Activo Corriente, que en general nosotros identificamos para restar de los Activos Corrientes.
- Pasivos: en general tomamos todo el Pasivo. Si hubiese partidas por Provisiones, eventualmente las eliminamos del Pasivo.
- Partidas de Ajuste: eventualmente identificaremos a aquellas partidas excepcionales y que queramos ignorar del flujo analizado por ser significativa y eventual.

- Porcentaje de Resultados de Minoritarios sobre Resultados Netos: éste ajustará las cifras proporcionalmente.
- Dividendos en efectivo pagados: por la disminución de efectivo que producen.

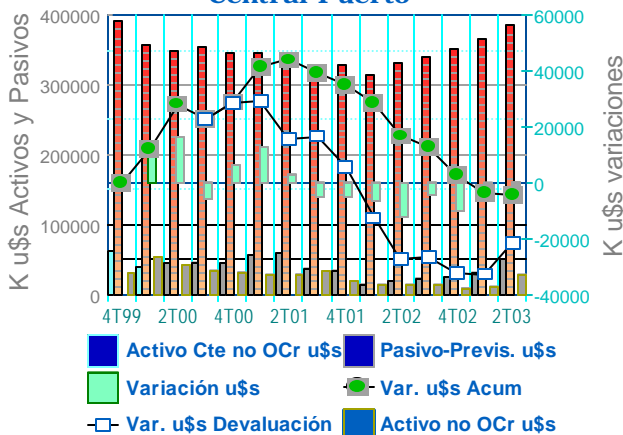
Vemos los casos de Central Puerto y Rigolleau.

Central Puerto (miles de u\$s)	3T02 Sep-02	4T02 Dic-02	1T03 Mar-03	2T03 Jun-03
Activo Cte no Ocr	22807	24142	30822	50317
Pasivo-Previs.	340301	351587	364847	384852
Activos - Pasivos	-317494	-327446	-334025	-334535
Ajustes	0	0	0	0
Variación	-4268	-9951	-6580	-509
Var. Acumulada	12584	2632	-3947	-4457
Var. d. Devaluación	-22176	-32128	-38707	-39217
Fondos anuales	-26793	-32128	-32707	-21309
Cap Bursátil	47132	121406	116325	162625
Años	-1,76	-3,78	-3,56	-7,63
Dividendos Efectivo	0	0	0	0

Vemos que ya antes de la devaluación en el 1er trimestre de 2002 estaba afrontando una situación difícil, pero que se agravó fuertemente luego de la devaluación. Desde ese momento sufrió una caída de Fondos de casi 40 millones de dólares. La situación del último trimestre ha sido menos mala, pero es solo una mejora estacional. Evidentemente con este nivel de despachos y con este nivel de precios hace que su pasivo se incremente más que el dinero que le queda disponible.

A pesar de la grave situación que afronta hoy en día, el mercado apuesta a que finalmente se llegará a una solución, pero claramente se puede apreciar que nadie puede ser optimista respecto de recibir dinero vía dividendos por mucho

Activos Líquidos contra Pasivos Central Puerto

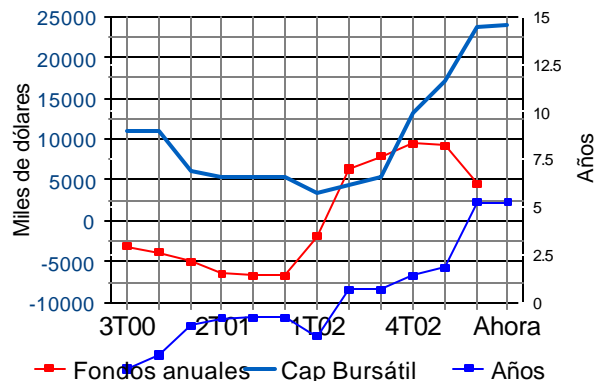


tiempo.

En el caso de Rigolleau, vemos como la situación era difícil con la Convertibilidad, y como mejora con la devaluación. Hay

Capitalización Bursátil Rigolleau

Respecto de los Fondos Generados



un fuerte impacto puntual por el efecto de pesificación, por lo que las cifras anuales más confiables son las últimas. La mejora se refleja en un aumento del precio de la acción que más que duplica el valor bursátil de la empresa medido en dólares. Sin embargo, si la empresa pudiera mantener este nivel de negocios, aún a pesar de la suba el precio de la acción parece atractivo.

PNME: la Posición Neta en Moneda Extranjera:

Cuando los argentinos teníamos a la Convertibilidad ignorábamos esta parte del Balance. Cuando se devaluó era tal vez una de las secciones más revisada por los inversores. ¿Es tan importante?

En realidad la evolución de la PNME no es la parte más importante a concentrarse. Pero es importante en un país con una evolución del tipo de cambio incierto. Es que hay que estar atentos; en un país con el Estado Nacional y las principales empresas en estado de default, es importante mirarlo.

Pero generalmente el Anexo G, el que posee la PNME, solo menciona a algunos activos y pasivos monetarios. Hay empresas que tienen otros bienes cuya evolución está ligada estrechamente con la evolución del tipo de cambio.

Por ejemplo, los Bienes de Cambio de las centrales eléctricas en general representan combustibles cuyo precio de mercado cotiza en dólares. En Mirgor, una autopartista, un gran porcentaje de los Bienes de Cambio y de los Deudores por Ventas varían de acuerdo con la evolución del euro.

Por este motivo nosotros analizamos la PNME ampliada, consignando no solo a los activos y pasivos monetarios originalmente expresados en moneda extranjera, sino que también incorporamos a aquellos ítems del Balance que guarden una cierta correlación con el tipo de cambio, y en la parte proporcional al contenido de moneda extranjera.

Así tenemos:

- Activos ME: Activos monetarios en Moneda Extranjera según el Apéndice G del Balance. Corresponde generalmente a las disponibilidades o inversiones en moneda extranjera

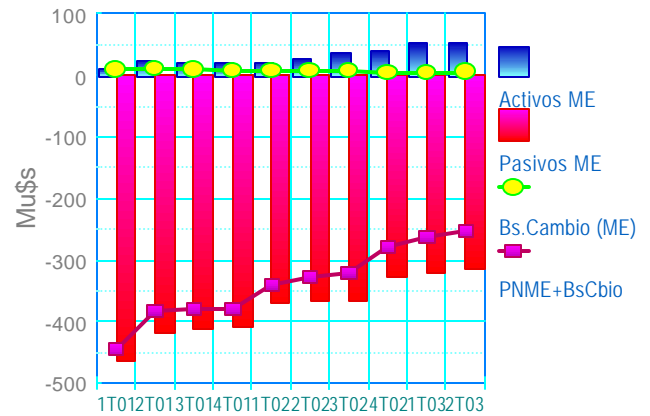
- Pasivos ME: Pasivos monetarios en Moneda Extranjera según el Apéndice G del Balance. Corresponde generalmente a las deudas documentadas en moneda extranjera
- PNME: Posición Neta en Moneda Extranjera, la diferencia entre los dos conceptos anteriores. Generalmente es negativo, es decir que la empresa debe en moneda extranjera (digamos en dólares) más de los dólares que tiene corriente.

PNME+: La PNME más los conceptos antes referidos (Bienes de Cambio, Deudores por Ventas, etc...)

Posición Neta en Moneda Extranjera (apéndice G y otros)				
Ctrlal. Costanera	4T01	2T02	4T02	2T03
Consolidado Mu\$s	Sep-02	Dic-02	Mar-03	Jun-03
Bs.Cambio (U\$\$)	7	8	5	5
Ds x Vtas (%ME)	0	0	0	0
Activos ME	20	28	41	54
Pasivos ME	-407	-364	-325	-313
PNME	-387	-336	-284	-259
PNME+BsCbio	-379	-329	-279	-253
PNME+BsC+DsVs	-379	-329	-279	-253

Como vemos, en el caso de Central Costanera se puede apreciar desde el abandono de la Convertibilidad, una disminución de su Posición Neta en Moneda Extranjera deudora de Mu\$s 379,4 a los Mu\$s 253,5 en el último trimestre. El cambio se produce por un lado por la disminución de sus Pasivos medidos en dólares, como por una mejora importante en sus Activos medidos en la misma

Posición Neta en Moneda Extranjera Central Costanera



moneda. En este caso, los Bienes de Cambio (combustibles) que ajustan normalmente con el valor del dólar aumentaron en el mismo período en Mu\$s 7,6. Los Deudores por Ventas que ajustan por la variación del dólar (el pago del mantenimiento por los despachos al mercado spot) no se han considerado en este estudio.

- 📄 [Http://www.ABF.com.ar/](http://www.ABF.com.ar/)
- 📁 Más informes sobre el tema
- ✉ Envíenos sus comentarios

Cont. Gabriel Castro
30 de agosto de 2003

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

El o los autores pueden tener intereses en posición igual o contraria a las opiniones vertidas. Hacemos el mayor esfuerzo por la calidad de los datos provistos, pero no damos garantías. Los lectores son los únicos responsables por sus operaciones, aún las basadas en la información provista, por lo que no se asume responsabilidad alguna. El entorno de inversión es el largo plazo. Los cuadros se expresan en miles de pesos (\$aK), los informes en millones de pesos (\$aM), o eventualmente en unidades, miles o millones de dólares estadounidenses (\$, K\$, M\$).