

# 12

## EVALUACION DEL DESEMPEÑO

### SE ESTUDIAN ESTOS TEMAS

Cómo se reúnen los resultados del análisis en la opinión acerca del desempeño de la empresa  
El cálculo de los coeficientes promedio de varias empresas, y las precauciones para su utilización como estándares  
Pautas para realizar la comunicación mediante un informe de análisis financiero

### § 12.1 Significado de la evaluación e importancia de la comunicación

La evaluación de la empresa es el resultado del análisis, pero no se forma mecánicamente al final, a partir de las cifras reunidas. No es el producto de una iluminación repentina, después de realizar las tareas técnicas del análisis.

La evaluación es un precipitado de los juicios que se han ido formando al observar sucesivamente las condiciones de la empresa. Condiciones que se ponen de manifiesto en los indicadores relevantes de su desempeño y de su posición en el sector.

La etapa 7 del análisis, la evaluación final, consiste en reunir esos juicios en una opinión íntida y concluyente que responda a las preguntas con las que se ha orientado el análisis. (*Se puede releer el apartado § 1.12 con la perspectiva que da el camino recorrido.*)

Esta opinión debe asentarse en las medidas realizadas pero no se reduce a ellas. Las medidas se utilizan principalmente como fundamento de la comunicación.

La opinión del analista debe ser persuasiva. Un requisito para esto es que no esté llena de salvedades acerca de la información disponible y del trabajo realizado.

El análisis financiero debe tener fortaleza propia, y no prestada sólo de las cifras.

La opinión requiere familiarización con las condiciones en que se expresa la medición contable. Así paulatinamente se va realizando la ponderación de cuán significativos son los efectos de las normas de valuación aplicadas. Hay que considerar que la complejidad de las transacciones empresarias actuales pone a prueba hasta la representación contable más cuidadosa.

La única certeza es que no hay números de la empresa que sean ciertos por sí mismos. Dependen de las condiciones de medición, están envueltos en ellas. Y lo que interesa es cómo se perciben.

**Condiciones de medición.** Esto es algo común a casi todas las mediciones. Consideremos algo aparentemente tan simple como la temperatura. ¿Cuál es la temperatura media en una región? Realmente no hay una medida unívoca. Primero es necesario transformar esas condiciones físicas con un instrumento que las resume y cuantifica. Pero la medición no es continua, ni espa-

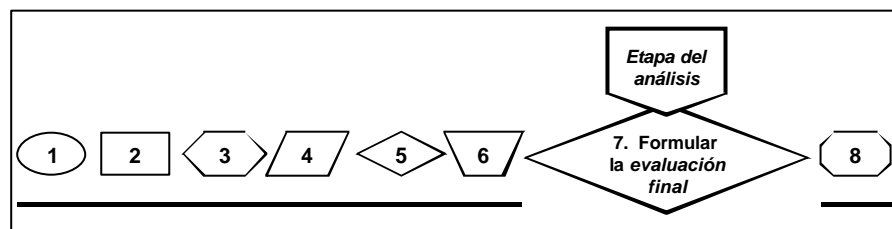
cial ni temporalmente. Hay puntos y momentos de medición. De este conjunto de convenciones convenientes resultará una temperatura media, digamos, por día, por mes, por estación. Esta información no es independiente de esas convenciones. Por tanto, no se puede utilizar con provecho si no se entienden los efectos que tienen esas condiciones en el número final.

**Cómo se perciben los números de una empresa.** Esta es una cuestión de comunicación. La persuasión es una tarea compleja, que tiene sus fundamentos en la solidez del análisis, pero que no resulta sólo de su solidez “técnica”.

La persuasión no debe confiar con exclusividad en lo que parece intelectualmente indudable: “dados estos hechos la conclusión lógica es ésta”. Porque algo es indudable sólo si se comparte ese modo de ver los hechos. Y este modo surge de las prioridades y los intereses de los individuos. La opinión persuasiva es la que apunta al eje de motivación del destinatario.

Los individuos pueden ser una sorpresa cuando no se tiene claro el criterio con que se manejan. Es necesario aportar respuestas a las diversas preguntas que suscita el problema. Preguntas acerca del significado de los hechos y la congruencia de la conclusión. Las cuestiones de fundamentos deben considerarse con cuidado porque, finalmente, los individuos suelen ser sensibles a alguna apelación de racionalidad. El problema es saber cuál apelación será efectiva.

En este capítulo se completan los elementos para la evaluación de la empresa que se han ido presentando, de modo que pueda darse un contenido concreto al enfoque de la empresa que tiene el analista. Y el enfoque siempre se expresa con estándares; entonces, queda por considerar la pregunta ¿es posible utilizar promedios de los indicadores de varias empresas para obtener indicadores estándar de desempeño?



## § 12.2 El poliedro del desempeño

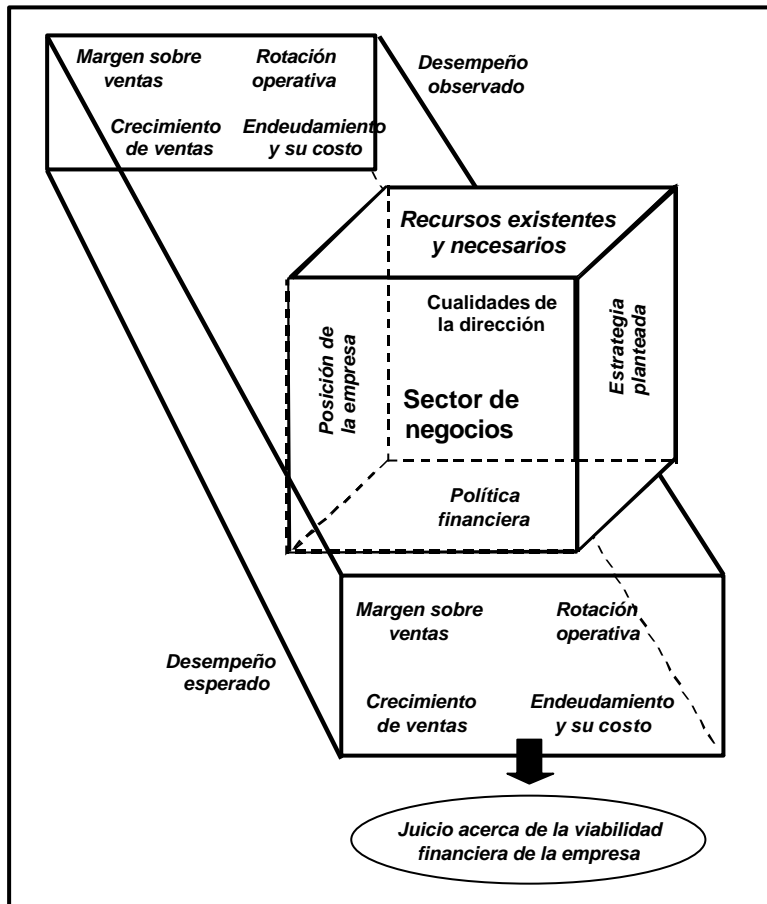
La evaluación competitiva y de la dirección permite conectar los indicadores que describen el desempeño observado con el posible desempeño futuro.

La descripción del desempeño se realiza con cuatro dimensiones operativas básicas: margen y rotación, endeudamiento y crecimiento.

Los elementos que conectan el desempeño observado con el desempeño futuro son:

- ◆ Las principales características del sector de negocios
- ◆ La posición que tiene la empresa en su sector
- ◆ La estrategia que desarrolla la empresa
- ◆ Los recursos existentes y los que son necesarios para esa estrategia
- ◆ Las cualidades de la dirección
- ◆ La congruencia de la política financiera

En el esquema 12.1 se representan en el poliedro del desempeño de la empresa estos seis elementos.



**Esquema 12.1**  
**Poliedro del desempeño**

La cara más cercana es el sector de negocios, que define los límites dentro de los cuales se puede desarrollar la empresa. Las caras laterales expresan el modo en que la empresa compete, mediante una estrategia que le permite obtener y mantener una posición específica en ese sector.

Las características de la estrategia y las perspectivas de su ejecución dependen, en primer lugar, de las cualidades de la dirección: es la cara posterior del cubo, a veces la más difícil de evaluar con equidad.

El desarrollo de la estrategia requiere recursos físicos y humanos, cuya disponibilidad y características condicionan los resultados. Esta es la tapa del cubo; cubo que, finalmente, está asentado en una política financiera de la empresa que sea congruente con sus objetivos y con el contexto de los negocios. La política financiera permite calificar el realismo de las metas competitivas. Porque el juicio acerca del desempeño futuro está referido a la viabilidad del crecimiento y el rendimiento esperados con la estrategia de la empresa, la situación del sector y las posibilidades de financiamiento.

### § 12.3 El enfoque del análisis

Una vez que se han estudiado las principales cuestiones técnicas del AFIC vamos a retomar algunos aspectos de la finalidad y el enfoque del análisis planteados en el capítulo 1.

Porque al encarar un análisis en concreto estos conceptos y herramientas son conocidos. Pero durante el estudio no lo eran hasta que no se explicaron sus detalles.

El análisis financiero se realiza siempre con información incompleta. Los datos pueden ser confusos o parciales en aspectos que quizá son importantes.

Los indicadores y las otras mediciones del AFIC ayudan a aclarar los elementos relevantes y a especificar las dudas remanentes. Son una base, pero no dan por sí mismos respuestas que sean definitivas.

Aquí adquiere su pleno significado el enfoque del analista. La nitidez del enfoque condiciona el grado en que se puede llegar a conclusiones sólidas con estos elementos difusos o ambiguos. La información que se utiliza es siempre una abstracción de la realidad de la empresa; el análisis financiero implica afirmaciones acerca de esa realidad subyacente.

Sólo con un enfoque nítido se pueden establecer cuáles son los factores relevantes que afectan a la empresa y el sector económico en que compete, y cómo deben ponderarse esos factores en la evaluación.

Por ejemplo, qué importancia debe atribuirse al crecimiento de ventas, a la evolución del margen, a la intensidad de los activos, al tipo de activos, al endeudamiento.

El objetivo del análisis financiero es llegar a respuestas a las preguntas básicas del problema. El enfoque permite realizar esta tarea; con él se pueden formular afirmaciones tales como:

- ✓ *El crecimiento de ventas de la empresa no debería ser menor que  $x\%$  anual (por ejemplo, 5%, 10%); de lo contrario su posición competitiva se verá comprometida.*
- ✓ *El endeudamiento no debe superar una proporción  $x$  del activo (por ejemplo, 0,4 o 0,6) a menos que el rendimiento del activo sea mayor que  $y\%$  anual (12%, 16%)*
- ✓ *Los dividendos no deben ser mayores que  $z\%$  (por ejemplo, 30%, 50%) del flujo de fondos operativo (excedente operativo).*

El enfoque consiste en establecer los estándares que son utilizables para interpretar la información. Los *estándares* son las medidas de los indicadores que representan las condiciones de funcionamiento de una empresa o de un sector económico que pueden considerarse *buenas*.

#### § 12.4 Coeficientes estándar para el análisis de una empresa

El análisis financiero se simplificaría mucho si pudiera llegarse a la evaluación de una empresa comparando sus indicadores con indicadores estándar.

Tales coeficientes estándar representarían las condiciones “sanas” o “deseables” de la empresa (que se comentaron en § 1.13: se recomienda leer de nuevo ese breve apartado). Uno podría decir, por ejemplo “si el endeudamiento total es mayor que 1 la empresa tendrá dificultades”; o “si el rendimiento del patrimonio es menor que 12% el desempeño del negocio no es satisfactorio”.

Entonces, no haría falta demasiada pericia ni un criterio experto. Sería suficiente realizar una correcta clasificación de los rubros y aplicar un calculador de indicadores. La evaluación de la empresa sería automática.

Sin embargo, las cosas no suelen ser tan sencillas. Además, esta solución puramente “técnica” puede parecer maravillosa en una primera impresión. Pero entonces el análisis financiero aporta poco valor; el analista sería sustituido por un software calculador de indicadores.

Y un buen analista aporta mucho más que ese puro cálculo (el cual es provechosamente automatizable).

Ya se comentó (en § 4.3) que los indicadores contables *describen* algunos aspectos de la empresa. Para *interpretar* el desempeño a partir de esos indicadores es necesario establecer la relación con otros elementos. Elementos que pueden, a su vez, *describirse* con los cinco tipos de indicadores fundamentales.

Los indicadores fundamentales permiten comprender las relaciones entre los indicadores contables que son relevantes para el análisis. Las magnitudes “aceptables” o “buenas” de los indicadores contables dependen de estas relaciones, y varían de modo significativo por tipo de actividad y por etapa en el desarrollo de la empresa y del sector.

Con frecuencia se utilizan como estándares los indicadores contables promedio de cada sector. En el cuadro 12.1 (panel superior) se detallan los indicadores de tres sectores genéricos.

Estas cifras son promedios con una base demasiado amplia. En cada uno de los sectores existen diversas ramas de actividad y cada una tendrá una figura específica. En el panel inferior se reproducen algunas de las actividades dentro del sector Alimentos y Bebidas.

**Cuadro 12.1**  
**Ejemplos de indicadores promedio por sector**

Sector	Rendimiento del patrimonio	Margen sobre ventas	Rotación operativa	Endeudamiento financiero	Plazo de clientes	Plazo de proveedores
Alimentos y bebidas	15%	5%	2	0.5	32	35
Construcción	16%	15%	0.9	0.7	62	41
Comercio minorista	13%	3%	3.5	1.2	14	30

**Sector Alimentos y bebidas**

Aceite	15%	5%	2.5	1.2	35	40
Agua envasada	14%	9%	1.3	1.0	33	51
Cerveza	10%	10%	0.8	0.5	28	42
Conservas vegetales	16%	12%	0.9	2.1	65	48
Golosinas	14%	7%	1.8	1.8	19	22
Lácteos	11%	5%	1.9	0.9	25	18
Panificación	14%	6%	2.2	0.8	31	22

Los promedios por actividades más homogéneas en cada sector pueden parecer una medida adecuada del desempeño, contra la cual se compararán los indicadores de una empresa.

Sin embargo, para obtener promedios representativos deben tomarse muchas precauciones. En un sector hay empresas a las que les va mejor que a otras, tal vez por su tamaño o su posición de mercado (líder del sector). El promedio del sector es justamente eso, un promedio de todas estas características, las que pueden originar una gran dispersión de la medida.

Una precaución básica es agrupar a las empresas del sector en aquellas con buenos resultados y aquellas con mal desempeño. Con esto se obtiene la descripción mediante indicadores contables de lo que podría considerarse la empresa promedio *ideal* del sector. En cada agrupamiento pueden considerarse por separado las empresas según su tamaño. (Puede verse Amat, 1998, pág. 263)

La validez de los indicadores promedio, entonces, requiere hacer varias divisiones en cada sector económico amplio: a) en conjuntos homogéneos de actividades, b) por los resultados que obtienen, c) por el tamaño. En economías relativamente pequeñas (como la argentina) la cantidad de empresas por sector no es tan grande. Al agruparlas según estas características quedarán muy pocas empresas en cada grupo, o tal vez sólo una.

Porque, además, hay que utilizar información contable de las empresas que tenga suficiente grado de detalle como para evaluar su confiabilidad y comparabilidad. Hay empresas que operan en varios sectores; para poder utilizar las cifras contables es necesario disponer de información desagregada para cada actividad. Hay empresas que recién se inician, y otras ya establecidas. Algunos indicadores son sensibles a la etapa de la vida de la empresa que representan los estados contables de un período. También existen problemas de comparabilidad por los criterios de valuación y de exposición contable que se utilizan.

La información sectorial que recopilan algunas instituciones suele ser muy resumida y pueden existir varios de estos problemas de comparabilidad. Por esto, tales promedios sectoriales no siempre pueden utilizarse en el análisis de una empresa. Es necesario evaluar previamente su calidad: «cuando se dispone de datos sectoriales es conveniente analizar la composición y el

proceso seguido para su obtención con el fin de dictaminar su fiabilidad y utilidad» (Amat, 1998, pág. 273)

En resumen, los estándares obtenidos con promedios de sector son útiles como *un primer paso en la evaluación del desempeño de una empresa*. Pero el rótulo de “promedio sectorial” no habilita por sí mismo a una medida para que pueda considerarse un estándar de desempeño de las empresas del sector.

### § 12.5 Los estándares y la experiencia del analista

En el análisis financiero siempre se utilizan estándares. La experiencia del analista es la base para la identificación de los aspectos relevantes en la evaluación de una empresa, y para la especificación de los valores *que deberían tener* los indicadores que utiliza.

Los coeficientes contables calculados como promedio de un sector se utilizan *cuando el analista considera* que son representativos.

Remitir a la experiencia del analista no implica relativizar la técnica del análisis, sino poner el juicio personal en el lugar adecuado. La técnica no aporta soluciones automáticas por sí misma.

Esto no significa que la evaluación no pueda automatizarse. En muchas calificaciones de crédito se utiliza un conjunto de indicadores y relaciones contra el cual se compara cada caso. Pero este conjunto ha sido extraído de la experiencia de uno o más analistas, sistematizada para que otros puedan utilizar sus resultados.

La experiencia tiene origen inductivo. Se forma abstrayendo de las situaciones que se observan aquellos aspectos que, justamente por acumulación, se consideran importantes. Así surge una tipología propia del analista. Tipología que no es estática, sino que se revisa con la observación. La calidad (confiabilidad) del analista está en el proceso de revisión que funciona en él.

Un analista es demasiado “rígido” cuando está muy asentado en su experiencia previa, y es reticente a revisarla según las nuevas observaciones. Un analista es demasiado “flexible” cuando le da mucha importancia a lo último que ve y realiza generalizaciones excesivas (a partir de una base insuficiente). En las proximidades de ambos extremos las opiniones del analista se terminan percibiendo como poco confiables; y serán poco persuasivas.

Estos comentarios no son una definición de la experiencia ni un método para formarla; tan sólo enuncian algunas de sus características. Refiriéndose a lo que a veces se llama “experiencia de la vida”, Ortega y Gasset decía que «es tan difícil de definir como de adquirir».

### § 12.6 Los tres equilibrios de una empresa

Las condiciones de funcionamiento de la empresa se describen con indicadores tales como margen sobre ventas, rotación, rendimiento, crecimiento financierable, endeudamiento.

Existen tres equilibrios que se evidencian en estos indicadores, cuyas relaciones fundan el desarrollo de los estándares que se utilizan en la evaluación: el equilibrio operativo, el equilibrio financiero y el equilibrio de la empresa.

El *equilibrio operativo* está dado principalmente por el rendimiento operativo, y resulta de la magnitud y composición de la ganancia operativa y de los recursos utilizados.

El *equilibrio financiero* se observa comparando los compromisos financieros potenciales con la magnitud y composición del flujo de fondos operativo.

Y el *equilibrio de la empresa* es la forma en que puede financiarse el crecimiento. Resulta de la congruencia entre el crecimiento de las ventas, el rendimiento del negocio y las metas financieras (endeudamiento, obtención de capital y distribución de ganancias).

Estos equilibrios no son algo que pueda observarse de modo directo. La evaluación consiste justamente en formular las perspectivas acerca de los tres aspectos.

El crecimiento suele ser una condición para mejorar la competitividad de la empresa: su posición de mercado, la calidad de los recursos humanos que puede obtener y mantener, el ritmo de desarrollo de procesos y productos.

Un crecimiento demasiado rápido puede requerir un aumento excesivo del endeudamiento, o quizá perjudique el rendimiento actual. Las manifestaciones de esta situación en el flujo de fondos tal vez lleven a dificultades financieras en el corto plazo, lo cual afecta el ritmo de inversión, y con eso el crecimiento posterior; con lo cual no se alcanza el aumento del rendimiento que se busca con ese crecimiento.

Los tres equilibrios son las relaciones entre el rendimiento, el crecimiento y el financiamiento; éstos son los tres hilos que se entrecruzan formando la “soga” del desempeño económico. La evaluación consiste en identificar qué características tiene la “soga” que forma una empresa con su estrategia competitiva y financiera, y qué podrá hacer con ella.



### PREGUNTAS DE COMPRESION

**Pregunta 12.A** Comente con sus palabras y ejemplifique el significado de los tres equilibrios de una empresa.

### § 12.7 Comprender las medi- ciones y los factores fundamentales

La evaluación del desempeño utiliza las cifras contables pero no deriva linealmente de ellas. La medición contable tiene muchos matices, y para utilizarla es necesario entenderlos. Todos ellos tienen importancia para la evaluación financiera.

Al enfrentar la complejidad y la diversidad de las normas y las prácticas contables algunos prefieren enfatizar la arbitrariedad de la medición. (Es importante tener en cuenta que esa complejidad y diversidad es muy grande en las economías más desarrolladas, que por eso presentan una mayor variedad de situaciones empresarias.)

Pueden decir, entonces, que es mejor ignorar esas cifras, y que se obtiene un juicio más adecuado con el ejercicio libre de la imaginación del analista.

Pero no se dispone de otra descripción del desempeño que sea más completa. Los estados contables son informativos, aunque las mejores piezas de información estén en la letra pequeña. Justamente las reglamentaciones acerca de los estados contables hacen que muchas de esas peculiaridades de valuación puedan identificarse.

Esa opinión a priori de irrelevancia de las cifras contables no sirve para nada. Tal vez sea sólo una justificación síquica de la pereza.

La existencia de “prácticas contables creativas” requiere justamente no hacer un uso simple y directo de las cifras. La cosmética puede afectar hasta a las partidas que son aparentemente tan “puras” y fácilmente medibles como las ventas. Y sin duda puede realizarse en toda la gama de activos, provisiones e “ingresos varios”. Se han estudiado las consecuencias de diversos aspectos de medición que deben considerarse al utilizar las cifras contables. (Un recuento y comentario de estos temas puede consultarse en Amat y Blake, 1997, y Goxens y Gay, 1999, págs. 145/168)

La evaluación consiste en ponderar la relación que existe entre las cifras contables y los factores del negocio. El flujo de fondos es un elemento que ayuda en la contrastación e interpretación, porque está menos influido por las valuaciones, aunque sí por las omisiones lisas y llanas.

Los matices de esta representación del negocio permiten identificar el punto central significativo para el análisis. Por ejemplo, el crecimiento de ventas, la evolución del margen, la composición de los aumentos de activos, el aumento de endeudamiento. En torno a este punto se estructura la evaluación.

Sólo así se obtiene una explicación convincente. Esta debe compatibilizar la imagen contable con las perspectivas que informa la dirección de la empresa y con la opinión del analista acerca del desempeño de la empresa y del sector.

No hay nada más difícil de explicar que los puntos de inflexión, en especial cuando se proyectan cambios positivos en el rendimiento o el flujo de fondos. Por lo general esos puntos de inflexión se verbalizan con apelaciones a los cambios de estrategia de la empresa o a la tendencia de la economía.

Muchas personas son más sensibles a los relatos que a las cifras. Son los clientes óptimos de relatos acerca de las consecuencias positivas de una reestructuración, la evolución favorable de un nuevo mercado, el desarrollo de un nuevo producto. Las características de estas historias son «la insinuación más o menos fundada de ganancias espectaculares, una lógica superficialmente válida y una escasez de verificación cuantitativa» (Fridson, 1996, pág. 33)

Todos estos son los insumos con los que se produce una evaluación que debe ser simultáneamente correcta y creíble. Aunque estas dos cualidades a veces conviven con dificultad.

### § 12.8

#### **La imagen de la empresa para el analista**

La evaluación es sencillamente la expresión de la imagen que el analista tiene de la empresa y del sector en que realiza sus negocios.

Esa imagen puede estar influida por las opiniones predominantes en cada momento acerca de la posible evolución de los sectores. En especial las perspectivas de crecimiento y rendimiento.

El esquema 12.2 muestra una tipología que refleja aproximadamente la forma en que los analistas financieros consideran a los sectores de la economía, las llamadas “economía tradicional” y “nueva economía del conocimiento y las comunicaciones”.

El potencial de crecimiento tiene cierta realimentación, al menos el crecimiento que más importa, el de ganancias y rendimiento de los recursos. Los sectores de la economía “tradicional” van obteniendo las oportunidades de crecimiento con el desarrollo de los sectores especializados de la información. Estos sólo pueden materializar todo su potencial de crecimiento a través de las empresas de producción básica, de distribución y de infraestructura.

Esto induce a mayor especialización y desarrollo tecnológico, que realimenta el circuito. Realmente no existen esos dos grandes tipos de sectores separados (“tradicional” y “nuevo”), sino una economía con nuevas pautas de integración.

La compleja trama de contratos y asociaciones que se va urdiendo entre las empresas tiene efectos en su desempeño futuro que pueden ser difíciles de dilucidar. La rápida transformación de los sectores a veces se utiliza para justificar la aplicación de criterios de evaluación del desempeño que son distintos a los habituales de rendimiento, forma de financiamiento y flujo de fondos operativo.

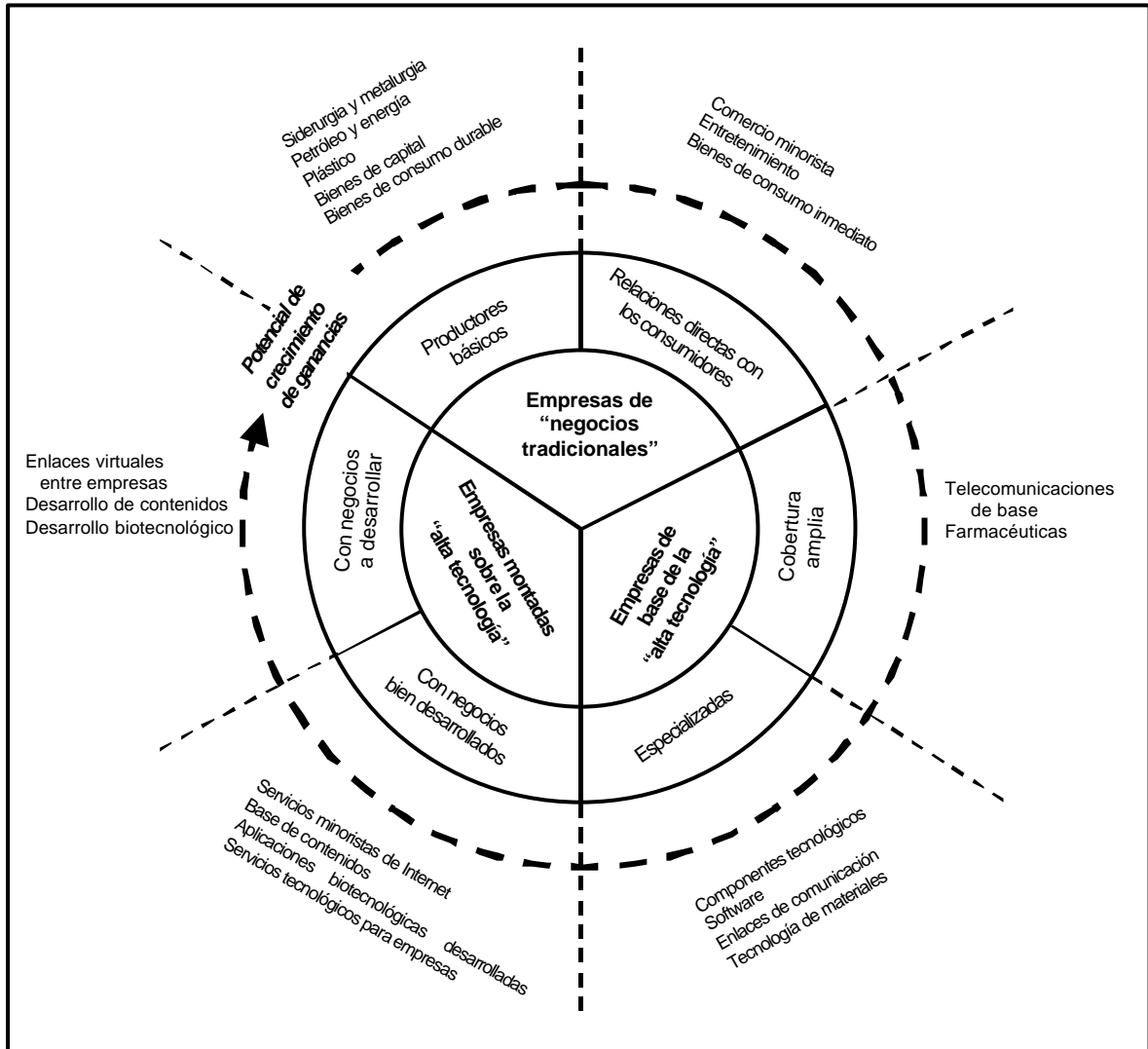
Esa evolución hace más complicada, si bien cada vez más importante, la comprensión acerca de cuáles son los factores fundamentales en un sector: ¿es el tamaño de la empresa, o el crecimiento del mercado, o la disponibilidad de capital, o el ritmo de inversión, o la renovación de productos, o los recursos humanos, o el desarrollo de tecnología? ¿O el modo en que se va integrando en el conjunto resultante?

No hay que olvidar que el analista se forma un juicio acerca del desempeño de una empresa evaluando lo que observa del pasado y con una idea del futuro que le parece razonable. Y tal vez en ese juicio no pondere adecuadamente el impacto de las oportunidades que existen para la empresa. Al fin de cuentas, si viera las oportunidades de negocios tal como, con suerte, pueden llegar a ser, no sería analista; sería empresario.

Finalmente, la principal cualidad del analista es ser consciente de la propensión que, quien más quien menos, todos tenemos a las opiniones rápidas y a los prejuicios positivos y negativos.



**Esquema 12.2**  
**Una tipología actual de las empresas**

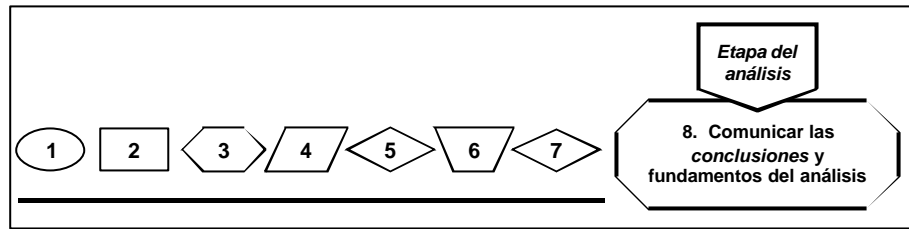


**PREGUNTAS DE  
COMPRESION**

**Pregunta 12.B** ¿Cuáles pueden ser las medidas patrimoniales y de resultados que se observan en las empresas de los tipos enunciados en el esquema 12.2?



Está disponible una solución comentada



### § 12.9 Comunicación del análisis

El análisis financiero se realiza para apoyar la toma de una decisión: la concesión de crédito, el aporte de capital, la revisión de una política comercial o de un plan de inversiones, etc.

La opinión que expresa la evaluación debe ser persuasiva para que esas conclusiones se utilicen realmente en la decisión.

Un requisito básico es que las conclusiones se entiendan; deben utilizarse expresiones que sean acordes con el lenguaje del destinatario. La terminología debe ser al mismo tiempo técnica y comprensible.

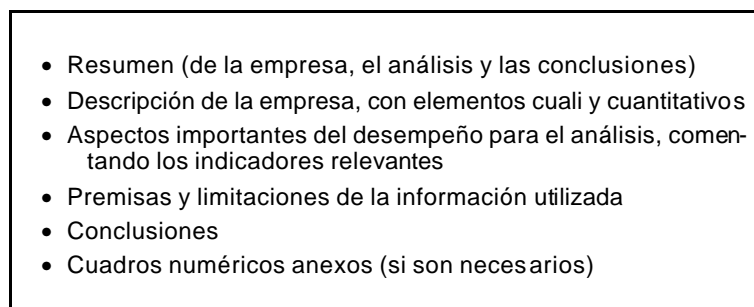
La persuasión también depende de la confiabilidad de quien formula la opinión. En esto juega la comprensión de la empresa y el sector de negocios que pone de manifiesto el analista, la experiencia que se le reconoce en su trabajo y la validez de anteriores opiniones, si han existido.

Por la índole del trabajo la comunicación requiere el sustento de un informe escrito. Al hacerlo el analista completa y aclara los antecedentes y las conclusiones.

La extensión del informe depende del tipo de análisis y su finalidad. Debe contener, con el grado de detalle pertinente, referencias a:

- ✓ Los factores que se consideran positivos y negativos en la evaluación
- ✓ Los principales aspectos analizados (cualitativos y cuantitativos)
- ✓ Las condiciones en las que se basa la evaluación:
  - la información utilizada y su grado de adecuación
  - las premisas consideradas acerca de la economía y el sector de negocios
  - el enfoque con el que se formuló la interpretación

En el esquema 12.3 se incluye un listado de contenido mínimo del informe.



#### Esquema 12.3 Contenido de un informe de análisis financiero

- Resumen (de la empresa, el análisis y las conclusiones)
- Descripción de la empresa, con elementos cuali y cuantitativos
- Aspectos importantes del desempeño para el análisis, comentando los indicadores relevantes
- Premisas y limitaciones de la información utilizada
- Conclusiones
- Cuadros numéricos anexos (si son necesarios)

Es necesario que las interpretaciones estén claramente separadas de los datos en que se basan.

La comunicación efectiva requiere establecer un eje, que son los aspectos esenciales de las conclusiones; con éste se ordenan los demás aspectos de la evaluación. Este eje permite enfatizar nítidamente aquello que es más importante. Por ejemplo, la evolución de precios o del margen, las características de proceso de inversión y las condiciones en que se manifestarán sus resultados, el impacto de los cambios en la política de crédito a clientes.

Tanto el énfasis como el recuento prolijo y cuidadoso de datos y detalles son hojas de doble filo en la comunicación. Se requieren para la persuasión, pero en forma complementaria: no son efectivos ni el énfasis declamatorio sin fundamento ni la exposición “horizontal” (en la que todo está al mismo nivel). Ambos terminan provocando hastío o desconfianza, con mengua de la credibilidad.

Los aspectos básicos y significativos estarán al comienzo del informe, en el resumen del análisis. Este resumen no debe ser muy extenso, ni contener demasiadas referencias a datos o planillas numéricas posteriores.

Los informes muy extensos no son por sí mismos persuasivos o convincentes (aunque algunos piensan que transmiten una imagen de trabajo profundo y cuidadoso). Sí lo es el orden en que se presentan los comentarios, los datos y los cuadros numéricos. Este orden no es necesariamente el de la secuencia lógica, desde los datos y las premisas a las conclusiones; es el orden que el analista quiere que tenga la atención del destinatario.

El resumen inicial del informe es la llave de esta atención, y por eso condiciona fuertemente la efectividad de la comunicación. Porque la claridad de las expresiones y de los temas que se enfatizan es un indicio de la claridad de las ideas acerca del problema. Y la percepción que tenga de esto el destinatario influirá en el carácter persuasivo de las conclusiones.

### § 12.10

#### **Resumen: El análisis financiero es uso de datos y de imaginación**

El análisis financiero está referido al futuro. Finalmente todo se reduce a la habilidad de percibir los indicios significativos de ese futuro que hay en el presente. Indicios de que un sector o una empresa evolucionarán hacia una mayor prosperidad o hacia la declinación, o el estancamiento de la simple subsistencia.

Esta es la parte difícil del análisis; la parte fácil es estrujar cifras y datos, y obtener, si somos técnicamente hábiles, un fundamento comunicable de lo que es más o menos obvio.

*Si somos técnicamente hábiles.* Esta es una de las dimensiones del asunto. Para hacer una buena medición a veces se requiere una tarea cuidadosa de depuración de datos. La condición básica es saber qué significa cada medida contable, y cuándo se requieren más detalles que los contenidos en los resúmenes contables para completar el análisis.

No cualquiera entiende la descripción del desempeño que surge de la información contable. Es necesario estar familiarizado con el contenido de esa información y sus características, y con los aspectos que son significativos para el análisis financiero.

Este significado es el producto de la estructura conceptual del AFIC, con la cual se detectan los indicios relevantes y se califica lo que aparece como disonante. La porosidad de las mediciones económicas es inevitable. Para ser efectivo el análisis financiero no debe realizarse a partir de rigideces esquemáticas, pero tampoco sin una estructura para dar significado a los datos. Ni preconceptos inamovibles, ni hoja en blanco.

*La otra dimensión de la tarea del analista.* Para la percepción de indicios significativos se necesita familiaridad con los negocios que se analizan. También es necesario desarrollar una imaginación ordenada, en el sentido que no esté demasiado apegada a los datos y hechos, pero tampoco demasiado alejada de ellos.

Porque finalmente el punto importante es convencer, y esto requiere una mezcla de fundamento real (lo que es argumentable racionalmente) y de “visión” intuitiva.

(También requiere un compromiso, que a veces es delicado y difícil de establecer, entre lo que el analista piensa que es verdadero y lo que será verosímil para el destinatario.)

### § 12.11

#### **Recapitulación del análisis financiero**

El procedimiento del análisis financiero con información contable son los pasos mediante los que se establece la finalidad según el problema de decisión, se selecciona e interpreta la información y se comunica la opinión acerca de la decisión más adecuada.

Las técnicas del análisis financiero permiten interpretar la información expresada en indicadores contables y componentes del flujo de fondos. Con la utilización integrada de los indicadores y del flujo de fondos se obtiene una descripción útil y sintética de los principales aspectos del desempeño económico y financiero de la empresa.

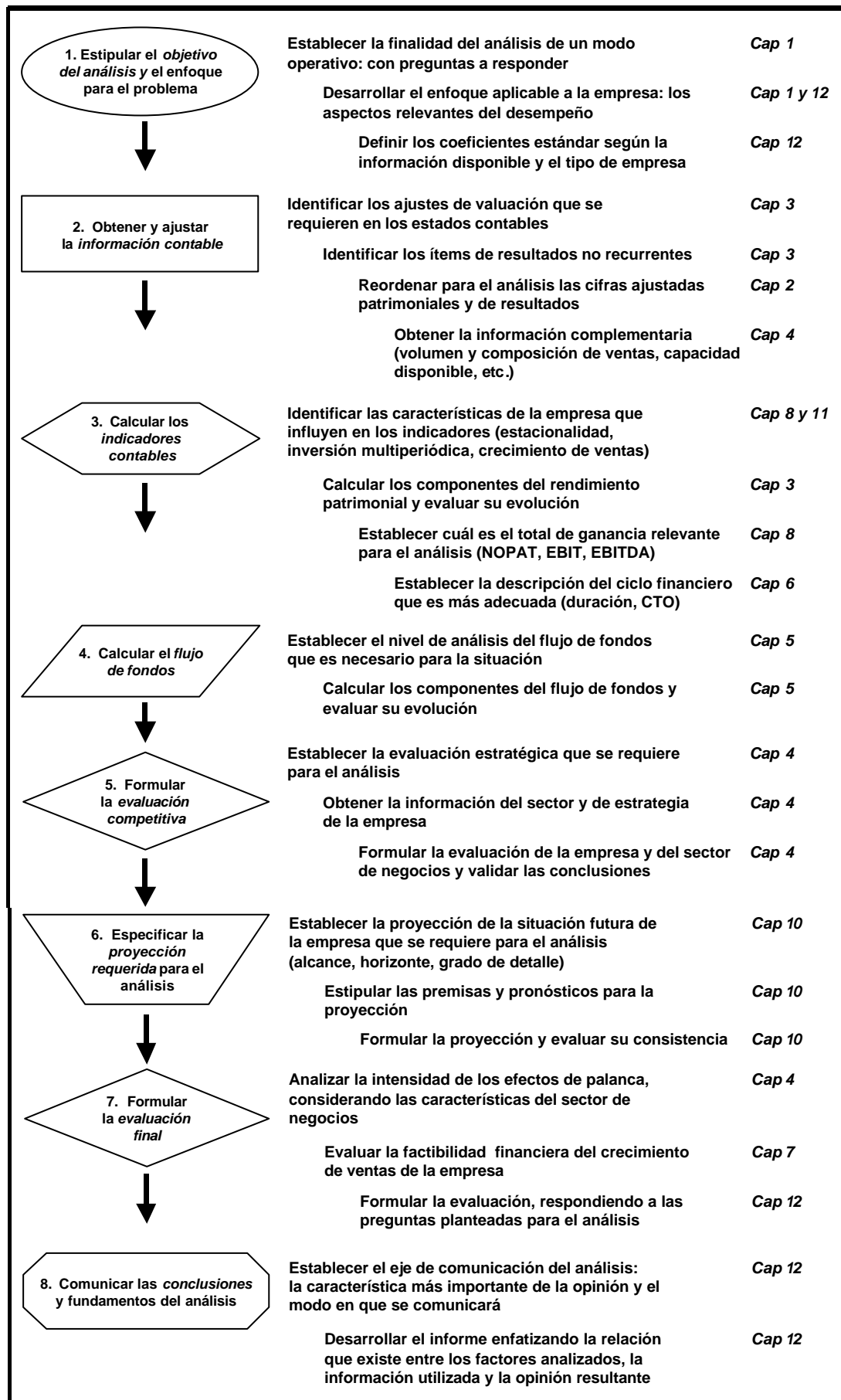
Justamente por eso se ha explicado el AFIC con un marco conceptual que permite la medición y la interpretación de las dimensiones del desempeño.

La perspectiva de futuro que tiene el AFIC se expresa en proyecciones de la situación económica y financiera. La formulación de proyecciones válidas requiere la comprensión de los factores que influyen en el desenvolvimiento de la empresa y el sector de negocios.

El trabajo del analista concluye con la evaluación de los resultados y su comunicación efectiva. En la elaboración de esta respuesta hay que ir más allá de los datos y los indicadores. El valor de la tarea del analista está en el enfoque que realiza del problema y de la empresa, con el cual selecciona los aspectos relevantes y evalúa su significado. El análisis financiero es intensivo en números, pero no es exclusiva ni principalmente numérico.

En el esquema 12.3 se reúnen los temas estudiados con la secuencia que tiene la realización del AFIC. Este es un orden de trabajo, una guía resumida de las tareas y las técnicas para desarrollar el análisis financiero de una situación de negocios.

**Esquema 12.3**  
**Guía para la realización del AFIC**





## PREGUNTAS DE REPASO

- ✓ ¿Cómo pueden medirse los coeficientes contables estándar?
- ✓ ¿Qué limitaciones tiene el cálculo y la utilización de coeficientes estándar?
- ✓ ¿Cuáles son los tres equilibrios de una empresa y cómo se relacionan para la evaluación?
- ✓ ¿Qué ejemplos puede mencionar de “prácticas contables creativas”?
- ✓ ¿Cuáles son los elementos que debe contener un informe de análisis financiero?
- ✓ ¿Qué características influyen en la efectividad de comunicación de un informe de análisis?
- ✓ ¿Cómo puede describirse sucintamente el marco conceptual integrado con que se orienta el AFIC?

**Corrobore que puede aplicar estos conceptos resolviendo el EJERCICIO DE AUTOEVALUACION 14**



## EJERCICIO DE AUTOEVALUACION

### 14. IMPSAT FIBER NETWORKS

IMPSAT FIBER NETWORKS brinda servicios de redes privadas de telecomunicaciones y de Internet en América Latina. Ofrece servicios diseñados a medida referidos a integración de datos, voz e Internet, con énfasis creciente en la transmisión de banda ancha para compañías nacionales y multinacionales, instituciones financieras y agencias del gobierno. También ofrece servicios de Internet a proveedores de servicio y contenido.

La empresa tiene operaciones en Argentina, Colombia, Venezuela, Ecuador, México, Brasil y Estados Unidos. Los servicios de telecomunicaciones e Internet se prestan con redes propias, que consisten en enlaces de fibra óptica y radio, telepuertos y estaciones de tierra, con enlaces contratados de fibra óptica y satélite. Posee y opera 12 redes en áreas metropolitanas, incluyendo Buenos Aires, Bogotá, Caracas y Sao Paulo.

Está construyendo una red de fibra óptica que abarque América Latina, lo cual permitirá a la empresa mejorar los servicios y aumentar significativamente la capacidad y velocidad de transmisión. En 1999 ya había completado la conexión en las principales ciudades de Colombia, y se prevé que a fines de 2000 estará terminada la conexión entre las principales ciudades de Argentina y Brasil.

**Origen y evolución de Impsat.** Las operaciones de Impsat se iniciaron en 1990 en Argentina, financiadas por el Grupo Impsa (Industrias Metalúrgicas Pescarmona), como red de servicios de comunicaciones a empresas y proveedor minorista de Internet. En 1991 comenzaron las actividades en Colombia y un año después en Venezuela. En 1994 se organizó Impsat Fiber Networks, Inc. combinando estos tres negocios. Con posterioridad se formaron las subsidiarias en los otros países. En 1999 las operaciones minoristas de Internet se transfirieron a El Sitio, e Impsat ha quedado definida como empresa para desarrollos de base en telecomunicaciones y servicios.

El capital se fue ampliando sucesivamente, con aportes de inversores financieros (a través de Morgan Stanley), un socio estratégico (British Telecommunications), y finalmente la oferta pública de las acciones. También se han emitido obligaciones, para encarar las inversiones dentro del plan de expansión.

En el cuadro 14A se resumen los principales componentes patrimoniales. En el activo al 31/12/99 la inversión en El Sitio, Inc. es una participación de 15,4% en el capital, originada en la transferencia de los servicios minoristas de Internet (de Impsat Brasil en octubre 1999 y de Impsat Argentina en noviembre 1999). Se recibieron acciones preferidas rescaptables, que se canjearon por acciones comunes al realizarse la oferta pública inicial de El Sitio, en diciembre 1999.

El costo total de esa participación fue \$ 21.5 millones, y en el estado patrimonial se ha valuado al precio de mercado en la fecha del balance; la diferencia se ha imputado como

ganancia no realizada en el patrimonio. La inversión está sujeta al riesgo de ese negocio, y no existen coberturas para esa exposición. (El valor de El Sitio a ese precio de mercado es \$ 1.500 millones; el valor del capital en el momento de la oferta pública inicial de esa empresa fue \$ 650 millones; hasta junio de 2000 el valor ha fluctuado entre \$ 1.800 millones y \$ 150 millones.)

**Ventas y resultados.** Las ventas de Impsat en 1999 fueron \$ 228 millones; con respecto a 1998 el crecimiento fue 10%. Actualmente la mitad de las ventas corresponden a las operaciones en la Argentina:

Ventas (millones de \$)	1995	1996	1997	1998	1999
Ventas consolidadas	105.6	128.4	161.1	208.1	228.5
Ventas Impsat Argentina	82.1	87.1	99.7	100.5	110.2
Participación %	78%	68%	62%	48%	48%

Las ventas de las sociedades de cada país se muestran en el cuadro siguiente (las cifras no están consolidadas: incluyen transacciones entre las compañías).

Ventas (millones de \$)	1997	1998	1999
Impsat Argentina	99.7	100.5	110.2
Impsat Colombia	50.1	60.4	61
Impsat Venezuela	9.2	15.4	23.2
Impsat Ecuador	5.7	10.4	13.4
Impsat México	1.8	4.5	3.6
Impsat Brasil y Mandic		12.1	15.3
Impsat USA	7.9	14.6	17.2
<i>Total</i>	174.4	217.9	243.9

El cuadro 14B muestra los componentes del resultado.

El resultado operativo fuertemente negativo en 1999 se origina principalmente en:

- ◆ La amplitud de la recesión en América Latina, que restringió el crecimiento de las ventas, e implicó la subutilización de la capacidad satelital contratada
- ◆ La demanda requiere cada vez más enlaces de banda ancha, con un mayor costo de alquiler de redes de terceros
- ◆ El costo de capacidad alquilada por ambos conceptos pasó de \$ 29 millones en 1998 a \$ 45 en 1999 (15% y 20% de las ventas, respectivamente)
- ◆ La presión competitiva sobre los precios, especialmente en Argentina y Colombia, los principales mercados de la empresa
- ◆ Los gastos de desarrollo de la red de banda ancha y de las operaciones en Brasil, ambas en una etapa inicial)
- ◆ Un aumento de la provisión para créditos por ventas de dudoso cobro, que ha pasado de 17,5% del saldo a cobrar en 1998 a 27,5% en 1999. Esto se origina en la situación económica en la región. Los saldos fueron:

	1998	1999
Cuentas por cobrar	57.1	72.0
Provisión cuentas dudosas	(10.1)	(19.8)
Créditos por ventas (neto)	47.0	52.2

- ◆ El cambio en la depreciación de los equipos de telecomunicaciones, considerando los avances tecnológicos en el sector. Estos equipos están sujetos a una rápida obsolescencia tecnológica, y se ha reducido la vida útil de algunos equipos de 10 a 5 años. Esto ha significado un cargo adicional de \$ 52 millones.

**Inversiones y Financiamiento en 2000.** Las inversiones previstas en 2000 para el desarrollo de los segmentos de la red de banda ancha en Argentina y Brasil son \$ 246 millones. En octubre 1999 se realizó un acuerdo con Nortel Networks para el financiamiento de largo plazo de \$ 297 millones, con vencimiento en 2006.

En julio 1999 se realizó un acuerdo con Global Crossing para el uso conjunto de las redes de fibra óptica de Global Crossing en todo el mundo y del enlace transandino que Impsat comenzó a construir en setiembre 1999 (uniendo la costa atlántica de Argentina con la costa pacífica en Valparaíso, Chile). Esto implica contratos de uso de los ductos de Impsat y Global Crossing, y permite a Impsat el acceso internacional. Impsat construirá los tramos

terrestres que conecten los puntos de llegada de los tendidos submarinos de Global Crossing en Brasil, Colombia, Perú y Venezuela a las principales ciudades de esos países. Las otras inversiones de capital para los negocios de telecomunicaciones requerirán \$ 148 millones.

El saldo disponible en diciembre 1999 corresponde a las partes no utilizadas de las colocaciones de obligaciones de junio 1998 y del aporte de British Telecommunicatios en abril 1999.

Además de los ingresos por la oferta pública inicial (\$ 229 considerando la oferta pública y la colocación privada) en febrero 2000 se ha realizado la colocación privada de obligaciones con vencimiento en 2005, por \$ 300 millones.

Con esto, la empresa dispone de financiamiento de \$ 830 millones para las operaciones, considerando el plan de inversiones hasta 2002.

**Perspectivas de la empresa.** La dirección considera que el desarrollo de la red de banda ancha en Argentina y Brasil se completará a fin de 2000. En ese momento se trasladarán a los clientes actuales a la nueva red.

Además, se estima que el mercado accesible se expandirá significativamente, por el crecimiento del mercado de servicios de telecomunicaciones para empresas y por la desregulación de las telecomunicaciones en estos países. Esto proporcionará la oportunidad de ofrecer servicios de Impsat a los nuevos entrantes.

También señala la empresa que se espera una disminución del margen de EBITDA en 2000 en comparación con los períodos anteriores, debido a los costos del desarrollo de la estrategia de banda ancha y mientras se completa la expansión de las operaciones en Brasil.

A partir de 2001 se espera que los márgenes aumenten por el crecimiento de clientes en la red de banda ancha, con lo cual se alcanzarán economías de escala. Esto aún considerando que aumentarán los costos de mantenimiento de la red, y también los gastos generales y de venta, según crezcan las operaciones en Brasil.

La empresa apunta a un mercado diversificado geográficamente, pero los resultados de las operaciones están influidos por las condiciones económicas y financieras en que se desenvuelvan las economías de América Latina.

En los servicios actuales se observa una fuerte presión sobre los precios. Por tanto, existe una disminución de ingresos por unidad satelital de capacidad. El crecimiento en los mercados más explotados (como Argentina y Colombia) tiende a disminuir. Para compensar este menor crecimiento la empresa busca proveer nuevos servicios mediante la red de banda ancha, y expandir sus operaciones a otros países. Ya se han iniciado las actividades en Chile y Perú.

Con esta información considere las siguientes preguntas:

- ¿Cuáles son las características de la empresa que pueden considerarse relevantes para el análisis?
- ¿La evolución del resultado es una buena base de evaluación del desempeño?
- ¿Cómo se interpreta la composición de los activos y su relación con la evolución de las operaciones y las inversiones previstas?
- ¿El sector de negocios se dirige hacia una situación de mayor margen sobre ventas?
- ¿Cómo influye la evolución tecnológica en el rendimiento, considerando los posibles requerimientos de inversión por obsolescencia técnica?
- ¿Por qué la dirección de la empresa, en su información, pone énfasis en que el plan de inversiones está financiado para los próximos años?





**Cuadro 14A**  
**Impsat Fiber Networks Estados patrimoniales**  
(millones \$)

	1995	1996	1997	1998	1999
Caja e inversiones transitorias	6.2	28.9	10.4	90.0	97.5
Demás activos corrientes	30.7	39.4	54.6	69.1	81.5
<i>Total activo corriente</i>	<i>36.9</i>	<i>68.3</i>	<i>65.0</i>	<i>159.1</i>	<i>179.0</i>
Bienes de uso	199.7	227.1	255.4	330.7	310.3
Red de banda ancha					71.9
Participaciones varias (1)	5.4	9.3	10.2	10.7	10.2
Participación en El Sitio, Inc					225.7
Otros activos no corrientes	7.1	10.5	9.3	26.7	31.2
<i>Total activo</i>	<i>249.1</i>	<i>315.2</i>	<i>339.9</i>	<i>527.2</i>	<i>828.3</i>
Cuentas por pagar y otras	31.3	35.2	43.0	57.4	83.1
Cuentas proveedor red de banda ancha					46.2
Anticipos clientes red de banda ancha					23.2
Impuesto diferido				0.1	51.9
Préstamos (3)	97.5	42.9	60.4	40.4	38.7
<i>Total pasivo corriente</i>	<i>128.8</i>	<i>78.1</i>	<i>103.4</i>	<i>97.9</i>	<i>243.1</i>
Préstamos	30.2	156.2	159.7	379.3	399.4
Otros pasivos no corrientes	6.2	3.8	3.0	3.4	16.5
<i>Total pasivo</i>	<i>165.2</i>	<i>238.1</i>	<i>266.1</i>	<i>480.6</i>	<i>659.0</i>
Participación minoritaria	28.5	30.2	10.4	13.1	5.0
<i>Patrimonio neto (4)</i>	<i>55.4</i>	<i>46.9</i>	<i>63.4</i>	<i>33.5</i>	<i>164.3</i>

(1) En compañías que contratan tiempo satelital

(2) Participación de 15.4% del capital de El Sitio Inc, adquirida con un aporte de \$ 21.5 y valuada a precio de mercado

(3) Deuda de corto plazo y parte corriente de deuda de largo plazo

(4) Incluye acciones preferidas y ganancias no realizadas por inversión según (2)

**Cuadro 14.B**  
**Impsat Fiber Networks Estados de resultados**  
(millones \$)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ventas netas	105.6	128.4	161.1	208.1	228.5
Costos y gastos directos (1)	(26.6)	(35.7)	(51.6)	(67.4)	(105.0)
Remuneraciones	(22.2)	(25.6)	(29.1)	(38.2)	(46.2)
Gastos comerciales y generales	(26.1)	(23.0)	(28.2)	(38.7)	(43.4)
Depreciaciones y amortizaciones	(20.6)	(26.3)	(28.7)	(36.9)	(130.1)
<i>Ganancia (pérdida) operativa</i>	<i>10.1</i>	<i>17.8</i>	<i>23.5</i>	<i>26.9</i>	<i>(96.2)</i>
Impuesto a ganancias	0.7	(3.5)	(5.3)	(3.8)	20.7
Otros ingresos (egresos) (2)	2.3	1.9	(0.5)	0.1	7.3
Intereses	(15.7)	(23.2)	(24.3)	(44.7)	(55.6)
(Ganancia) pérdida minoritarios	(1.7)	(1.8)	(1.0)	(2.5)	6.2
<i>Ganancia neta</i>	<i>(4.3)</i>	<i>(8.8)</i>	<i>(7.6)</i>	<i>(24.0)</i>	<i>(117.6)</i>
Dividendos acciones preferidas				(10.0)	(14.0)
Ganancia para acciones comunes	(4.3)	(8.8)	(7.6)	(34.0)	(131.6)
EBITDA	30.7	44.1	52.2	63.8	33.9

(1) Servicios contratados, capacidad alquilada, otros costos directos

(2) En 1999 incluye ganancias por venta del negocio minorista de Internet a El Sitio: \$ 8.9 millones de Impsat Brasil y \$ 5.0 de Impsat Argentina



## PREGUNTAS DE REPASO

En este Manual los ejercicios de aplicación y de autoevaluación están planteados como problemas estructurados, utilizando la información de los estados contables que es pertinente para los temas que se estudian.

Es importante ejercitar también la habilidad para comprender la información contenida en los estados contables y seleccionar la que se requiere en un análisis financiero.

**Corrobore que puede realizar el análisis financiero de una empresa estructurando usted mismo la información disponible.**

**Para esto realice las tareas propuestas en el EJERCICIO DE AUTOEVALUACION 15**



## EJERCICIO DE AUTOEVALUACION

### 15. Empresa a elección

Seleccione una empresa y obtenga los estados contables de al menos dos años (preferentemente cuatro). Procure obtener también información acerca del sector competitivo (tamaño, número de competidores, evolución esperada).

Realice el análisis financiero con la información de los estados contables de la empresa, considerando la información del sector que haya obtenido y las expectativas acerca de la economía.

Para completar esta tarea:

- Procure describir de modo sintético las principales características del rendimiento de la empresa y de sus requerimientos de inversión para mantener la posición en el mercado. (Para esto tenga en cuenta que la evolución de magnitudes físicas de actividad y de capacidad, y de los precios y costos unitarios, habitualmente es importante como elemento de interpretación y de comunicación.)
- Ponga en una lista todas las dudas que tenga acerca de la medición de los componentes significativos del rendimiento
- Considere el modo en que puede resolver sucesivamente cada uno de estos aspectos
- Evalúe la importancia que tienen en su análisis los aspectos que no pueda resolver
- Formule sus conclusiones a partir del análisis realizado. Exprese estas conclusiones en un informe escrito. Revise este informe considerando las siguientes condiciones:
  - ✓ Los aspectos importantes de la empresa y de su evaluación deben resumirse en no más de una hoja
  - ✓ Los principales fundamentos de esa conclusión deben plantearse mediante descripciones y cuadros numéricos en no más de tres hojas. (Si piensa que es conveniente para la comunicación persuasiva de su opinión puede incluir la información que considera importante en anexos del informe.)

Se pueden obtener los estados contables de empresas que hacen oferta pública de acciones o de bonos en estas direcciones:

[www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)

[www.bolsanet.com.ar](http://www.bolsanet.com.ar)

## REFERENCIAS

- AMAT, Oriol, *Análisis de estados financieros*, 5ª Ed., Gestión 2000, Barcelona, 1998
- AMAT, Oriol y BLAKE, John, *Contabilidad creativa*, Gestión 2000, Barcelona, 1997
- BERSTEIN, Leopold, *Análisis de estados contables. Teoría, aplicación e interpretación*, Ediciones S, Barcelona, 1993
- BIONDI, Mario, *Interpretación y análisis de los estados contables*, 5ª Ed., Macchi, Buenos Aires, 1996
- BLUMENTAL, Robin Goldwyn, Por qué todavía tiene adeptos el modelo DuPont de 80 años de antigüedad, *Ejecutivos de Finanzas*, 1998, N° 143, 53/58
- CONSO, Pierre, *La gestión financiera de la empresa*, 5ª. Ed., Hispano Europea, Barcelona, 1984
- FORNERO, Ricardo A., Esquema de una crisis financiera en la empresa, *Administración de Empresas*, 1984, T. XIV, 925/947
- FORNERO, Ricardo A., *Proyecciones financieras determinísticas*, Serie Cuadernos Administración 98, FCE-UN Cuyo, 1992
- FORNERO, Ricardo A., Diagnóstico financiero de un plan de negocios, *Alta Gerencia*, 1994, T. VI, 115/136
- FORNERO, Ricardo A., Calificación del riesgo de empresas y títulos, *Cuadernos de Finanzas 37 de SADAFA*, 1997
- FORNERO, Ricardo A., Rendimiento económico e inversión en empresas de la Argentina, *Disertaciones en XIX Jornadas Nacionales de Administración Financiera*. SADAFA, Córdoba, 1999
- FORNERO, Ricardo A., Endeudamiento de empresas argentinas en los años '90, *Revista Ejecutivos de Finanzas*, Marzo 2000a, 15/22
- FORNERO, Ricardo A., *Modelos de componentes para analizar el rendimiento patrimonial*, Serie Estudios Administración 46, FCE-UN Cuyo, 2000b
- FORNERO, Ricardo A. y PELLEGRINO, Antonio, Endeudamiento de las empresas: ¿existen diferencias sistemáticas entre países?, *Revista Ejecutivos de Finanzas*, Mayo 1996, 38/46
- FOWLER NEWTON, Enrique, *Análisis de estados contables*, La Ley, Buenos Aires, 2002
- FRASER, Lyn M., *Understanding Financial Statements*, Prentice Hall, New Jersey, 1995
- FRIDSON, Martin S., *La interpretación de los estados financieros. Una guía para profesionales*, Deusto, Bilbao, 1996
- GOXENS, M. Angeles y GAY, José M., *Análisis de estados contables. Diagnóstico económico-financiero*, Prentice Hall, Madrid, 1999
- HAX, Arnoldo y MAJLUF, Nicolás, *Gestión de empresa con una visión estratégica*, 2ª Ed, Dolmen, Santiago (Chile), 1993
- HIGGINS, Robert C., How much growth can the firm afford?, *Financial Management*, 1977
- HIGGINS, Robert C., *Analysis for financial management*, 5<sup>th</sup> Ed, McGraw Hill, New York, 1998
- HUNT, Pearson, A proposal for precise definitions of "trading on the equity" and "leverage", *Journal of Finance*, v.16, 1961, 377/386
- LOPEZ DUMRAUF, Guillermo, Determinantes de la estructura de capital en la República Argentina, *Revista Ejecutivos de Finanzas*, Abril 2000, 40/52
- MACARIO, Alberto J., El capital de trabajo: sus efectos económicos y financieros, *Administración de Empresas*, 1982, T° XIII, 11/30
- MONDINO, Diana y PENDAS, Eugenio, *Finanzas para empresas competitivas*, Granica, Buenos Aires, 1994
- OSORIO, Oscar M., *La capacidad de producción y los costos*, Macchi, Buenos Aires, 1991
- PORTER, Michael, *Ventaja competitiva*, CECSA, México, 1987
- SELLING, Thomas and STICKNEY, Clyde, Disaggregating the rate of return on common shareholders' equity: A new approach, *Accounting Horizons* (December 1990), 9/17
- WHITE, Gerald, SONDHI, Ashwinpaul and FRIED, Dov, *The Analysis and Use of Financial Statements*, Wiley, New York, 1994

## Índice de los principales temas

- Activo
  - Activo corriente operativo neto (ACON) § 3.4
  - Activo fijo operativo neto (AFON) § 3.4
  - Activo no operativo § 11.5
  - Activo operativo § 2.2
  - Activo operativo neto § 2.2
- Ajustes en valuación contable § 3.13
- Análisis financiero § 1.1 y § 1.2
  - Análisis financiero externo § 1.9
  - Información § 1.8
  - Técnicas § 1.6
  - Usos § 1.7
- Análisis financiero con información contable (AFIC) § 1.10
  - Enfoque § 1.13, § 3.15, § 12.3
  - Experiencia del analista § 12.5, § 12.7
  - Finalidad § 1.12
  - Imagen de la empresa § 12.8
  - Procedimiento § 1.11
  - Tipología de empresas § 12.8
- Calificación de riesgo
  - De bonos § 9.5
  - En el sistema financiero § 9.4
- CAPEX § 8.5
- Capital de trabajo
  - Componentes § 6.7
  - Magnitud § 6.8
- Ciclo financiero corto § 1.5, § 6.6
- Ciclos financieros de un negocio § 1.5
- Circulación financiera § 1.3, § 2.2
- Coefficiente de activación § 3.4
- Coefficiente de cobertura de intereses § 3.14, § 9.3
- Coefficiente de diversificación § 11.4
- Coefficiente de endeudamiento financiero § 3.7
- Coefficiente de endeudamiento total § 9.2
- Coefficiente de liquidez § 6.9
- Coefficiente de solvencia § 9.2
- Coefficientes o ratios § 3.1
- Coefficientes estándar para el análisis § 12.4
- Comunicación del análisis § 12.9
- Costo del pasivo financiero § 2.3
- Costos operativos
  - Estructura § 4.4
- Crecimiento de ventas
  - Interpretación del crecimiento sostenible § 7.4
  - Líneas de crecimiento sostenible § 7.5
  - Medición contable y crecimiento sostenible de ventas § 7.6
  - Sostenible financieramente § 7.3
- Dificultades financieras § 9.1
- Dimensiones del desempeño § 12.2
- EBITDA § 8.5
- Efecto palanca financiera § 4.8
- Efecto palanca operativa § 4.7
- Efecto palanca total § 4.9
- Endeudamiento financiero § 3.7
- Equilibrios de una empresa § 12.6
- Estacionalidad de la actividad § 11.2, § 11.3
- Estados contables § 2.1
- Estados contables consolidados § 11.8
- Evaluación competitiva § 1.14, § 4.1
- Flujo de fondos § 5.1
  - Componentes § 5.2
  - De fuentes financieras § 5.3
  - Estado de Flujo de Efectivo § 5.6
  - Generación operativa § 5.5
  - Interpretación del flujo de fondos operativo § 5.5
  - Inversiones fijas operativas § 5.5
  - Operativo § 5.3
  - Relación con rendimiento patrimonial § 7.2
  - Tratamiento del saldo de Caja y Bancos § 5.6
- Fuentes de financiamiento § 1.4, § 2.2
- Ganancia operativa § 2.3
- Informe del análisis § 12.9
- Intensidad de la estacionalidad § 11.4
- Margen sobre ventas
  - Margen bruto sobre ventas § 2.4
  - Margen operativo sobre ventas § 2.4, § 3.4
- Modelo DuPont del rendimiento patrimonial § 3.14
- NOPAT § 8.5
- Pasivo operativo § 2.2
- Pasivo financiero § 2.2
- Plazo de bienes de cambio § 6.4
- Plazo de créditos por ventas § 6.3
- Plazo del pasivo operativo § 6.5
- Porcentajes
  - Cambio porcentual Anexo 1
  - Cambio en puntos porcentuales Anexo 1
  - Horizontales § 2.8
  - Verticales § 2.5, § 2.7
- Promedio de saldos § 11.2

## Proyecciones financieras

- Alcance § 10.11
- Análisis de sensibilidad § 10.10
- Base de la proyección § 10.8
- Coefficientes § 10.9
- Equilibrio financiero proyectado § 10.5
- Evaluación de una proyección § 10.12
- Estados contables proyectados § 10.2
- Multiperiódicas § 10.4
- Período de la proyección § 10.7
- Procedimiento de proyección § 10.3

## Recursos

- Operativos y no operativos § 1.4
- Rendimiento del activo § 3.2, § 3.3, § 3.5
  - Con activo no operativo § 11.5
  - Cuando hay participaciones en otras sociedades § 11.8
  - Efecto de los procesos de inversión § 8.1
  - Interpretación en negocios con estacionalidad § 11.2

## Rendimiento del activo

- Interpretación en empresas con negocios en varios sectores § 11.8
- Rendimiento promedio plurianual § 8.3
- Rendimiento del activo no operativo § 11.5
- Rendimiento del patrimonio § 3.6, § 3.8, § 3.9
  - Estrella del rendimiento § 4.3
  - Impulsores económicos § 4.3
  - Indicadores fundamentales § 4.4
  - Relación con flujo de fondos § 7.2
- Rendimiento extraordinario § 3.12
- Rendimiento operativo (ver Rendimiento del activo)
- Rendimiento no recurrente § 3.12
- Rotación operativa § 3.4
- Rotación de ACON y de AFON § 3.4
- Valuación contable, ajustes § 3.13
- Ventaja financiera § 4.11