



UNIVERSIDAD  
NACIONAL  
DE TUCUMÁN



FACULTAD DE  
CIENCIAS ECONOMICAS  
UNIVERSIDAD NACIONAL TUCUMAN

# PROYECCION DE ESTADOS CONTABLES CRESUD

Autores: Amado, Silvana

Rodriguez, Oscar Alfredo

Director: Triviño, Eduardo

**2018**

Trabajo de Seminario: Contador Público Nacional

## Resumen

Los Estados Contables Proyectados son el resultado de la presupuestación integral que efectúa una organización. Como toda información prospectiva, cobran especial importancia las premisas e hipótesis que las personas involucradas en el proceso de presupuestación adopten para efectuar las estimaciones propias de la tarea encarada. Esta actividad posee una alta incertidumbre inherente, con lo cual el aporte de la proyección de datos reviste especial utilidad, ya que se constituyen precisamente en una herramienta de tratamiento de la incertidumbre, donde las variables en juego se cuantifican considerando la vaguedad propia de su naturaleza.

La estructura del trabajo comienza con una descripción de los estados contables proyectados y del proceso de presupuestación que les da sustento. Luego incorporamos algunas consideraciones sobre la incertidumbre inherente a toda proyección, a fin de dar mayor credibilidad a los informes contables y la exposición de algunos ejemplos prácticos para facilitar el entendimiento de este tema que tiene su gran complejidad.

Por último proponemos un caso de aplicación donde analizamos los estados contables de una empresa multinacional con inversiones en diversos lugares del mundo, observando cómo se realiza la proyección de los estados contables para diferentes periodos, teniendo en cuenta el contexto donde se desarrolla y cuáles son sus políticas de inversión, endeudamiento, etc. y, finalmente, extraemos conclusiones

## Introducción

Los principales instrumentos de transmisión de información sobre la situación económica y financiera de las organizaciones, de gestión pública o privada, con o sin fines de lucro, son los estados contables. Esta información será utilizada tanto por usuarios internos como ajenos al ente, que se trasformarán, en definitiva; en los principales interesados en la fiabilidad de su contenido.

Los estados contables exhiben información útil para la toma de decisiones de diferentes tipos de usuarios. Deben contemplar las características de la información y de los destinatarios de la misma, además de cumplir con diversos requisitos impuestos por las resoluciones técnicas vigentes. Básicamente, los estados contables resumen dos tipos diferentes de datos: los relativos a variables stock, como el estado de situación patrimonial, que presenta los bienes, derechos, deudas y patrimonio neto de la organización en un momento determinado; y los relativos a variables flujo, como el estado de resultados, el estado de evolución del patrimonio neto y el estado de flujo de efectivo, que contienen información sobre el comportamiento de los ingresos, egresos, cobranzas, pagos y partidas del patrimonio neto en un período determinado.

Ahora bien, así como efectuamos el análisis de información perteneciente a situaciones del pasado que nos permite determinar la situación financiera de una empresa, es posible evaluar también la solvencia y rentabilidad a futuro, a partir de los estados contables proyectados.

La creciente inestabilidad del entorno plantea la exigencia de mejorar los elementos para la toma de decisiones. En algunos casos, la información provista por los estados contables tradicionales se presenta insuficiente. Es verdad que la información proyectada supera el problema de la insuficiencia de información, pero no es menos cierto que enfrenta otro obstáculo y no de menor envergadura: al tratar con elementos del futuro

económico y financiero de la organización y el medio en el cual se desenvuelve, muchos de los datos serán inciertos, para cuyo tratamiento necesitaremos valernos de herramientas que contemplen la incertidumbre y permitan efectuar un uso adecuado de la información.

El objetivo final de este trabajo está enfocado en evaluar un caso real de una empresa multinacional, analizando sus lineamientos a futuro, su posicionamiento estratégico y los riesgos que afronta. Con todos los datos mencionados nos embarcaremos en la tarea de realizar una proyección de sus estados contables para establecer si es conveniente invertir o no en la mencionada compañía.

## CAPITULO I

### Información financiera prospectiva

Sumario: 1.- Información contable prospectiva. 2.- Consideraciones generales y antecedentes. 3.- Los estados contables proyectados. 4.- Marco teórico.

#### 1.- Información contable prospectiva

##### Definición

No existe una definición de “**Información Financiera Prospectiva**” (IFP) aceptada internacionalmente. Se puede definir IFP como: “La información financiera prospectiva es aquella que se basa en el histórico de hechos pasados de la compañía para configurar una hipótesis acerca de lo que puede ocurrir en un futuro. Este tipo de información es altamente subjetiva y su preparación requiere un alto componente de juicios de valor”.<sup>(1)</sup>

La IFP representa la mejor estimación del futuro de los directores. En la práctica, la información será una de las siguientes:

- La mejor estimación de lo que cree que será el resultado real;
- Una estimación de lo que esperan será el resultado (un target); o
- Un ejemplo puramente ilustrativo de un resultado hipotético dentro de

---

<sup>(1)</sup> Consultas a bases de información, en Internet: <https://actualicese.com/actualidad/2018/01/18/informacion-financiera-prospectiva-para-que-sirve-y-cuando-puede-estar-involucrado-el-auditor/> (12/03/2018)

un rango de posibles resultados.

La IFAC, en su ISA 810 “La Examinación de Información Financiera Prospectiva” (actualmente considerada para revisión) tiene las definiciones correspondientes para dos de estos elementos:

“Un pronóstico significa IFP preparada sobre la base de suposiciones de eventos futuros que los administradores esperan tengan lugar, y las acciones que los administradores esperan llevar a cabo hasta la fecha en la que la información sea preparada (suposiciones mejor estimadas).

Una proyección se define como IFP preparada sobre la base (a) de suposiciones hipotéticas sobre eventos futuros y acciones de los administradores que no se espera necesariamente que tengan lugar, o (b) una mezcla de suposiciones mejor estimadas e hipotéticas”. Mientras más se avance en el futuro, se utilizan suposiciones más hipotéticas.

Estas definiciones, como puede observarse, tienen elementos en común en el sentido de que se concentran en la confianza de las expectativas de los administradores.

El IAPC (Instituto Argentino para la Calidad), en su curso de revisión de la ISA 810, discute en la actualidad una definición más generalizado definiendo IFP como cualquier información financiera sobre el futuro. El IAPC espera que una definición menos detallada traerá menos interpretaciones erróneas y malos entendimientos, y una mayor aceptación.

Los cambios propuestos sirven de soporte para muchas respuestas para quienes creen que el realizar distinciones acerca de las partes componentes de la IFP, sólo complica la situación y que no existiría un respaldo general para esta distinción.

En este sentido, se puede señalar que, aún las opiniones recogidas que reconocieron la existencia de una distinción entre *pronósticos* y *proyecciones*, sostienen que no existe un entendimiento general. Mientras que se brinda una definición técnica de estos términos, el usuario de la IFP

puede no estar dispuesto a investigar los matices de estas diferencias y, en ciertos casos, puede no resultar necesario siquiera.

Como síntesis de estas opiniones se sostiene que la falta de una línea divisoria clara entre los términos “proyección” y “pronóstico”, pueden llevar un grado de incertidumbre e inconsistencias, especialmente en casos límite. No obstante, las respuestas en general demostraron que la distinción sería de poca relevancia, ya que, en ambos casos, el usuario potencial de la información basa sus decisiones de inversión en información altamente subjetiva.

## 2.- Consideraciones generales y antecedentes

Para poder investigar es esencial determinar el objeto de estudio y por qué es importante hacerlo. En cuanto a la información prospectiva aparecen dos conceptos cercanos, la proyección y prospección. Según el Diccionario de la Real Academia Española se entiende por proyección “acción y efecto de proyectar”. Mientras que proyectar en su segunda acepción significa “idear, trazar o proponer el plan y los medios para la ejecución de algo”. Por otro lado, prospección en uno de sus sentidos se refiere a “exploración de posibilidades futuras basadas en indicios presentes”.

Viegas incluye la posición de la Federación Internacional de Contadores, en 1989 (International Federation of Accountants – IFAC) dentro de su Guía Internacional de Auditoría N° 27: “El análisis de la Información Financiera Prospectiva” en la cual se señala que la información prospectiva es: “...aquella que está basada en presunciones, acerca de hechos que pueden tener lugar en el futuro así como acciones posibles por parte de la entidad. La información prospectiva puede prepararse sobre las base de presunciones como mejor estimación posible o de presunciones hipotéticas. Las primeras suponen preparar la información financiera prospectiva sobre la base de eventos o acontecimientos futuros que la dirección espera que

tengan lugar y las acciones que la dirección espera tomar en cuanto a la fecha en que dicha información se ha preparado, dando lugar a un tipo de información financiera prospectiva conocida como pronóstico o previsión”.<sup>(2)</sup>

En el año 1990, el Instituto de Contadores de Inglaterra y Gales publicó las Recomendaciones del Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW) en el ámbito de Auditing Practices Committee (APC), dentro de las directrices de Auditoría (“Prospective Financial Information”) que señalan que una proyección es: “...la mejor expectativa de la dirección acerca de los resultados, posición financiera o cambios en la posición financiera futuros, la cual está sujeta a una mayor incertidumbre que una previsión por razón de la calidad de las evidencias confortativas útiles para soportar los importes. Esto podría ser debido a factores tales como: lejanía del período futuro, volatilidad del negocio, especial incertidumbre del entorno del negocio, hipótesis altamente subjetivas, etc.”<sup>(3)</sup>

En Canadá, el Instituto Canadiense de Contadores (Canadian Institute of Chartered Accountants – CICA) define a la información prospectiva, señalando que ésta puede ser presentada como una previsión o como una proyección y señala que la previsión se establece usando hipótesis, considerando las condiciones económicas más probables a juicio de la dirección. Mientras que la proyección considera que junto a esas hipótesis existen otras (una o más) que conllevan suposiciones consistentes con el objetivo de la información, pero que no son, a juicio de la dirección, necesariamente las más probables.

Pahlen R. y otros incluyen los siguientes conceptos:

- “Estimación: Información financiera proyectada con respecto a un período financiero que aún no se terminó y los resultados no se publicaron.

---

<sup>(2)</sup> VIEGAS, J.C., Características, formas y contenidos de los informes emitidos por entidades económicas en contextos globalizados que permitan exponer la situación presente y sus perspectivas futuras, Informe de proyecto de investigación, UBA (Buenos Aires, 2001), pág.37.

<sup>(3)</sup> TEODORO, Antonio, CARABALLO, Esteban, Los documentos contables previsionales. Análisis comparado y propuesta de desarrollo, Editorial I.C.A.C. (España, 1998) pág. 49.

- Pronóstico: Información financiera proyectada con respecto a un período financiero que no terminó y los directores están razonablemente seguros de alcanzar. Cuando hablamos de director se refiere a una actitud de aquellos que tienen la responsabilidad de conducir el proyecto. Son ellos los que hacen las proyecciones.
- Previsión: Información financiera proyectada basada en las condiciones que las partes responsables esperan que exista y los cursos de acción que esperan tomar.
- Presupuesto: Se limita a lo que en algunos países se define como “previsiones” y en consecuencia no son “hipótesis” que constituyen el sustento de las proyecciones. Es una herramienta que sirve para la planificación, la gestión y el control.
- Proyección: Información financiera con respecto a un período futuro en lo que los directores tienen razonable confianza de alcanzar (las probables a juicio de la dirección)<sup>(4)</sup>.

El tratamiento doctrinario de la información prospectiva ha sido abundante y son varios los autores que vinculan las funciones del sistema contable y la importancia de este tipo de información con los desafíos relacionados con la tarea de auditoría.

Marques de Almeida, al fundamentar su tesis doctoral relacionada con la información prospectiva, afirma que existe “...la necesidad de que se introduzcan en los documentos financieros un número creciente de estimaciones, contingencias, previsiones y proyecciones que reflejen la inestabilidad del entorno de los negocios y las incertidumbres que se ciernen sobre la empresa...”<sup>(5)</sup> y que esto genera nuevos desafíos en la teoría del auditor en cuanto a, por ejemplo, la verificabilidad.

Asimismo, el autor afirma que:

---

<sup>(4)</sup> PAHLEN R. y otros, Contabilidad pasado, presente y futuro, Editorial La Ley, (Buenos Aires, 2009) pág.37.

<sup>(5)</sup> MARQUES DE ALMEIDA, José Joaquim, La información financiera: prospectiva y su análisis: el auditor ante un horizonte de incertidumbre, Tesis Doctoral, (Madrid, 2003) pág.13.

“El sistema informativo contable, al expresar, medir y analizar la realidad económica hace posible el conocimiento del pasado, del presente e, igualmente, del futuro de la unidad económica. El futuro se ve reflejado en la información financiera prospectiva. Ésta es fruto de una mayor vinculación entre contabilidad y economía, cuya síntesis más elaborada se encuentra en Fourastié, cuando dice que «economía sin contabilidad es lo mismo que ciencia sin observación». Así, «la adaptación al campo contable de ciertas contribuciones económicas, matemáticas y estadísticas ha situado a nuestra ciencia ante una nueva perspectiva, cual es la de que sus predicciones tengan un riguroso soporte científico y, por tanto, no sean meras profecías basadas en instrucciones derivadas de experiencias pasadas”<sup>(6)</sup>.

Y concluye, en la misma línea, que:

“La contabilidad está, pues, considerada, actualmente, como un sistema formal de información, como una aplicación de la teoría general de la información al problema de la eficiencia en la gestión económica. Es un proceso de identificar, medir y comunicar información económica para permitir juicios y decisiones bien fundamentadas a los usuarios de la información.” <sup>(7)</sup>

En este sentido, consideramos que el proceso de toma de decisiones por parte de los usuarios de estados contables suele dar una ponderación importante a la información que le permita prever las decisiones futuras de la empresa.

El paradigma de la utilidad desplazó la búsqueda de una verdad única concebida desde el llamado paradigma del beneficio, por una verdad orientada a los distintos usuarios de la información y sus necesidades, principalmente de información y toma de decisiones. Este enfoque ha tenido consecuencias en la concepción de la contabilidad como saber, en sus desarrollos teóricos y en los problemas y soluciones a los que se orienta.

---

<sup>(6)</sup> Ibíd., pág. 22.

<sup>(7)</sup> Ibíd., pag.27.

Por ello, Sterling en expresiva frase que resume los planteamientos implícitos en el paradigma de utilidad, afirma que “la elección entre la información disponible debe solventarse con base en su utilidad para la toma de decisiones, de manera que la información más relevante es la que contiene un mayor potencial con respecto al suministro de datos necesarios para los modelos empleados por el decisor”.<sup>(8)</sup>

Ya a partir de los sesenta ha existido un empeño en la investigación contable rigurosa sobre las necesidades de los usuarios. Los desarrollos en metodología de la contabilidad durante la década de 1960 son contrastados con los desarrollos concurrentes en filosofía de la ciencia. La década de 1960 estuvo caracterizada por la adopción amplia del método científico en la metodología de la contabilidad. Han sido producto de una época denominada por algunos autores como la “edad de oro” de la contabilidad. Un ejemplo, en este sentido, es la publicación en 1966 por la ‘American Accounting Association – AAA’ de su informe titulado “A Statement of Basic Accounting Theory – ASOBAT” en el cual se revalorizan las funciones centrales del sistema contable en cuanto a identificar, medir y comunicar para tomar decisiones, dirigir, controlar y evaluar. Para ello se reconoce la necesidad de contar con “Información contable prospectiva” que sea:

- Relevante
- Verificable
- Imparcial
- Cuantificable

El informe conocido como Trueblood, elaborado por el “American Institute of Certified Public Accountants – AICPA” publicado en 1973, se enfoca esencialmente a determinar los objetivos de los estados financieros y ya postula como propuesta de incluir en la información financiera

---

<sup>(8)</sup> TUA PEREDA, J., La investigación empírica en Contabilidad, Revista española de financiación y contabilidad, N° 66. (España, 1991), pág.12.

interpretaciones e información acerca de los ciclos incompletos, haciendo mención de los distintos grados de incertidumbre que afectan a la empresa. También propone incluir pronósticos y presupuestos.

En un sentido similar, el principal organismo emisor de pronunciamientos contables en los Estados Unidos, el Financial Accounting Standards Board - FASB, establece dentro de lo que puede asimilarse con un marco conceptual de la contabilidad financiera, integrado por los denominados "Concepts - SFAC", sobre la necesidad de contar con información que permita predecir el futuro (valor predictivo de la información).

En la publicación del informe de un proyecto de investigación titulado "Características, formas y contenidos de los informes emitidos por entidades económicas en contexto globalizados que permitan exponer la situación presente y sus perspectivas futuras" y dirigido por Viegas se caracteriza a la información prospectiva citando antecedentes de relevancia.

De los antecedentes doctrinarios más relevantes destacamos la opinión del Comité del Instituto Americano de Contadores Públicos (AICPA), cuya posición sobre el tema la podemos sintetizar en el siguiente párrafo:

"La información hacia adelante tal como los presupuestos, las proyecciones y ciertas presentaciones proforma son de gran importancia utilidad para los analistas, pero no son parte de la historia económica de la empresa y por lo tanto no son componentes propios de los estados financieros." <sup>(9)</sup>

También podemos repasar conceptos vertidos en un documento que explica la opinión de la Asociación para la Administración e Investigación e Inversiones donde puede resumirse que no se pedirá a la administración que prepare estados financieros proyectados. Más bien la administración suministrará información que ayude a los usuarios a proyectar por sí mismos el futuro financiero de la compañía.

Las dos opiniones que se presentan tienen un aspecto en común,

---

<sup>(9)</sup> VIEGAS, J.C., op.cit. pág.21

destacan la importancia de contar con información sobre hechos y o sucesos aún no ocurridos, referidos a un tiempo posterior al cierre de ejercicio, no obstante, resultan inconsistentes, en nuestra opinión, los argumentos que se esgrimen para ignorar la necesidad de obligar a determinado tipo de entidades a presentar estados financieros proyectados en forma sistemática.

La posibilidad de visualizar el probable futuro de la entidad encuentra en los principios generalmente aceptados de contabilidad un requisito de cumplimiento obligatorio, nos referimos al principio de *empresa en marcha*. El auditor cuando emite su opinión sobre los estados contables está obligado a realizar manifestaciones referidas a si la entidad se encuentra en estado de liquidación o atraviesa una crisis que hace peligrar su continuidad.

Otro autor con gran relevancia en la disciplina es Mattessich, quién en su obra “Contabilidad y métodos analíticos” afirma que:

“Tradicionalmente, la Contabilidad se ha dirigido al pasado; sólo hace relativamente poco tiempo, con la divulgación de la presupuestación, el costeo standard y el análisis insumo-producto ha aparecido una orientación hacia el futuro. Esta tendencia de planear y presupuestar la actividad económica abre un amplio territorio de lo que hasta ahora ha sido explorado sólo en su periferia; un territorio en el cual han comenzado a penetrar los pioneros de la Contabilidad, la Economía y la Ciencia de la Administración. Existen muchas señales de que la Contabilidad se encuentra en posición de realizar importantes contribuciones en los niveles micro y macro, a la proyección de datos económicos futuros. Por lo tanto, durante las próximas décadas, el centro de gravedad de la contabilidad podría desplazarse del ángulo descriptivo-legalista al analítico-predictivo”.<sup>(10)</sup>

Fowler Newton al exponer el concepto de contabilidad de distintos tratadistas, citando a García Casella se refiere que este autor menciona los

---

<sup>(10)</sup> MATTESSICH, R., Contabilidad y métodos analíticos, Editorial La Ley, (Buenos Aires, 2002), pág.255.

siguientes contenidos que debería tener el sistema contable:

“a) debería ser un sistema integrado, con vistas al planeamiento y control de la gestión empresarial, de modo que además de referirse a la situación económica, patrimonial y financiera del ente se ocupe del cumplimiento de sus objetivos;

b) debería incluir información predictiva;

c) debería aplicar métodos estadísticos;

d) debería informar muchas cosas más que patrimonio”.<sup>(11)</sup>

Por último, existiendo una opinión generalizada sobre la necesidad de emisión de información prospectiva, la cuestión a resolver es su inclusión o no dentro de estados financieros de publicación. Un argumento a favor de este último punto viene de la mano de la asimetría de información entre usuarios que pueden solicitar este tipo de información y los que no cuentan con el poder suficiente y solo pueden acceder a los estados contables.

En lo que refiere a esta línea de investigación, en 2015 se inició una investigación exploratoria y descriptiva sobre estados financieros de empresas, “con el objeto de determinar la existencia y calidad de la información relacionada con el futuro, suponiendo que la cuantificación, el detalle y la referencia temporal en la misma, son atributos que mejoran la calidad de la información”<sup>(12)</sup>. En el marco de dicho trabajo se propuso una metodología, se presentaron avances logrados y algunas cuestiones que han generado debate dentro del grupo de investigación.

### 3.- Los estados contables proyectados

Los estados contables proyectados son la síntesis del proceso de presupuestación integral del ente. Expondrá aquello que se espera lograr en

---

<sup>(11)</sup> FOWLER NEWTON, E., Cuestiones Contables Fundamentales, Editorial La Ley, (Buenos Aires, 2004), pág.4.

<sup>(12)</sup> BARBEI, A. y otros, Investigación empírica sobre estados financieros publicados: Normas contables, actividades informadas y conformación de grupos económicos, Simposio Regional de Investigación Contable, (La Plata, 2013), pág. 22.

un determinado horizonte de planeamiento, partiendo de una realidad histórica expuesta en los estados tradicionales, con sujeción a los pronósticos, premisas e hipótesis del planeamiento.

Con su utilización se pretende complementar la información brindada por los estados contables tradicionales, satisfacer mayores exigencias en el conocimiento de la gestión empresarial, así como responder a la necesidad de mayor solidaridad comercial entre entidades económicas.

Como sucede con la totalidad de la información brindada por el sistema contable, los estados proyectados serán de interés tanto para usuarios internos como externos al ente. A modo de ejemplo podemos mencionar: a nivel interno los directivos y los accionistas y, a nivel externo los potenciales inversores, los financistas, los proveedores y el Estado.

A fin de describir sintéticamente el proceso de elaboración de un juego de estados contables proyectados, podemos enumerar las siguientes etapas:

a) Determinación del comportamiento esperado de los componentes de los medios general y específico de la organización como proveedores, clientes, gobierno, competidores, etc.

b) A partir del análisis anterior, establecimiento de premisas e hipótesis a ser tenidas en consideración para el cálculo de las estimaciones.

c) Determinación de variables críticas que establecerán el punto de partida en la elaboración de los distintos presupuestos. En general, la variable crítica son las ventas, por lo que suponemos -para esta explicación- que se cumple esta premisa.

d) Elaboración de los presupuestos.

e) Ejecución de la síntesis presupuestaria, que comprende la confección de los Estados Contables proyectados básicos.

### 3.1.- El proceso de presupuestación

Considerando la organización como un sistema único y global, podemos representar el proceso de presupuestación integral mediante la figura 1.

A partir de aquí centraremos nuestro trabajo en la confección de la "síntesis presupuestaria" y su posterior análisis.

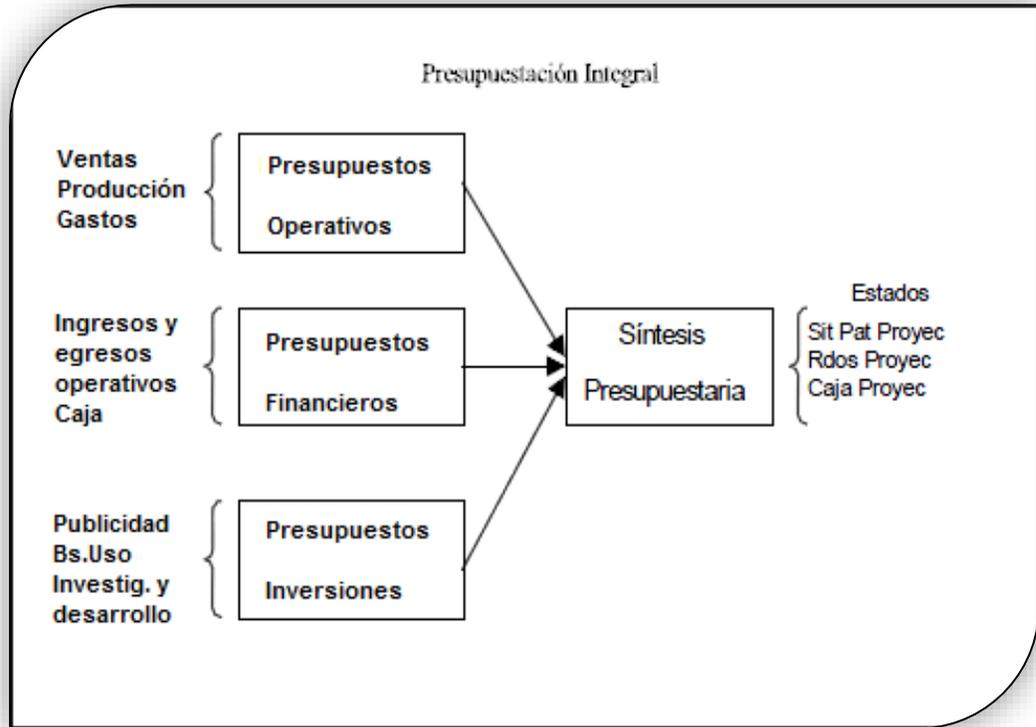
Como se mencionó en párrafos anteriores, la culminación del proceso de presupuestación hasta aquí descrito se produce con la confección de un juego de estados contables proyectados, el cual debe estar compuesto por un:

- Estado de Situación Patrimonial Proyectado
- Estado de Resultados Proyectado
- Estado de Evolución del Patrimonio Neto Proyectado
- Estado de Flujo de Efectivo Proyectado

Cuadros anexos y notas que revistan el carácter de información complementaria de los mismos.

A continuación efectuaremos una breve descripción de cada uno de los estados mencionados en el apartado anterior, con el objetivo de poder comprender el carácter y naturaleza de la información allí expuesta. No es nuestra intención efectuar un análisis exhaustivo de cada uno de ellos, cuestión que hemos planteado en trabajos anteriores y que seguiremos profundizando en futuras presentaciones.

Figura 1



Fuente: elaboración propia

- Estado de Situación Patrimonial Proyectado: expone el efecto que provocarán sobre el activo y el pasivo del ente las proyecciones y estimaciones establecidas por la dirección.

En su elaboración se deben combinar los valores obtenidos de la confección de los distintos presupuestos económicos así como del presupuesto financiero. Los estados contables históricos serán el punto de partida, ya que constituyen el saldo inicial de cada uno de los rubros allí expuestos.

En cuanto a la exposición y valuación de los distintos rubros, consideramos que se emplearán criterios similares a los utilizados en la

confección de los estados contables de ejercicios históricos, sobre todo si tenemos en cuenta que estos últimos se combinarán con la información proyectada, hecho que obliga a que los valores considerados sean comparables entre sí.

- Estado de Resultados Proyectado: permite determinar y exponer cual será el desarrollo y cuantía del resultado que, en términos económicos, obtendrá el ente como consecuencia de la combinación de las premisas planteadas por la dirección.

Este estado se nutrirá, fundamentalmente, de la información que surja de los presupuestos económicos y, como mencionáramos anteriormente, los criterios utilizados para su valuación y exposición deben ser consistentes con los utilizados en la confección de los estados históricos.

- Estado de Evolución del Patrimonio Neto Proyectado: muestra cual será la variación que experimentará el patrimonio neto de la empresa como consecuencia de la presupuestación.

En general este estado no es muy considerado a la hora de confeccionar un juego de estados proyectados, ya que el patrimonio neto proyectado surge como la diferencia entre el activo y el pasivo proyectado. Sin embargo, consideramos que es conveniente su elaboración ya que permite a los usuarios de esta información apreciar, fundamentalmente, cuál será la política del ente en cuanto al destino de sus utilidades. Esto adquiere mayor importancia si se tiene en cuenta que algunos organismos de crédito imponen entre las condiciones de otorgamiento, la no distribución de dividendos a los accionistas por un período de tiempo, o la capitalización de utilidades por un determinado monto o porcentaje.

- Estado de Flujo de Efectivo Proyectado: muestra la evolución de los fondos del ente durante el periodo de presupuestación, constituyendo el resumen de la información contenida en el presupuesto financiero.

Independientemente del método que se utilice para su exposición, es importante contar con el Estado de Situación Patrimonial histórico

auditado, ya que siempre debemos partir de la comparación entre los fondos al inicio del período de presupuestación y los fondos al cierre del mismo.

- Notas y cuadros anexos: son parte integrante de los estados contables proyectados básicos y contendrán todos los datos que, siendo necesarios para lograr una adecuada comprensión de la situación patrimonial, financiera y de los resultados del ente, no se encuentran expuestos en el cuerpo de dichos estados.

Del mismo modo esta información complementaria deberá contener una clara descripción de cuales han sido las premisas y supuestos considerados por la empresa para efectuar las proyecciones, así como mencionar si los estados contables proyectados surgen de la síntesis del sistema presupuestario del ente.

#### 4.- Marco teórico

En el estado embrionario de la investigación, se considera importante incluir referencias normativas referidas a estimaciones y previsiones, especialmente de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF-IFRS) y las Normas Internacionales de Auditoría (NIA-IAS): NIIF-IFRS:

- La NIC 8, en el párrafo 5, menciona que “Los cambios en las estimaciones contables son el resultado de nueva información o nuevos acontecimientos y, en consecuencia, no son correcciones de errores.”<sup>(13)</sup>

- Posteriormente, en el apartado de cambios en las estimaciones contables, la normativa menciona que “Cómo resultado de las incertidumbres inherentes al mundo de los negocios, muchas partidas de los estados financieros no pueden ser medidas con precisión, sino sólo estimadas. EL proceso de estimación implica la utilización de juicios basados en la información fiable disponible más reciente.”<sup>(14)</sup>

---

<sup>(13)</sup> Norma Internacional de Contabilidad N°8, (2005), pág.5.

<sup>(14)</sup> Ibídem, pág.32.

- Luego, relacionando a la normativa con uno de los atributos de la información contable, menciona que “La utilización de estimaciones razonables es una parte esencial de la elaboración de los estados financieros, y no menoscaba su fiabilidad”<sup>(15)</sup>

- La NIC 37 define a las provisiones como pasivos en los que existe incertidumbre acerca de su cuantía o vencimiento, estableciendo criterios para su reconocimiento.

- Sobre el importe que debe reconocerse como previsión, la NIC 37 menciona que “debe ser la mejor estimación del desembolso necesario para cancelar la obligación presente, al final del período sobre el que se informa.”<sup>(16)</sup>

#### NIA-ISA:

- Por otro lado, la Norma Internacional de Auditoría 540 tiene como objetivo “establecer normas y brindar lineamientos sobre la auditoría de las estimaciones contables contenidas en los estados financieros”. La norma define a una estimación contable como “es el monto aproximado de un rubro en ausencia de un medio preciso de medición”<sup>(17)</sup> (p.453). Luego menciona que: “La gerencia es responsable de realizar las estimaciones contables incluidas en los estados financieros. Estas estimaciones a menudo se realizan en una situación de incertidumbre con respecto al resultado de los hechos que ocurrieron o que es probable que ocurran e implica el uso de criterio. Como consecuencia, el riesgo de distorsiones significativas es mayor cuando se incluyen estimaciones contables...”

- Por último, referido a la naturaleza de las estimaciones, la NIA 540 expresa que “La determinación de una estimación contable puede ser simple o compleja, según la naturaleza del elemento”.

---

<sup>(15)</sup> Ibídem, pág.33.

<sup>(16)</sup> Norma Internacional de Contabilidad N°37 Inc.5 (2014), pág.64.

<sup>(17)</sup> Norma Internacional de Auditoría N° 540 (2013), pág.453.

En el marco de la presente investigación, se consideran contenidos figurativos de los conceptos utilizados, los siguientes:

- Empresas: Entidades de carácter privado con ánimo de lucro, nacionales o extranjeras bajo el control directo de la Comisión Nacional de Valores de Argentina (CNV) que es el organismo de control de entidades que cotizan algún instrumento de deuda o capital o indirecto, por ser entidades subsidiarias de una bajo control directo.

- Variable Independiente: Se considera como tal a cada una de las Empresas.

- Unidad de análisis: Las empresas bajo supervisión directa e indirecta de la Comisión Nacional de Valores (organismo de control de las entidades que hacen oferta pública en la República Argentina).

- Unidad de recolección de datos: Las unidades de recolección de datos son los estados financieros anuales, correspondientes a los dos últimos cierres de ejercicio anual, presentado por la unidad de análisis.

## CAPITULO II

### Procedimiento para realizar una proyección

Sumario: 1.- Estados contables proyectados y proyecciones financieras. 2.- Procedimiento para realizar una proyección financiera. 3.- Formulación de una proyección multiperiodica. 4.- El cálculo de la proyección y la información contenida.

#### 1.- Estados contables proyectados y proyecciones financieras

Al realizar una proyección financiera el flujo de fondos se establece realizando una proyección de la situación patrimonial y de resultados de la empresa.

Esta proyección se puede desarrollar de un modo sintético o más detallado según las necesidades del análisis. Así, se puede proyectar el total del activo operativo neto, o bien cada uno de los rubros; y la ganancia operativa, o bien cada ítem relevante de ingresos y costos operativos.

Los activos netos de operación (NOA, por sus siglas en inglés) son una medida comúnmente utilizada para el cálculo de la rentabilidad de los activos. Se calcula restando los pasivos operativos de los activos operativos. La ecuación es:  $NOA (=) \text{activos operativos} (-) \text{pasivos operativos}$ . Las actividades de operación son los procesos que ocurren diariamente y se requieren día a día.

En la proyección se establece el comportamiento del flujo de fondos futuro de la empresa teniendo en cuenta las consecuencias que tienen las decisiones operativas y financieras: la política comercial y de producción (ventas y costos, activo operativo neto) y la política financiera (endeudamiento y dividendos).

Las proyecciones financieras se realizan con el formato de estados contables para obtener una expresión homogénea de las magnitudes pasadas y futuras. Esto permite comparar las magnitudes históricas y proyectadas, tanto de los componentes del flujo de fondos como de los indicadores económicos y financieros de la empresa.

En el cuadro 1 se muestra una proyección simplificada de un solo periodo. Se toman dos periodos observados para realizar la proyección del año 3 teniendo en cuenta un aumento en las ventas del 10% con respecto a las del año 2, y no cambia el margen sobre ventas ni la rotación operativa, la ganancia operativa y el activo operativo neto aumentan 10%. Se considera que el pasivo financiero no cambia, y tampoco el costo del pasivo financiero. La ganancia proyectada es \$ 129. En el año 2 se han distribuido \$ 40 como dividendos en efectivo. Si en el año 3 se distribuye la misma proporción de la ganancia los dividendos serán \$ 45. El patrimonio neto al final del año 3 será  $800 + 129 - 45 = 884$ .

**Cuadro 1**

**Proyección simplificada (situación patrimonial y resultados)**

	Observado		Proyec- tado
	Año 1	Año 2	Año 3
Activo operativo neto	1.000	1.100	1.210
Pasivo financiero	275	300	300
Patrimonio neto	725	800	884
Ventas	1.100	1.200	1.320
Ganancia operativa	130	140	154
Costo pasivo financiero	(22)	(25)	(25)
Ganancia ordinaria	108	115	129

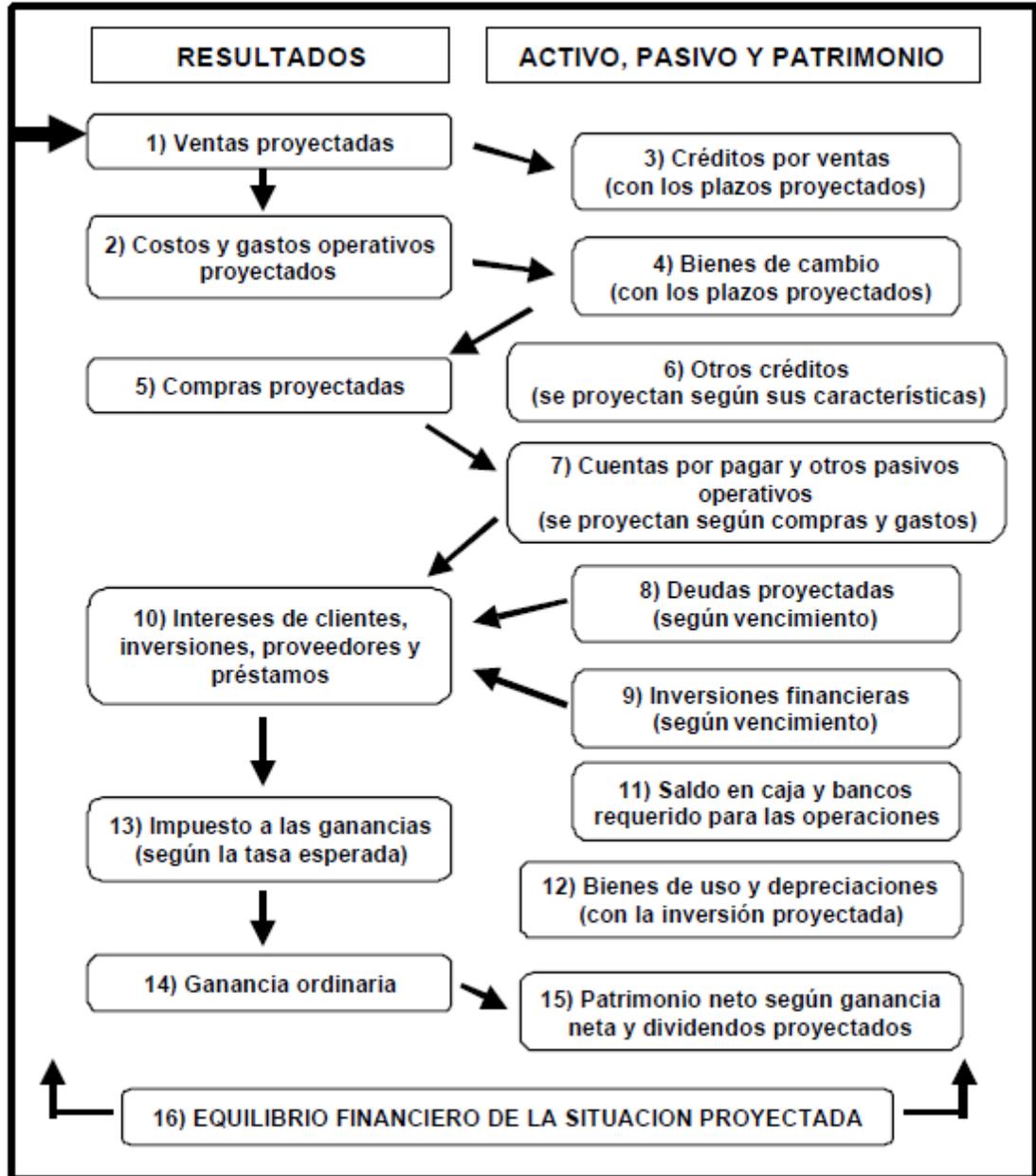
Pero con las cifras proyectadas del año 3 el activo no es igual a las fuentes (pasivo financiero + patrimonio). Se proyecta una necesidad de recursos de \$ 1.210, y las fuentes financieras proyectadas son \$ 1.184 (= 300 + 884). En las condiciones de la proyección existe un faltante de fondos de \$ 26 (= 1.210 – 1.184). Por tanto, no es una proyección congruente: si no pueden cambiarse las condiciones operativas (margen sobre ventas y rotación) es necesario aumentar el pasivo financiero o disminuir los dividendos para que exista equilibrio financiero en el año 3, y la empresa pueda financiar el aumento de ventas de 10%.

**2.- Procedimiento para realizar una proyección financiera**

Una técnica de proyección muy utilizada consiste en pronosticar coeficientes que reflejan las principales variables de la empresa (ventas, margen, activos, pasivos, dividendos). Con estos coeficientes se formula la proyección de los estados contables y del flujo de fondos.

El esquema 1 muestra la secuencia que habitualmente se aplica para formular una proyección.

Esquema 1



Se comienza con los pronósticos de ventas y costos, y una vez obtenidos éstos se pueden establecer las ventas y costos proyectados. Con pronósticos de la gestión de crédito y compras se proyectan los saldos de créditos por ventas, bienes de cambio y cuentas por pagar (que son los activos y pasivos “variables”).

Las deudas e inversiones financieras se proyectan en función del vencimiento de las ya existentes.

Los intereses se proyectan considerando tendencias acerca de la tasa de interés para cada tipo de activo y pasivo.

Con la inversión proyectada para los bienes de uso y la política de dividendos se establecen los totales patrimoniales. Se obtiene un cálculo del excedente o faltante de fondos según este conjunto de supuestos. La proyección que será finalmente válida debe estar equilibrada en términos financieros. Por tanto, las premisas deben reformularse de un modo coherente para financiar el faltante de fondos o disponer del excedente

Los principios de la técnica se estudian con el ejemplo del cuadro 2. En la primera columna del cuadro 2 se muestra un resumen de los estados patrimoniales y de resultados del año 1, que es el año observado.

Con los datos del año 1 se proyectará la situación financiera del año 2 considerando que las cifras del año 1 son representativas de las condiciones actuales.

Cuadro 2

	Año 1 Observado	Año 2 Proyectado
<b>ACTIVO</b>		
Caja y Bancos	2,050	1,847
Créditos por ventas	10,500	11,025
Bienes de cambio	11,600	12,180
Bienes de uso		
Valor original	36,000	40,420
Depreciaciones acumuladas	(15,750)	(19,150)
<b>Total Activo</b>	<b>44,400</b>	<b>46,322</b>
<b>PASIVO</b>		
Deudas comerciales	5,550	5,804
Préstamos	10,000	10,000
Deudas sociales y fiscales	4,700	4,700
<b>Total Pasivo</b>	<b>20,250</b>	<b>20,504</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>24,150</b>	<b>26,758</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>44,400</b>	<b>47,262</b>
<b>Excedente (Faltante)</b>		<b>940</b>
<b>RESULTADOS</b>		
Ventas	75,600	79,380
Costo mercadería vendida	(47,450)	(49,823)
Existencia inicial	(10,850)	(11,600)
Compras	(48,200)	(50,403)
Existencia final	11,600	12,180
<b>Ganancia bruta</b>	<b>28,150</b>	<b>29,558</b>
Gastos comercialización	(8,400)	(9,660)
Impuesto sobre facturación	(1,350)	(1,418)
Gastos administración	(6,300)	(6,300)
Depreciaciones	(3,400)	(3,400)
Intereses a clientes	900	945
Intereses de proveedores	(500)	(523)
<b>Ganancia operativa Antes de Impuesto</b>	<b>9,100</b>	<b>9,202</b>
Intereses de préstamos	(1,400)	(1,400)
<b>Ganancia antes de impuesto</b>	<b>7,700</b>	<b>7,802</b>
Impuesto a ganancias	(2,618)	(2,653)
<b>Ganancia neta</b>	<b>5,082</b>	<b>5,149</b>
<b>Ganancia bruta / Ventas</b>	<b>37.2%</b>	<b>37.2%</b>
<b>Ganancia operativa / Ventas</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.5%</b>
<b>Ganancia neta / Ventas</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.5%</b>

Se pronostica que las ventas aumentarán un 5%, como resultado de una mayor presión en los canales de distribución a través de vendedores y publicidad. Por lo mismo, los gastos comerciales se incrementarán un 15%.

Las cifras proyectadas se muestran en la segunda columna del cuadro 2 que se obtienen aplicando el procedimiento de proyección mencionado.

Si se mantiene el margen sobre ventas el costo de productos vendidos aumenta en la misma proporción que las ventas, es decir 5%.

**Datos para los cálculos:**

**Plazo de crédito por ventas** (Créd. por ventas/Ventas diarias con IVA): 41.90

**Plazo de Bs. de Cambio** (Bs. de Cambio/Costo de prod. Vendidos diario): 89.23

**Plazo de Ds. Comerciales** (Cuentas por pagar/Compras diarias con IVA): 34.73

Si estos plazos se mantienen en el año proyectado (es decir que no se modifiquen las condiciones operativas de ventas y compras) la existencia final de bienes de cambio se calcula en función del costo de productos vendidos que se proyecta para el año 2:  **$(49.823/365) \times 89.23 = 12.180$**

Con esto se establecen las compras (costo de productos vendidos + variación de existencias), y con este número y el plazo respectivo se calculan las cuentas por pagar.

Del mismo modo, los créditos por ventas finales se establecen con las ventas y el plazo de venta:  **$(79.380 \times 1.21/365) \times 41.9 = 11.025$**

Se advierte que este saldo aumenta en la misma proporción que las ventas, es decir 5%, porque el plazo proyectado no varía con respecto al observado.

El impuesto sobre facturación se calcula como la misma proporción de las ventas que se observa en el año 1. Los gastos de comercialización aumentan 15% como lo mencionamos anteriormente, y los gastos de administración y las depreciaciones se mantienen en el mismo nivel observado.

En una primera medición se considera que los préstamos no varían: se mantienen en \$ 10.000. Los intereses por créditos y pasivos se

calculan estimando las tasas de interés. En el año 1 las tasas promedio han sido:

**Tasa de interés a clientes** (Intereses a clientes/Créditos por Ventas): 8.6%

**Tasa de interés a proveedores** (Int.a proveedores/Cuentas por pagar): 9.0%

**Tasa de interés de préstamos** (Intereses de préstamos/Préstamos): 14.0%

En el año 2 los intereses se calculan con los saldos proyectados de créditos por ventas, cuentas por pagar y préstamos. Las tasas de interés se consideran iguales a las observadas.

Se prevé una reposición de bienes de uso equivalente al 130% de las depreciaciones del ejercicio:  $\$ 3.400 \times 1,3 = \$ 4.420$ . Este importe se suma al valor original,  $\$ 36.000$ . Las depreciaciones acumuladas aumentan por la depreciación del ejercicio,  $\$ 3.400$ .

Una vez proyectados todos los ítems del estado de resultados. Se calcula el impuesto a las ganancias, considerando una tasa de 34% sobre la ganancia antes de impuesto.

El pasivo por cargas sociales y fiscales se proyecta sin cambios.

Falta completar la proyección financiera con el saldo de Caja y bancos requerido para las transacciones del período. Se estima en 7 días de venta (con IVA). El saldo final se calcula:  $79.380 \times 1.21 \times 7 / 365 = 1.847$

Finalmente, se considera que los dividendos en efectivo serán 50% de la ganancia del año anterior. Por esto, el patrimonio final es:

Patrimonio inicial	24.150
Más: Ganancia del período	5.149
Menos: Dividendos (5.082 x 0.5)	2.541
Patrimonio final	26.758

Se calcula el activo, que es el total de recursos requeridos para el período proyectado, y el pasivo y patrimonio, que son las fuentes de fondos para financiar esos recursos. La diferencia es un excedente o faltante de fondos. En este ejemplo existe un excedente de fondos proyectado: los recursos que se requieren para el funcionamiento en las condiciones

proyectadas son menores que las fuentes proyectadas (Pasivo + Patrimonio Neto).

Con el mismo procedimiento básico se pueden realizar proyecciones para diversas situaciones.

### 3.- Formulación de una proyección multiperiódica

Se formulará una proyección a 3 años de ALFA, una empresa en el sector de artículos ópticos, que opera laboratorios de cristales y atiende tanto a clientes minoristas como mayoristas.

En las dos primeras columnas numéricas del cuadro 3 se muestra la situación patrimonial y de resultados de los últimos años.

Para la proyección de los tres años siguientes se pronostican los coeficientes incluidos en el cuadro 4. Además, la inversión en bienes de uso pronosticada y los dividendos que se pagarán. El cambio de las depreciaciones se estima en función de estas compras y de la composición del total de bienes depreciables. En una primera proyección se mantiene constante la cifra de préstamos inicial del período.

Las dos primeras columnas del cuadro 4 son los coeficientes observados en los años 1 y 2. Las tres últimas son los coeficientes proyectados.

Para el cálculo de los plazos se tendrán en cuenta los siguientes puntos.

En el análisis financiero un plazo es un período que representa la cantidad de días de transacción promedio que están contenidos en un saldo. Cuando se dice que el plazo en el saldo de créditos por ventas es 30 días esto significa que, en promedio, cada 30 días se renuevan las cuentas por cobrar (se cobran y son remplazadas por otras, que se originan en nuevas ventas). Una forma simplificada para calcular el plazo promedio es utilizar la relación: **(Saldo Final/Flujo Diario)**

El flujo diario promedio se establece con el flujo del período considerado dividido entre el número de días del mismo. Por ejemplo, si las ventas son \$ 30.000 en un año, las ventas son \$ 82.2 por día: **(30.000/365)**

El saldo es el activo que está relacionado con el flujo. Con un saldo de créditos por ventas de \$ 2.000, y ventas diarias promedio de \$ 82.2, se establece que el plazo promedio de crédito a clientes es 24 días: **(2.000/82.20)**

Formalmente el plazo promedio de créditos por ventas se calcula:

**Créditos por ventas/Ventas a crédito diarias**

El resultado del cálculo es una estimación del promedio de los plazos a los que se realizan las ventas. No todas las ventas se realizan con el mismo plazo para el cliente, ni se cobran en el mismo plazo. Por tanto, el plazo de créditos por ventas es un promedio del plazo de cada una de las ventas en el período.

La tasa de interés de créditos a clientes, de proveedores y préstamos se calcula como una tasa promedio: **(Interés/Saldo Final)**

Los coeficientes pronosticados reflejan el hecho que la empresa está en un proceso de expansión: se pronostica un crecimiento promedio de ventas de 15% en el año 3, 13% en el año 4 y 11% en el año 5. Las variaciones pronosticadas por tipo de clientes muestran un mayor crecimiento de las ventas a mayoristas: esto surge de la intención de ampliar las zonas geográficas de atención de este tipo de clientes, y es congruente con el mayor crecimiento de los gastos de comercialización.

El sector de negocios bajo estudio viene experimentando una reducción del margen bruto sobre ventas; por esto se pronostica que el coeficiente **(Costo de productos vendidos/Ventas)** aumentará.

En este caso la disminución del margen se origina en un menor precio de venta, reducción que no es totalmente compensada por un menor costo de materias primas. Por esto, el crecimiento del volumen físico es mayor que el crecimiento de la cifra de ventas.

Antes de realizar la proyección es necesario constatar si las inversiones previstas en bienes de uso son compatibles con el aumento del nivel de ventas; del mismo modo, deben analizarse los gastos de comercialización para evaluar su congruencia con el mayor esfuerzo comercial que requiere alcanzar las ventas pronosticadas (en especial en el canal de mayoristas).

En las tres últimas columnas del cuadro 3 se muestran los resultados del cálculo de la proyección. Se observa que en los tres años existe excedente financiero.

Cuadro 3 ALFA S.A. Estados contables

ESTADO PATRIMONIAL	Proyección				
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
<b>ACTIVO</b>					
Caja y Bancos	120	140	163	185	205
Créditos por ventas--Minoristas	320	350	392	439	492
Créditos por ventas--Mayoristas	590	640	788	883	972
Otros créditos	95	110	127	144	160
Bienes de cambio--Productos terminados	200	220	235	270	304
Bienes de cambio--Mat primas y materiales	980	1.110	1.082	1.122	1.149
Bienes de uso--Valor original	1.900	2.200	2.550	2.900	3.300
Bienes de uso--Depreciaciones acumuladas	(350)	(590)	(837)	(1.092)	(1.354)
<b>Total Activo</b>	<b>3.855</b>	<b>4.180</b>	<b>4.480</b>	<b>4.851</b>	<b>5.228</b>
<b>PASIVO</b>					
Cuentas por pagar--Proveedores	180	170	191	228	258
Remuneraciones y cargas sociales	90	100	112	122	132
Cargas fiscales	80	70	81	91	102
Otros pasivos operativos	35	40	40	40	40
Préstamos	1.000	900	900	900	900
<b>Total Pasivo</b>	<b>1.345</b>	<b>1.280</b>	<b>1.324</b>	<b>1.379</b>	<b>1.428</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>2.510</b>	<b>2.900</b>	<b>3.375</b>	<b>3.898</b>	<b>4.450</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio Neto</b>	<b>3.855</b>	<b>4.180</b>	<b>4.699</b>	<b>5.277</b>	<b>5.878</b>
Excedente (Faltante) Acumulado			219	428	650
Excedente (Faltante) Anual			219	207	224
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Ventas minoristas	3.800	4.300	4.816	5.394	6.041
Ventas mayoristas	2.800	3.100	3.720	4.278	4.706
Costo de productos vendidos	(4.260)	(4.850)	(5.634)	(6.480)	(7.308)
Gastos de comercialización	(850)	(1.000)	(1.180)	(1.322)	(1.454)
Impuesto sobre facturación	(198)	(222)	(256)	(290)	(322)
Gastos de administración	(420)	(480)	(518)	(550)	(577)
Intereses por ventas a crédito	95	100	116	132	146
Intereses por compras a crédito	(24)	(25)	(23)	(27)	(31)
Ganancia operativa antes de impuesto	943	923	1.041	1.135	1.201
Intereses préstamos bancarios	(160)	(135)	(126)	(126)	(126)
Ganancia antes de impuesto	783	788	915	1.009	1.075
Impuesto a las ganancias	(235)	(236)	(302)	(333)	(354)
Ganancia ordinaria	548	552	613	676	721
<b>COSTO DE PRODUCTOS VENDIDOS</b>					
Existencia inicial Mat primas y materiales	900	980	1.110	1.082	1.122
Compras	3.380	3.830	4.298	5.088	5.770
Existencia final Mat primas y materiales	980	1.110	1.082	1.122	1.149
Consumo	3.300	3.700	4.326	5.048	5.743
Gastos de producción	980	1.170	1.323	1.469	1.599
Existencia inicial Productos terminados	180	200	220	235	270
Existencia final Productos terminados	200	220	235	270	304
Costo de productos vendidos	4.260	4.850	5.634	6.480	7.308

Cuadro 4 ALFA S.A. Coeficientes de proyección

	Observado		Proyección		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Variación de ventas - Minoristas		13,2%	12,0%	12,0%	12,0%
Variación de ventas - Mayoristas		10,7%	20,0%	15,0%	10,0%
Variación de ventas - Promedio		12,1%	15,4%	13,3%	11,1%
Costo productos vendidos / Ventas	0,645	0,655	0,66	0,67	0,68
Variación Gastos de producción		19,4%	13,0%	11,0%	9,0%
Variación Gastos de comercialización		17,6%	18,0%	12,0%	10,0%
Variación Gastos de administración		14,3%	8,0%	6,0%	5,0%
Variación Gasto total en personal		19,0%	12,0%	9,0%	7,0%
Variación Depreciaciones bienes de uso		4,3%	3,0%	3,0%	3,0%
	<b>Plazos calculados con saldos finales</b>				
Plazo Créditos por ventas Minoristas	25,3	24,5	24,5	24,5	24,5
Plazo Créditos por ventas Mayoristas	64,0	61,9	61,9	61,9	61,9
Plazo Productos terminados	17,1	16,6	15,2	15,2	15,2
Plazo Materias primas y materiales	107,3	110,6	91,3	91,3	91,3
Plazo Cuentas por pagar	14,3	13,4	13,4	13,4	13,4
Tasa de interés promedio a clientes	10,4%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%
Tasa de interés promedio de proveedores	15,0%	14,7%	12,0%	12,0%	12,0%
Tasa de interés promedio de préstamos	16,0%	15,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Tasa de impuesto a las ganancias	30%	30%	33%	33%	33%
Tasa de impuesto al valor agregado	21%	21%	21%	21%	21%
Tasa de impuesto sobre facturación	3%	3%	3%	3%	3%
Compra de bienes de uso (\$) )	500	300	350	350	400
Dividendos (% de ganancia neta año anterior)		29,5%	25%	25%	25%

El excedente o faltante es un resumen de las condiciones proyectadas:

- ✓ la magnitud del margen operativo,
- ✓ de los activos con cuya utilización se alcanzará ese margen,
- ✓ y de los pasivos y su costo.

En este ejemplo el excedente resulta de los siguientes elementos:

a) Se proyecta una mejora en el funcionamiento (menor plazo de los bienes de cambio); no existen modificaciones en la política de crédito a clientes.

b) La inversión bruta en bienes de uso (compras) implica un aumento de 50% del saldo inicial, frente a un aumento de la cifra de ventas de 45%. La inversión neta es menor que el crecimiento de ventas. Entonces, la proyección se asienta en un uso más intenso de la capacidad inicial existente.

c) El margen sobre ventas disminuye; esto significa que la reducción de precios proyectada no llega a compensarse con una reducción de los gastos operativos.

El cuadro 5 muestra algunos indicadores básicos (margen sobre ventas, rendimiento y rotación del activo) que ayudan en la interpretación de la evolución proyectada de la empresa.

Se advierte el alcance de los efectos operativos comentados: disminución del margen sobre ventas pero con un aumento de la rotación tal que el rendimiento del activo prácticamente no cambia.

El panel inferior del cuadro es un resumen del flujo de fondos: se observa que con esta medida se llega a la misma magnitud del excedente proyectado por año. En el cuadro 3 este excedente se calcula con los totales proyectados de activo, pasivo y patrimonio. Por ello, la cifra que se establece es el excedente *acumulado* de los años que se proyectan, y el excedente anual se calcula por diferencia entre dos acumulados sucesivos.

En el cuadro 5 el excedente se calcula con los flujos (operativos y de fuentes financieras) de cada año; entonces, la cifra es el flujo de fondos proyectado para el año correspondiente.

Cuadro 5 ALFA S.A. Indicadores operativos y flujo de fondo

INDICADORES OPERATIVOS	Proyección				
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Rendimiento del activo final	17,6%	15,9%	15,9%	16,1%	15,8%
Margen operativo sobre ventas	10,3%	9,0%	8,3%	8,1%	7,7%
Rotación del activo final	1,7	1,8	1,9	2,0	2,06
FLUJO DE FONDOS	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	
<i>Flujo de fondos operativo</i>					
Ganancia operativa (después de impuesto)	646	697	760	805	
Depreciaciones	240	247	255	262	
Variación Activo corriente	(265)	(197)	(277)	(239)	
Variación Pasivos operativos	35	44	56	49	
Generación operativa	656	791	794	877	
Generación operativa sobre ventas	8,9%	9,3%	8,2%	8,2%	
Compra bienes de uso	(300)	(350)	(350)	(400)	
Excedente operativo	356	441	444	477	
<i>Flujo de fuentes financieras de fondos</i>					
Préstamos	(100)	0	0	0	
Intereses préstamos después de impuesto	(95)	(84)	(84)	(84)	
Dividendos	(162)	(138)	(153)	(169)	
Flujo neto de fuentes financieras	(356)	(222)	(237)	(253)	
<i>Excedente total proyectado</i>			219	207	224

#### 4.- El cálculo de la proyección y la información contenida

El desarrollo de una proyección medianamente detallada como la del ejemplo ALFA muestra el tipo de información que se requiere y las precauciones mínimas en el cálculo de una proyección. La proyección consiste en convertir un conjunto de cifras observadas y coeficientes esperados en una descripción esquemática del desempeño.

Una proyección financiera es la expresión de un conjunto de decisiones operativas y financieras.

Las proyecciones se utilizan en el análisis financiero externo e interno. En el análisis financiero externo debe considerarse que los planes supuestos de la empresa se encuentran dentro de las condiciones realistas de su sector (margen sobre ventas, crecimiento, intensidad de activos).

En el análisis financiero interno las proyecciones son un modo de convertir en cifras las alternativas de negocios en el proceso de planeamiento. La expresión cuantitativa del plan elegido es la proyección de

la alternativa seleccionada de políticas operativas y financieras de la empresa.

Se ha explicado que en el análisis sólo tienen significado las proyecciones que se han equilibrado financieramente: los planes operativos no sólo deben ser coherentes con el escenario del sector, sino que deben estar financiados.

El desarrollo de una proyección implica varias decisiones técnicas:

- ✓ Especificar el período que se proyectará (cantidad de meses o años).

- ✓ Seleccionar la información en que se funda la proyección.

- ✓ Formular pronósticos de los coeficientes que reflejarán las condiciones operativas y financieras esperadas.

- ✓ Especificar el grado de detalle con que se formulará la proyección.

- ✓ Evaluar la validez de la proyección financiera.

A continuación se explicará cada uno de estos aspectos.

#### 4.1.- Elección del período de la proyección

El período relevante para el análisis puede ser un horizonte corto (algunos meses o un año) o un horizonte largo (varios años).

Este período se dividirá en *subperíodos* según sean las características de la empresa y las necesidades del análisis. Por ejemplo, cuando el análisis financiero requiere la perspectiva de un año puede realizarse una medición única para todo el año, o bien dividir ese plazo en dos semestres o cuatro trimestres.

El período total se define en función del análisis a realizar. Así, en el análisis para la concesión de un crédito se requiere una proyección que, al menos, abarque el plazo del crédito. Si el plazo es corto (por ejemplo, 6 meses) será suficiente una proyección del desempeño en ese período, aunque puede ser recomendable extenderlo a un año. Para un crédito de

plazo más largo (por ejemplo, 3 años) es necesario realizar una proyección del desempeño esperado en ese plazo.

En un análisis relacionado con el capital de la empresa (aporte o compra) el período proyectado no puede ser menor que 5 años.

En el análisis que se realiza para evaluación de alternativas en la empresa (política comercial, de producción, de inversión, etc.) el plazo es variable según el alcance, pero prácticamente en ningún caso es inferior a un año.

Cuando se proyecta un período de varios años lo más habitual es que se formule con una división por año. Hay que definir, sin embargo, si la unidad mínima será el año, o si se requiere una división en períodos más cortos.

La división del período debe considerar básicamente dos aspectos: la uniformidad y la sincronización de los componentes del flujo de fondos.

La **uniformidad** de los componentes, en especial del flujo de fondos operativo, está relacionada con la amplitud de las oscilaciones de las ventas o del nivel de actividad.

Un negocio puede tener estacionalidad de las ventas (por ejemplo, con temporadas alta y baja, tal como existe en los rubros de bebidas) o de la producción (por ejemplo, algunas etapas del proceso en industrias basadas en insumos naturales, tal como conservas de vegetales).

En estos casos puede ser importante una división del período proyectado por lo menos en dos partes por cada año, de modo que permita identificar la situación financiera que caracteriza a las temporadas.

Lo mismo ocurre cuando se proyecta un crecimiento importante del nivel de actividad durante cada año (digamos, 15% o 20%), ya que pueden existir diferencias significativas entre el flujo de fondos operativo de la primera y la última parte del año.

La **sincronización** de los componentes del flujo de fondos debe considerarse según la magnitud de los excedentes o faltantes que se miden en el flujo de fondos operativo y de fuentes financieras.

Cuando se proyectan inversiones operativas los compromisos resultantes pueden estar concentrados en meses específicos de cada año, y es conveniente identificar el impacto que provocan en el flujo de fondos. Del mismo modo, los compromisos por vencimientos de deudas suelen existir en momentos específicos. Si, por ejemplo, ocurren una vez por semestre es conveniente una división del año en trimestres, a fin de aislar el efecto financiero en el trimestre en que existe el vencimiento.

#### 4.2.- Base de la proyección

En el análisis financiero las proyecciones deben ser congruentes con los aspectos históricos.

Ambos deben ser considerados simultáneamente en la interpretación y la opinión acerca de la empresa, ya que cada uno ayuda a explicar los elementos relevantes del otro.

La situación económica y financiera observada es un punto de partida de la proyección y también es una referencia de comparación y validación de las cifras proyectadas.

Por ejemplo, cuando las cifras proyectadas muestran cambios significativos en las magnitudes del margen operativo sobre ventas o en la generación operativa con respecto a las observadas en períodos anteriores, la misma diferencia es una señal para explorar cuáles son los factores que tienen el mayor impacto en ese cambio. Quizá sea sólo un efecto de las premisas de la proyección, que entonces deben examinarse con cuidado.

La proyección debe ser consistente. Esta consistencia se refiere a aquellos elementos relevantes en los que se basa la proyección, tales como el crecimiento de mercado, la participación de la empresa, el margen

operativo y la dimensión de inversiones en capacidad de producción o en capacidad comercial.

Una proyección financiera se realiza a partir de pronósticos de variables básicas: las ventas, el margen operativo sobre ventas y las inversiones requeridas para alcanzar ese nivel de ventas y ese margen operativo. Tanto las ventas como el margen deben ser contrastados con la evolución que se espera del mercado, aun cuando los niveles que se proyectan sean similares a los observados en los últimos períodos.

El grado de convicción que el analista alcanza y puede transmitir acerca de la razonabilidad de sus conclusiones está asentado en las características de la empresa y del mercado en que compite. Esta es una base cualitativa *a partir de la cual* se pueden desarrollar las cuantificaciones específicas (los *pronósticos*) y finalmente las proyecciones.

#### 4.3.- Coeficientes para la Proyección

Los coeficientes son las magnitudes de la empresa pertinentes para la proyección. Se utilizan cuatro tipos de coeficientes:

<b>Coeficiente</b>	<b>Ejemplo</b>
Cambio pronosticado en un flujo	Variación de la cantidad vendida
Cambio pronosticado directamente en un saldo	Variación de deudas financieras o bienes de uso
Generación de unos flujos por otros	Tasa de impuesto, tasa de distribución de ganancias
Relación entre flujos y saldos	Plazo de activos y pasivos operativos, tasas de interés

Cada uno de estos coeficientes tiene particularidades de expresión. Una proyección correcta requiere la comprensión del significado de los coeficientes que se utilizan.

Deben considerarse con especial precaución las expresiones del cambio porcentual pronosticado (variación de cantidades y precios).

El cambio porcentual puede referirse al cambio con respecto al promedio de un período o al cambio entre puntas. Por ejemplo si se pronostica que la cantidad vendida en el año 2 será 10% mayor que la

cantidad del año 1, se entiende que el total del año 2 será 10% mayor que el total del año 1. Y esto no implica necesariamente que las ventas de cada mes del año 2 serán 10% mayores que las del año 1; esto depende del comportamiento de las ventas mensuales en el año 1 y en el año 2.

Si se procura proyectar el saldo de créditos por ventas en función de las ventas más cercanas al fin del período, este comportamiento tiene consecuencias en la cuantificación de ese activo.

Lo mismo ocurre con el precio de venta. Por ejemplo un aumento de 5%, puede estar referido al precio final del año 2 con respecto al final del año 1, o al precio promedio de ambos años.

Quien formula ese pronóstico está teniendo en cuenta una de estas variantes. El cálculo de la proyección debe hacerse con el mismo marco de referencia, a fin de utilizar magnitudes congruentes con aquellas a las que se refiere el pronosticador.

Por lo tanto, antes de realizar la proyección es importante obtener datos acerca del modo en que están expresados los coeficientes que se pronostican para el período.

#### 4.4.- Grado de detalle y alcance de la proyección

El grado de apertura de la proyección implica una elección del nivel de detalle. Por ejemplo, se puede proyectar la cifra de ventas total, o bien cantidades y precios por líneas de productos. Lo mismo con los costos y los activos.

La elección depende del alcance de la proyección y del plazo que ella comprende. Por lo general las proyecciones de corto plazo suelen ser más detalladas; pero esta no es una regla general. También pueden realizarse proyecciones muy resumidas.

Para algunas proyecciones de plazo largo puede ser suficiente utilizar coeficientes en ese nivel de resumen; o tal vez con una o dos aperturas adicionales (por ejemplo, considerar por separado la rotación del

activo corriente y del activo fijo). Se obtiene así un cuadro rápido de la consistencia financiera de las políticas de la empresa para el período.

La unidad de referencia de la proyección es la empresa. Sin embargo, los coeficientes suelen ser distintos a nivel de negocio. Cuando existen varios negocios en una empresa (negocios que son diferentes por los productos y el mercado, o por la tecnología aplicada) es necesario proyectar cada uno con sus coeficientes.

La agregación de todos los negocios es la proyección de la empresa. Proceder directamente en el nivel de empresa implica que las relaciones estructurales de cada negocio se reflejan con las ponderaciones que están implícitas en los coeficientes únicos que se utilizan.

A veces suele ser recomendable realizar una proyección por extrapolación simple para obtener una base que permita indagar en los aspectos específicos. Esto significa, proyectar la situación inicial (actual) sin cambios en los coeficientes (ventas, margen sobre ventas, activos).

Para esto deben utilizarse cifras iniciales que estén depuradas de aquellos efectos esporádicos que se manifestaron en los períodos pasados y cuya estructura se proyecta sin cambios.

#### 4.5.- Evaluación de una proyección financiera

La validez de una proyección depende de la congruencia de los supuestos en que se basa y de la técnica que se ha utilizado para formularla.

Antes de utilizar las cifras proyectadas (rendimiento, endeudamiento) deben evaluarse estos dos aspectos. Las premisas deben estar 1) razonablemente fundadas y 2) ser viables. La mezcla de coeficientes de crecimiento de ventas, margen sobre ventas, rotación operativa y endeudamiento debe ser coherente con las posibilidades de la empresa y las características del sector de negocios.

La técnica de proyección tiene un papel significativo: es el modo en que se convierten esos coeficientes en la situación proyectada. Si se aplican

técnicas incorrectas, un conjunto de coeficientes que se considera competitiva y financieramente coherente queda mal traducido en los resultados proyectados.

Estas precauciones son válidas tanto para formular una proyección como para examinar una proyección que ha sido establecida por otra persona. La evaluación de la proyección requiere saber qué mirar y qué preguntar, si es el caso.

Al formular una proyección hay que observar cuáles son los aspectos importantes, y qué preguntas suscitarán las cifras resultantes; de este modo es posible incluir en el informe de la proyección respuestas coherentes.

Una proyección no es una imagen exacta del futuro, sino una representación plausible. Aun cuando se concreten las premisas generales, los resultados observados con seguridad serán numéricamente distintos a los proyectados. Este es el efecto ineludible de las variables externas e internas que no se consideraron con suficiente detalle.

No tiene sentido buscar una predicción perfecta, porque en la mayoría de las situaciones eso es imposible. Pero es deseable procurar una proyección que sea coherente, en el sentido de marcar los aspectos relevantes. Y que por ello acierte en el desenvolvimiento de las líneas generales del negocio (el crecimiento de ventas y la tendencia del margen sobre ventas y de la rotación de los recursos invertidos).

## CAPITULO III

### Empresa bajo análisis Cresud

Sumario: 1.- Descripción de CRESY. 2.- Descripción de la industria y posicionamiento competitivo. 3.- Inicios y avance de la empresa. 4.- Valuación de la empresa. 5.- Análisis de inversiones. 6.- Análisis financiero. 7.- Riesgos. 8.- Información adicional y descriptiva sobre las actividades que realiza la compañía. 9.- Análisis de los datos relevados.

#### 1.- Descripción de CRESY

Cresud S.A.C.I.F. y A. (en adelante CRESY) es una empresa latinoamericana que posee un importante grado de atomización en relación con sus actividades.

Es un líder en la producción de productos agrícolas básicos, principalmente en Argentina y con una presencia creciente (en este sector) en otros países de América Latina. Uno de los que se destaca es Brasil, a través de su inversión en Brasilagro, la empresa brasileña de propiedades agrícolas tiene actividades diversificadas en la producción de granos, caña de azúcar, carne y leche. Tiene una importante cartera rural por sí misma. Sus modelos de negocios se enfocan en la adquisición, desarrollo y explotación de propiedades agrícolas con perspectivas atractivas de la producción agrícola o la apreciación del valor de la tierra y la explotación que desarrolla. La venta selectiva de las propiedades donde se ha realizado la

revalorización para obtener ganancias significativas en su inversión, constituyen una fuente de liquidez que otorga flexibilidad financiera.



CRESY también es accionista principal de FYO que es una empresa argentina ubicada en Rosario, encargada de la comercialización de granos y desarrollo de servicios que abarcan toda la cadena comercial del agro.



Adicionalmente, CRESY participa en el negocio inmobiliario de Argentina a través de la subsidiaria IRSA, que es la mayor empresa argentina inversora en bienes raíces y la única empresa inmobiliaria argentina que cotiza sus acciones en Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA) y en la Bolsa de Comercio de Nueva York (“NYSE”).

IRSA se dedica a una amplia gama de actividades inmobiliarias, que incluyen:

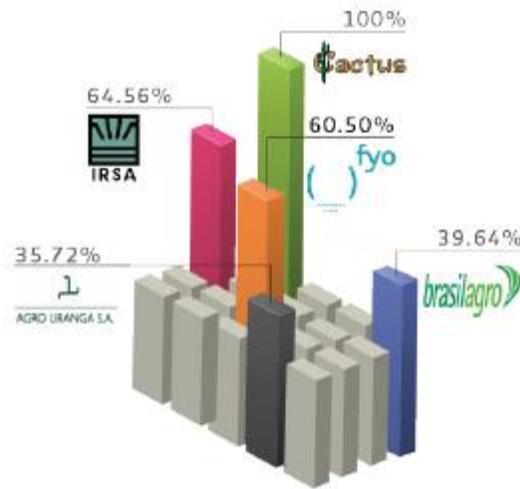
- la adquisición, desarrollo y explotación de centros comerciales;
- la adquisición y desarrollo de edificios de oficinas y otras propiedades que no constituyen centros comerciales, principalmente con fines de locación;
- el desarrollo y venta de propiedades residenciales;
- la adquisición y operación de hoteles de lujo;
- la adquisición de reservas de tierra en zonas estratégicas como reserva para futuros desarrollos o venta; e
- inversiones selectivas fuera de la Argentina.

IRSA posee participación accionaria en las siguientes empresas:

- Banco Hipotecario 29.91%
- IDB Development 68.30%
- IRSA Comercial Properties 94.61%



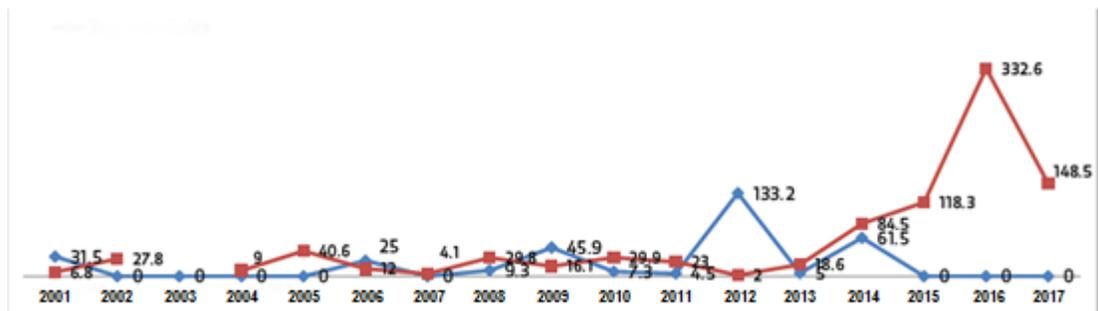
Estructura de negocios de CRESUD



Fuente: Datos de la compañía

Ventas/Compras Evolución de la Tierra

— Compras — Ventas



Fuente: Datos de la compañía

La producción ganadera en CRESY implica la cría y el engorde, la matanza y la venta directa de ganado. Esta actividad ha ido en aumento y es

realizada principalmente a través de la subsidiaria Cactus S.A. que fue adquirida en su totalidad por CRESY. Cactus Argentina, con sede en Villa Mercedes, San Luis, había sido fundada en 1998 en el marco de una sociedad conformada por Cactus Feeders Inc. de EE.UU. y Cresud.

Además, el negocio lácteo está desarrollando y planeando implementar la última tecnología que incluye tecnología de la información para mejorar la rentabilidad. CRESY aspira a aumentar la cartera de su campo adquiriendo grandes áreas de tierra con campos de valoración de alto potencial. La empresa intenta transformar las tierras adquiridas en condiciones no productivas a tierras explotadas en ganadería, transformar aquellas en que se realiza esa actividad en tierras de cultivo, o aplicar la tecnología de última generación para mejorar rendimientos agrícolas y mayor apreciación. Periódicamente CRESY vende propiedades que han alcanzado un valor considerable para reinvertir en nuevos campos con mayor potencial y apreciación.



Brasil 18% - 8 campos – 170.814ha.

Desarrollo de tierras de cultivo

Cultivos principales: Soja, Maíz, Caña de azúcar



Paraguay 15% - 1 campo – 141.931ha.

Desarrollo de tierras de cultivo

Cultivos principales: Soja

Pequeña operación ganadera



Bolivia 2% - 6 campos –15.059ha.

Desarrollo de tierras de cultivo

Cultivos principales: Soja, Caña de azúcar



Argentina 66% - 18 campos – 629.878 ha.

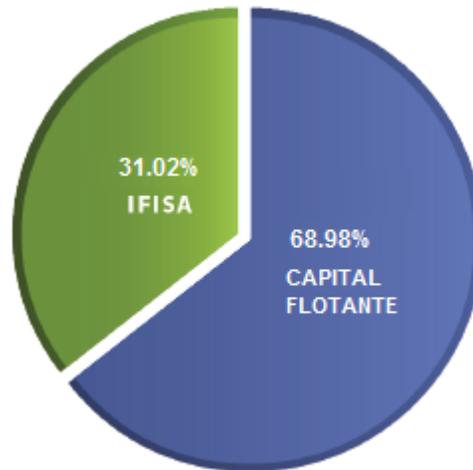
Desarrollo de tierras de cultivo

Cultivos principales: Soja y maíz

Cría de ganado

Las acciones de la compañía en un alto porcentaje se encuentran en la lista de acciones comerciales de Buenos Aires en Nueva York (NASDAQ: CRESY). Su estructura de accionistas está compuesto en su mayor parte por capital flotante, además un porcentaje mayoritario de las acciones de CRESY, por su parte, quedó en manos de la empresa “Inversiones Financieras del Sur S.A” (IFISA), una sociedad domiciliada en Uruguay.

Estructura de accionistas



Fuente: Datos de la compañía

2.- Descripción de la industria y posicionamiento competitivo

La diversificación de la compañía nos lleva a discutir una breve descripción sobre los diferentes sectores en las actividades en las que se desarrolla.

La agroindustria representa un pequeño porcentaje dentro de la cartera de la empresa. La combinación de grandes extensiones explotadas en campos apropiados refleja un porcentaje de sector limitado. Si esto se suma, la empresa se diversificará en inversiones como cultivos de granos en soja y maíz, entre otros. Esto también agrega la distribución geográfica de los campos mitigando los posibles impactos del clima y las políticas públicas que se pueden experimentar en cada país.

No existe otra empresa en la región que realice una actividad similar, además de una empresa que no sea exclusivamente agrícola, también ganadera y lechera de gran alcance.

En relación con la actividad inmobiliaria urbana, CRESY aumentó su participación en IRSA que considera una inversión estratégica. IRSA tiene una sólida posición de liderazgo en el segmento de centros comerciales a

través de su participación en APSA, y en el mercado existen oficinas de gran calidad en la ciudad de Bs As, Argentina.

Con respecto a las oficinas y otras rentas, se trata de un mercado altamente fragmentado, y las abundantes propiedades cercanas pueden afectar en forma adversa la capacidad de alquiler o venta de oficinas y otras propiedades inmobiliarias. La empresa entiende que el mercado local y el extranjero, en el futuro, establecerán la competencia entre la misma empresa y otros, porque pretende expandirse en el extranjero y supone encontrarse con competidores locales bien posicionados.

La mayoría de los centros comerciales se encuentran en zonas rurales. No hay mucha competencia para los centros comerciales en estas ubicaciones, lo que le permite a la compañía mantener su posición estratégica. Las limitaciones de edificación aumentan en las zonas rurales pobladas en la ciudad autónoma de Bs As. Un ejemplo es la compañía CENCOSUD S.A que reúne centros comerciales y supermercados. La ubicación en sí resulta competitivamente estratégica en relación con el mercado de consumo que se cumple en CRESY.

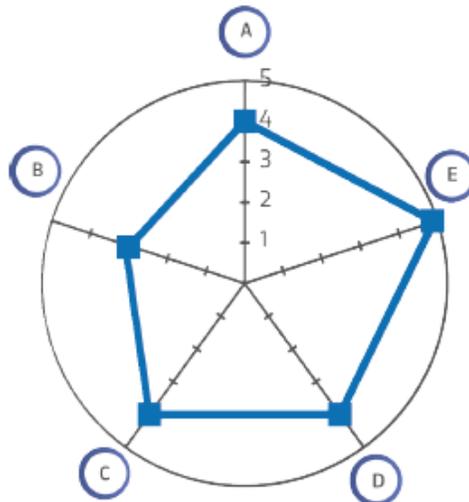
La empresa entiende que el nivel de deuda genera una estructura de capital óptima para el sector y es significativamente más alta que lo que se verifica sin la cartera. Sin embargo, el valor real de los campos mitiga los riesgos financieros que esto puede generar en relación con otras compañías. Su participación en el sector inmobiliario en los EE. UU. no es significativa, obsérvese que la industria ha revivido en los últimos tiempos.

### 2.1.- Análisis de las cinco fuerzas

“Este modelo establece un marco para analizar el nivel de competencia dentro de una industria, y poder desarrollar una estrategia de negocio. Este análisis deriva en la respectiva articulación de las 5 fuerzas que determinan la intensidad de competencia y rivalidad en una industria, y

por lo tanto, en cuanto atractiva es esta industria en relación a oportunidades de inversión y rentabilidad<sup>(18)</sup>.

Tal como observaremos en el gráfico siguiente, el punto 5 resulta la situación más favorable para CRESY teniendo en cuenta las cinco fuerzas del modelo.



1- Menos favorable a CRESY

5- Más favorable a CRESY

A: Nuevas entradas

B: Amenaza de productos sustitutos

C: Poder de negociación de los clientes

D: Competición de la industria

E: Poder de negociación de los proveedores

Fuente: Estimaciones propias

### 3.- Inicios y avance de la empresa

La compañía se estableció en 1936 como una subsidiaria de Credit Foncier, una compañía belga dedicada a la provisión de crédito rural y

---

<sup>(18)</sup> Consultas a bases de información, en Internet: [https://es.wikipedia.org/wiki/An%C3%A1lisis\\_Porter\\_de\\_las\\_cinco\\_fuerzas](https://es.wikipedia.org/wiki/An%C3%A1lisis_Porter_de_las_cinco_fuerzas), (16/03/2018).

urbano en Argentina. Con el objetivo de administrar las propiedades inmobiliarias ejecutadas por Credit Foncier, una compañía que fue liquidada en 1959. En 1960, CRESY cotizaba en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y comenzó un proceso de rotación en el desarrollo de sus actividades, que culminó en 1960-1970 y se dedicó exclusivamente a la agricultura. En 1993 y 1994, Consultants Asset Management S.A adquirió aproximadamente el 22% de las acciones en circulación de CRESY en acciones comerciales en Bs As. Hacia fines de 1994 hay un incremento en la participación accionaria total de aproximadamente el 51.4% en las acciones que circulan en CRESY incluido en el grupo de inversión Dolphin Fund pic. En 1995, la sociedad aumentó su capital a través de una oferta pública internacional de representantes de acciones ordinarias de ADR (primera empresa agrícola de la región incluida en NASDAQ). En marzo de 2008, CRESY finalizó su aumento de capital de 180 millones de acciones ordinarias. Todas las acciones ofrecidas fueron suscriptas, ya sea en Argentina o en el extranjero.

En 2007, CRESY convirtió US\$ 12 millones de los títulos convertibles de IRSA a US\$ 22 millones de acciones ordinarias de IRSA.

Posteriormente, del 1 de diciembre de 2007 al 30 de junio de 2009, CRESY adquirió 22,625,854 acciones adicionales en IRSA, aumentando su participación un 55,64% al 30 de junio de 2009. CRESY comenzó a consolidar la transacción en IRSA el 1 de octubre de 2008.

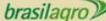
En 2005 Brasilagro se constituye con el fin de replicar las actividades de la empresa en el país vecino de Brasil. Las principales actividades de la empresa incluyen los siguientes segmentos; caña de azúcar, cereales, algodón y silvicultura. En 2006, las acciones de Brasilagro comenzaron a cotizar en el Novo Mercado de la Bolsa de Valores de Brasil (BOVESPA) bajo el símbolo AGR03. En 2013, las acciones de la compañía cotizaban en la Bolsa de Nueva York con el símbolo NLD, la primera compañía agrícola brasileña que cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York. Actualmente la participación de CRESY en la compañía es del 39.64%.

En el año 2008 CRESY adquiere 12.166 ha. ubicada en Santa Cruz de la Sierra, Bolivia, a través de muchas sociedades, incluyendo Acres del Sur S.A., Agropecuaria Ombú S.A., Agropecuaria Yatay S.A., Agropecuaria Yuchan S.A. y Doneldon S.A..

En el mismo año, CRESY, estableció una nueva sociedad con Carlos Casado S.A. llamada CRESCA S.A. en el país vecino Paraguay con una participación del 50% del capital social. Dicha participación fue vendida a su filial Brasilagro en 2013.

### Evolución histórica de Cresud

A continuación exponemos en un breve esquema un resumen de los 81 años de historia de Cresud donde se destacan los hechos más importantes en la vida de la compañía.

1936	● Fundada como subsidiaria de una empresa belga que otorgaba préstamos rurales en Argentina	
1960	● Listada en el BCBA con autonomía de su empresa fundadora	
1994	● Sr. Eduardo Elsztain se convierte en presidente de la compañía y el Sr. Alejandro Elsztain en CEO ● Primera ampliación de capital por USD 64 M	
1997	● Primer empresa agrícola latinoamericana listada en NASDAQ ● Segunda ampliación de capital por USD 92 M	
2001	● Adquisición de participación en IRSA. Compañía líder del mercado inmobiliario argentino	
2006	● Brasilagro oferta pública inicial por USD 276 M ● Expansión regional	
2008	● Tercera ampliación de capital USD 288 M ● Expansión a Bolivia y Paraguay ● Consolidación de IRSA	
2012	● Brasilagro. Primer compañía agrícola brasilera listada en NYSE	
2014	● Venta de Paraguay a Brasilagro.	

Fuente: Datos de la compañía

#### 4.- Valuación de la empresa

Para valorar la compañía se utiliza un método que es considerado el más adecuado para las variables que determinan el verdadero valor de la empresa.

Siempre se asume que las compañías son un ente homogéneo a los cuales aplicamos uno o varios métodos de valuación para después utilizar primordialmente aquel o aquellos métodos más frecuentemente utilizados por el mercado, contrastando estos resultados con la realidad.

Sin embargo, la realidad de las compañías es mucho más compleja. Una misma compañía suele estar constituida por diferentes divisiones o líneas de negocio y cada una, actuar como una compañía independiente dentro de una compañía.

Por ejemplo, CRESY como pudimos observar tiene variadas operaciones con dinámicas totalmente diferentes.

Cada una de estas operaciones tiene parámetros distintos y, en muchas ocasiones, los métodos de valuación apropiados para cada división son distintos.

En estos casos, la valuación se realiza como una Suma de las Partes (SOTP por sus siglas en inglés). Esto es, se valúan los activos de cada división por el método de valuación más adecuado. Posteriormente se suma cada valuación realizada en forma independiente, para luego obtener el valor total del activo de la empresa.

Este tipo de empresa nos ha permitido utilizar el método mencionado anteriormente y luego analizar la información en su conjunto. Teniendo en cuenta en cada caso los supuestos sobre los que se asienta nuestro análisis. La cartera de la compañía nos permite hacer el análisis segmentado y luego realizar la suma de los diferentes sectores dando información adecuada sobre la empresa como un todo.

#### 4.1.- Valuación CRESUD

Cada segmento de la cartera de la empresa se ha valuado individualmente y luego se ha sumado en su conjunto para obtener el valor total de la empresa; este fue el porcentaje de cada segmento que se determinó. CRESUD posee el 65.45% de IRSA y el 39.60% de Brasilagro. La tierra cultivable fue valuada de acuerdo con el precio del mercado, teniendo en cuenta su ubicación geográfica, el objetivo de la explotación y el valor enriquecido. El valor de la empresa se determinó mediante el método de flujo de fondos descontados (DFC por sus siglas en inglés) y luego se agregó a los otros segmentos.

Una de las técnicas comúnmente utilizadas tanto para la valuación de empresas como en la evaluación de proyectos de inversión, es el flujo de fondos descontado (Discounted Cash Flow). En dicha técnica el flujo de fondo es descontado por el costo de capital ajustado por el riesgo correspondiente.



#### Cresud – Valuación Suma de las partes (SOTP)

SUMA DE LAS PARTES (SOTP)			
CRESUD	DFC	513.05	5.19%
IRSA	valor mercado	8,498.50	86.03%
BRASIL	valor mercado	534.86	5.41%
CAMPOS	valor mercado	333.00	3.37%
<b>SOTP</b>		<b>9,879.41</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Cresud – Thomson Reuters

#### 4.1.1.- Valor estimado de la compañía por DFC

A los efectos de la valuación de CRESUD, utilizamos el método de flujo de efectivo descontado (DFC) ajustado en dólares, teniendo en cuenta

la inflación proyectada de Argentina y del mundo para proyectar el tipo de cambio promedio.

Esto arrojó una cantidad de US\$ 513.05 millones que representa el 5.19% del monto total valuado.

Costo del capital: El costo de capital se calculó mediante el modelo CAPM (Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros), utilizando bono del tesoro del gobierno estadounidense a 10 años con una tasa libre de riesgo de 2,29%, una prima de riesgo de capital del 6% y el indicador de riesgo argentino EMBI publicado el 07/11 / 2017 de 6.72% y una beta de 0.874 (según información obtenida del período Bloomberg del 11/07/14 - 11/07/17) lo que resulta en un costo de capital del 14.25%.

Costo de la deuda: Para el trabajo se decidió hacer una proyección del costo de la deuda del 15% anual. De acuerdo con las obligaciones que la empresa ha tomado hasta la fecha y con la intención que tiene de mantener las mismas proporciones de estructura de capital. Ajustamos los períodos 2019 y 2020 al 20% considerando las fechas de vencimiento de la nueva deuda para cumplir con el aumento debido a la situación política económica en Argentina y las limitaciones de acceso a los mercados internacionales.

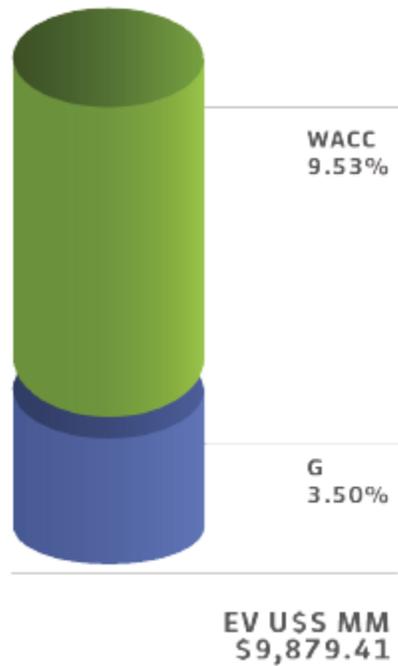
Supuestos de DFC: Una vez calculados los costos de la deuda y el patrimonio, podemos obtener el WACC (9.53%), que fue utilizado para descontar los flujos proyectados para poder obtener el valor actual de la empresa. El WACC, de las siglas en inglés Weighted Average Cost of Capital, también denominado costo promedio ponderado del capital (CPPC), es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros a la hora de valorar un proyecto de inversión.

### Calculo de WACC

TASA LIBRE DE RIESGO	2,29%
EMBI ARG	6,72%
BETA	0,874
PRIMA DE RIESGO DEL MERCADO	6,00%
<b>COSTO DE CAPITAL</b>	<b>14,25%</b>
COSTO DE LA DEUDA	8,85%
TASA DE IMPUESTO MARGINAL	35,00%
<b>COSTO DE DEUDA DESPUES DE IMPUESTOS</b>	<b>5,75%</b>
PESO DE CAPITAL	44,38%
PESO DE LA DEUDA	55,62%
<b>WACC</b>	<b>9,53%</b>

Fuente: Análisis propio

El método elegido se considera apropiado para valorar CRESY a partir del crecimiento de la misma empresa que se refleja en el largo plazo, (determinando los flujos de efectivo proyectados a un período de 5 años en el cual dichos flujos se estabilizan con una tasa de crecimiento de 3.5%). Este procedimiento arrojó un valor de la compañía de US\$ 9,879,405,235. A los efectos de determinar el precio de la acción, se han considerado warrants convertibles en acciones, ya que al momento del ejercicio la estructura de capital no se altera.



Fuente: Estimaciones propias

### 5.- Análisis de inversiones

#### Inversión en IRSA

CRESUD posee un 65.45% de los inmuebles de IRSA cuyo valor de mercado es de U\$S 12.984.72 millones. La participación correspondiente a Cresud es de U\$S 8.498.5 millones. Esta inversión representa el 87.39% del valor de la compañía. (Dólar oficial AR \$ 16.90 al 11/07/17)



IRSA	\$ARG		U\$S
CAPIT.MERC	219441,768	MILLONES	12984,72
COTIZACION	16,9	PARTICIPACION	65,45%

Fuente: Cresud- Thomson Reuters

### Inversión en Brasilagro

CRESUD posee un 39.60% de Brasilagro cuyo valor de mercado es de US\$ 1.269.08 millones. La participación correspondiente a Cresud es US\$ 534.86. Esta inversión representa el 5.5% del valor de la compañía. (Dólar oficial AR \$ 16.90 al 11/07/17) La valoración de ambas compañías a través del método es posible para cotizar en mercados públicos.



BRASILAGRO REALES		U\$S
CAPIT.MERC	4545,2788 MILLONES	1259,08
COTIZACION	3,61 PARTICIPACION	39,60%

Fuente: Cresud- Thomson Reuters

### Cartera de tierras de cultivo

Estimamos el valor de las tierras que posee CRESUD en Argentina y Bolivia en US\$ 333.1 millones en base al valor de mercado, y que comprenden 441.663 hectáreas (15 mil están en Bolivia). Esta inversión representa el 3,42% del valor de la empresa. No se han considerado las tierras de Brasilagro ubicadas en Paraguay y Brasil.

CAMPO	USO	HA	VALOR
EL INVIERNO		1946	8,3
EL TIGRE		8360	25,2
SAN PEDRO		6022	24,5
AGRO RIEGO		7072	28,9
CACTUS		171	2,4
AGRO URANGA		2965	25,5
LA ESMERALDA		9370	21,5
LAS VERTIENTES		4	0,1
LA SUIZA		36380	29,4
CARMEN Y B DE J.		100911	9,5
EL RECREO		12395	1,9
LOS POZOS		239639	121,2
LA ESPERANZA		980	1,4
BOLIVIA		15059	32,5
MENDOZA		189	0,5
		<b>441663</b>	<b>\$333,10</b>

 Cosechas

 Vacas

 Leche

 Reservas

Fuente: Cresud

## 6.- Análisis financiero

La compañía genera beneficios autofinanciados a través de su actividad, asumiendo una deuda importante para alcanzar sus políticas estratégicas dentro de los parámetros del mercado. Estos fondos se utilizan para implementar su plan de expansión.

### Políticas futuras

CRESY tiene la intención de continuar con su política de expansión y la inversión de acuerdo a sus acciones anteriores, creciendo de manera moderada y manteniendo el nivel de endeudamiento en parámetros similares.

Al día de hoy, la actividad de desarrollar tierra no productiva continuará realizándose en escalas similares a las que se venían verificando lo cual se refleja en las proyecciones realizadas.

La actividad realizada a través de IRSA genera ingresos por la propiedad inmobiliaria existente al día, teniendo también en cuenta que se procederá a una expansión en el sector si existiera una oportunidad adecuada y considerablemente rentable en el contexto referencial. Destacando la importancia de la reserva de tierras con la que IRSA cuenta en áreas estratégicas de Buenos Aires.

### 6.1.- Ingresos

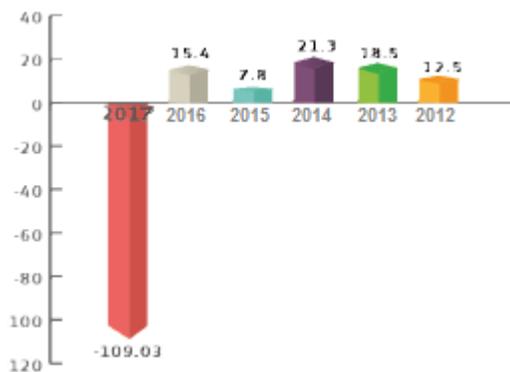
Los ingresos se mantienen en crecimiento ininterrumpido de acuerdo con los parámetros utilizados para el análisis, debido a un aumento sostenido de los ingresos, en cada actividad desarrollada y en todos los países en los que opera.

El rubro en la última práctica económica experimentó un incremento del 24.7%, siendo significativo el ingreso por la actividad agrícola debido a mejores condiciones climáticas en relación a las últimas campañas.

El negocio agrícola contribuye con un flujo volátil dependiente de las oportunidades de ventas de campo y la eficiencia. Se muestra que los ingresos de la compañía se originan principalmente en el segmento de los centros comerciales operados por Alto Palermo S.A, filial IRSA, que genera un flujo de fondos estable.

De acuerdo con los ingresos proyectados, el crecimiento será constante hasta el año 2020. Comprendiendo que la actividad moderada de la empresa hasta el nuevo escenario político-económico en Argentina se reactivará.

#### Evolución del ingreso neto



Fuente: Datos de la compañía

## 6.2.- Beneficios

Si bien los ingresos se mantienen en crecimiento, se verificó en 2017 que la empresa no generó ganancias en las que obedeció principalmente a la fuerte devaluación en el peso sufrido en la economía argentina, destacando el ahorro fiscal. Ahora la venta cumplida en 2017 refleja que los precios de mercado son significativamente superiores a los valores de registro.

El resultado bruto de la explotación en términos nominales se mantuvo en crecimiento, excepto en el período 2015 (-6.29%) por el aumento de los costos generados para el cumplimiento de la política establecida.

## 6.3. Estructura de capital

La estructura de capital muestra un aumento significativo de la deuda en el último período. La relación **deuda/resultado bruto** es de 4 a 25 veces la relación **deuda/activos** que tuvo un aumento de 8,21% en un período idéntico. La compañía quiere continuar con este nivel de endeudamiento porque considera que es la estructura óptima para el sector, debido a un importante apalancamiento con el que cuenta. Debe destacarse el resultado de activos de la compañía suficiente para la cancelación de deuda existente.

## 7.- Riesgos

### 7.1.- Riesgos del sector

#### 7.1.1.- Riesgo de crédito empresarial en sus actividades

El riesgo de crédito está relacionado con que la contraparte no cumple con sus obligaciones contractuales y genera una pérdida financiera para la empresa. La compañía ha establecido límites de crédito para garantizar que el grupo solo realice operaciones con contrapartes aprobadas y en las que se haya mitigado el riesgo de concentración y pérdida.

Cada institución con la que opera CRESUD tiene que ser reconocida en el mercado para poseer una alta calidad crediticia y para ser

aprobada por los límites de crédito interno establecidos para la Empresa. Reduce el riesgo de la exposición además de mitigar a través de la diversificación de colocaciones que operan en diferentes entidades financieras bien conocidas, no solo por su importancia, sino también por su trayectoria en el mercado. Este tipo de riesgo es administrado por las entidades locales, donde cada una (Bolivia, Brasil, Paraguay y Argentina) es responsable de la administración y el análisis de sí mismo.

El riesgo de crédito originado por el título de agencia inmobiliaria proviene de operaciones de recuento para el alquiler de servicios prestados (oficinas, centros comerciales, etc.) y créditos inmobiliarios relacionados con ventas de propiedades, propiedades prestadas, que representan el 40% y el 13%, respectivamente, del crédito total para la venta de la empresa en el año 2017. CRESY reduce significativamente la exposición de este riesgo a través de una amplia base y se diversifica por los clientes con una evaluación crediticia adecuada y diferentes tipos de contratos de alquiler a largo plazo. En lo que respecta al crédito de agencias inmobiliarias, está relacionado con la venta de propiedades, habitualmente respaldado por garantías reales, por lo que el riesgo de crédito del saldo pendiente de pago es demasiado bajo.

El crédito por ventas de las actividades agrícolas y agroindustriales representaron un 20% total en el crédito por ventas en 30/06/2017; los negocios agrícolas se canalizan a través de varias subsidiarias internacionales. Las subsidiarias en Argentina y Brasil concentran más del 93% de la producción de granos en el grupo. Cada país tiene su propio mercado establecido por las respectivas producciones. La producción total en cada país generalmente se comercializa en su mercado, y es conocida por exportadores multinacionales o exportadores locales. El precio del grano se basa en el precio de mercado en cada mercado interno de cada país, que normalmente se toma como referencia el precio internacional y el cambio de grano reflejado en el Stock de Chicago.

La producción de leche tiene su base en Argentina. Históricamente, la producción total es comercializada por la principal compañía láctea en Argentina, Mastellone S.A. Aunque los mismos se encuentran concentrados por un solo cliente, la compañía no cree que exista un riesgo crediticio significativo debido a la alta calificación de su cliente. Como la leche es un producto perecedero, la empresa no puede mitigar los riesgos de los precios a través de la administración del inventario.

En cuanto a la caña de azúcar, se puede observar un caso similar al último porque la venta del producto se concentra en un cliente, ETH bioenergía S.A., que no cree que exista un riesgo de crédito significativo debido a la alta calificación de este cliente

#### 7.1.2.- Riesgo de materias primas

El riesgo se basa principalmente en los cambios climáticos, por un lado, que afectarán la producción y podrían generar incumplimiento de contratos o, en su caso, una variación significativa en el precio de los productos básicos.

Algunos de los cuales son factores de política y economía, por lo que las restricciones a la exportación y los cambios en los precios pueden colocar a Argentina en una posición competitiva muy baja en relación con otros mercados. CRESY utiliza instrumentos financieros derivados de cobertura, basados en productos básicos, para administrar la exposición volátil de los precios provenientes de las actividades de producción de granos, equivalente a un 50% de su producción de granos y para asegurar el financiamiento de sus costos operativos.

#### 7.1.3.- Riesgo proveniente de la naturaleza

Los factores climáticos desfavorables pueden afectar las acciones biológicas potenciales y los productos agrícolas, generando una reducción en la eficiencia de cada campaña o exigir un mayor nivel de inversión para

mantenerlos. CRESY no ha contratado en el presente ejercicio, seguros para factores climáticos, sino que negocia el riesgo a través de la diversidad de sus productos, la ubicación en diferentes puntos geográficos y el crecimiento de sus tierras. CRESY no contrata un seguro para su creciente depósito de almacenamiento contra algún tipo de siniestro. Sabiendo que el riesgo se mitiga a través de la distribución geográfica estratégica en bolsas silo en diferentes puntos geográficos. La tuberculosis, la brucelosis o la fiebre aftosa pueden tener un efecto opuesto en la producción de leche y la cría de ganado, así como en el cierre de mercados importantes como Estados Unidos en la entrada de productos de ganado argentino.

De acuerdo con lo expuesto, no se puede garantizar que los riesgos descriptos no afectarán de mala manera la operación que realiza CRESY y su situación financiera.

#### 7.1.4.- Riesgo de flujo de fondos – Dividendos a recoger

CRESY es una empresa controlada, donde parte de sus negocios se realiza a través de su filial. Por lo tanto, depende de la utilidad, los flujos de fondos, la distribución de dividendos de su subsidiaria y de esta manera facilita los fondos necesarios para que CRESY cancele las obligaciones contraídas en los servicios de la deuda, como el pago de intereses, lo más importante de las obligaciones negociables. La compañía no puede garantizar que sus subsidiarias (que a su vez están expuestas a riesgos de incumplimiento) proporcionen suficientes distribuciones de fondos u otros pagos a CRESY, para que pueda cumplir con sus compromisos de deuda.

#### Exposición económica en la agencia de bienes raíces en IRSA

En relación con la actividad de la agencia inmobiliaria, la experiencia en IRSA (filial principal de CRESY) en el título garantizará la estrategia de crecimiento de su cartera de mobiliarios y la rentabilidad

misma. La empresa está expuesta principalmente al riesgo relacionado con la actividad del nivel económico del país.

#### 7.1.5.- Riesgo de liquidez

Cabe mencionar que la empresa enfrentará un riesgo de liquidez debido a que sus activos se relacionan principalmente con bienes inmuebles, tanto rurales como urbanos, directamente o a través de sus subsidiarias. El riesgo se limita al flujo generado por la empresa por sí mismo y en relación con los dividendos recibidos de sus subsidiarias, como se explicó, aunque no se pueden garantizar tales flujos en cuanto a su realización.

#### 7.2.- Riesgo de mercado

##### 7.2.1.- Riesgo de los precios de los commodities

Las fluctuaciones en los precios de los commodities exportados por Argentina y un aumento significativo en el valor del peso en términos reales pueden reducir la competitividad en Argentina y afectar de manera significativa las exportaciones del país. Una disminución de las exportaciones podría afectar a la economía argentina que tiene un efecto material opuesto en las finanzas públicas debido a una pérdida de ingresos fiscales, causando un desequilibrio en el mercado cambiario que podría conducir a una gran volatilidad en el tipo de cambio. A corto plazo, una apreciación significativa en el peso podría reducir los ingresos del gobierno en términos reales y afectar la capacidad de efectuar los pagos de sus deudas porque estos ingresos provienen en la medida de lo posible de los ingresos de exportación. Esto podría implicar el deterioro de la situación financiera en el sector público argentino, lo que podría afectar de manera sustancial y opuesta a la economía de Argentina, y las operaciones comerciales y los resultados de las operaciones de CRESY. La volatilidad que sufren los precios en la actividad agrícola genera una exposición significativa a riesgos financieros específicos. Es por eso que CRESY utiliza herramientas

financieras derivadas de la cobertura basada en commodities para administrar la exposición a la volatilidad en los precios provenientes de las actividades de producción de granos. Un ejemplo de este tipo se refiere a la contratación de futuros contratos y contratos de opciones de compraventa valuadas en dólares estadounidenses.

CRESY mantiene un grado de cobertura del 59% de su producción de granos para garantizar los costos operativos de financiamiento. La fluctuación de precios de estos productos básicos podría mostrar como resultado un precio inferior al costo de producción.

Si por condiciones opuestas se obtiene una producción en crecimiento inferior a la posición ya vendida en el mercado, la empresa estará expuesta a un riesgo de incumplimiento, obteniendo pérdidas significativas por los contratos de rescate ya vendidos.

#### 7.2.2.- Riesgo de dinero extranjero

Los estados financieros consolidados se publican en Cresud en su moneda funcional, el peso argentino, pero la compañía opera en varias monedas extranjeras. Como resultado, está sujeto al riesgo cambiario debido a las fluctuaciones en los costos de transacción de la tasa de cambio que afectan a la compañía.

Una parte importante del negocio de las subsidiarias se realiza en la moneda funcional de cada país, lo que no expone a la Compañía al riesgo cambiario. En el curso ordinario de los negocios Cresud sin embargo, opera en diferentes monedas. La más representativa es el dólar estadounidense. Se utilizan contratos derivados con tasa futura y/o préstamos en moneda extranjera como una herramienta para mitigar la exposición al riesgo en esta moneda (US\$). La exposición a otras monedas no ha sido significativa.



Fuente: Datos de la compañía

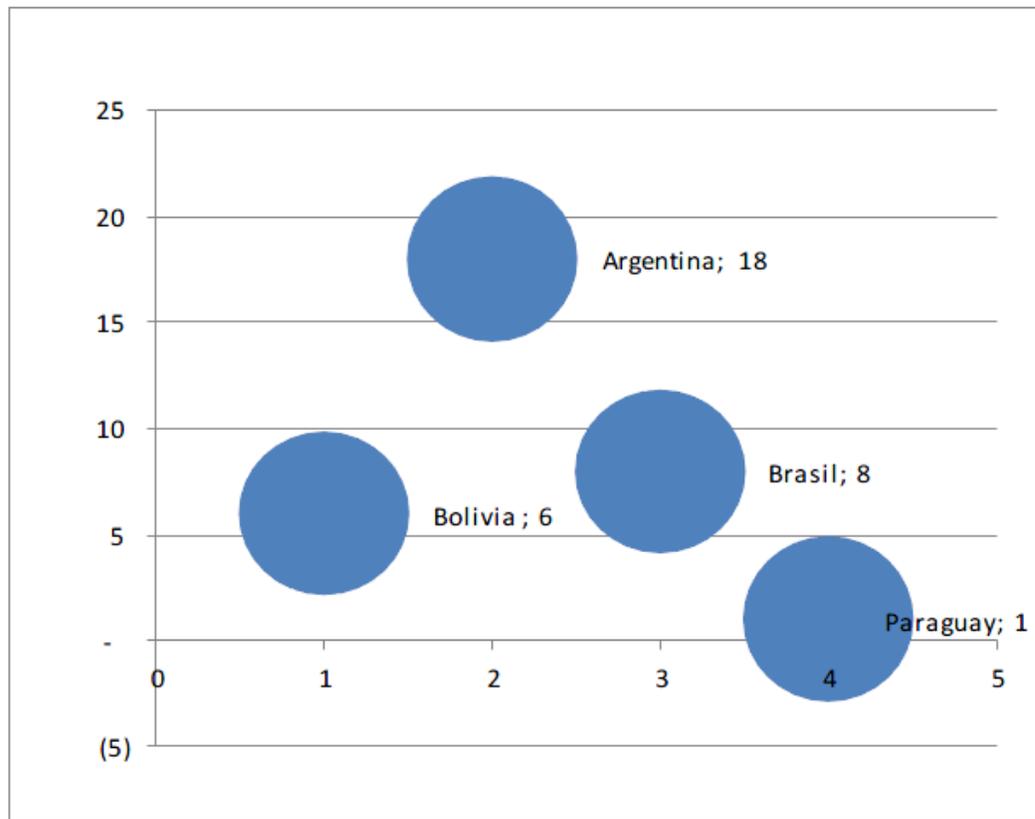
### 7.2.3.- Riesgo de la tasa de interés

El mayor riesgo de tasa de interés que enfrenta Cresud se debe a los préstamos a largo plazo emitidos a tasas fijas y variables, exponiendo a la compañía a ambos flujos de efectivo, el valor de estos préstamos será diferente de lo esperado. La compañía maneja este riesgo a través de una diversificación adecuada de los pasivos que generan intereses a tasas fijas y variables. El riesgo de flujo de efectivo se puede generar como un aumento en la tasa de interés al disminuir la capacidad de la empresa para lograr mayores rendimientos. Este riesgo se mitiga a través de diversos instrumentos de cobertura, incluidos los intercambios de tasas de interés, que tienen el efecto de convertir préstamos de tasa variable a tasas fijas y viceversa. La firma monitorea y analiza dinámicamente el comportamiento de la tasa de interés. Se discuten los escenarios para las deudas más importantes de la compañía, que en la mayoría de los casos son a largo plazo.

8.- Información adicional y descriptiva sobre las actividades que realiza la compañía

Existen propietarios de 33 campos en los que la diversificación regional es la siguiente: Argentina cuenta con 18 campos dedicados principalmente a la soja, la producción de maíz, la cría de ganado y el desarrollo y valorización de las tierras. Brasil tiene 8 campos dedicados principalmente a la soja, el maíz y la caña de azúcar para el desarrollo y la apreciación de los valores de la tierra. Bolivia tiene 6 campos dedicados principalmente a la soja y la producción de caña de azúcar. Paraguay tiene 1 campo dedicado principalmente a la soja, la ganadería y el desarrollo y valorización de las tierras. El total de hectáreas en la explotación de los campos antes mencionados va hasta la fecha 957.682 ha. geográficamente distribuido de forma estratégica además del total que la empresa posee 467.532 ha. corresponden a las existencias de tierra, principalmente colinas naturales utilizadas para producir carbón, postes y alambres. Las poblaciones de CRESY se ubican en su mayoría en las áreas marginales donde la producción ganadera no se encuentra totalmente desarrollada. La compañía confía en la tecnología utilizada en la buena práctica ganadera para mejorar la productividad en dichas tierras y aumentar su valor a largo plazo.

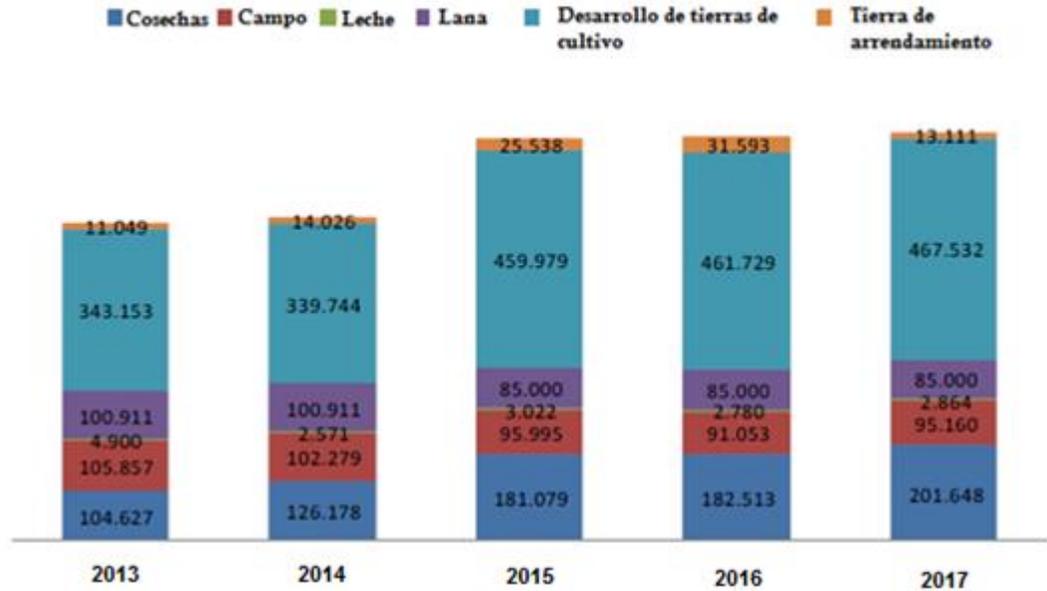
Portafolio rural regional diversificado



Fuente: Cresud

Las utilidades de propiedades de venta se introducen de una manera diferente, en los ingresos operativos y en los estados contables consolidados. CRESY obtiene sus ingresos principalmente de: 1) venta de granos, leche y ganado para consumir, 2) operaciones, alimentación y engorde de ganado (el mismo se discontinúa en realidad, es por eso que lo destacamos), 3) arrendamiento en el campo a terceros y 4) actividades de corretaje.

### Extensión de tierra utilizada para cada actividad



Fuente: Cresud

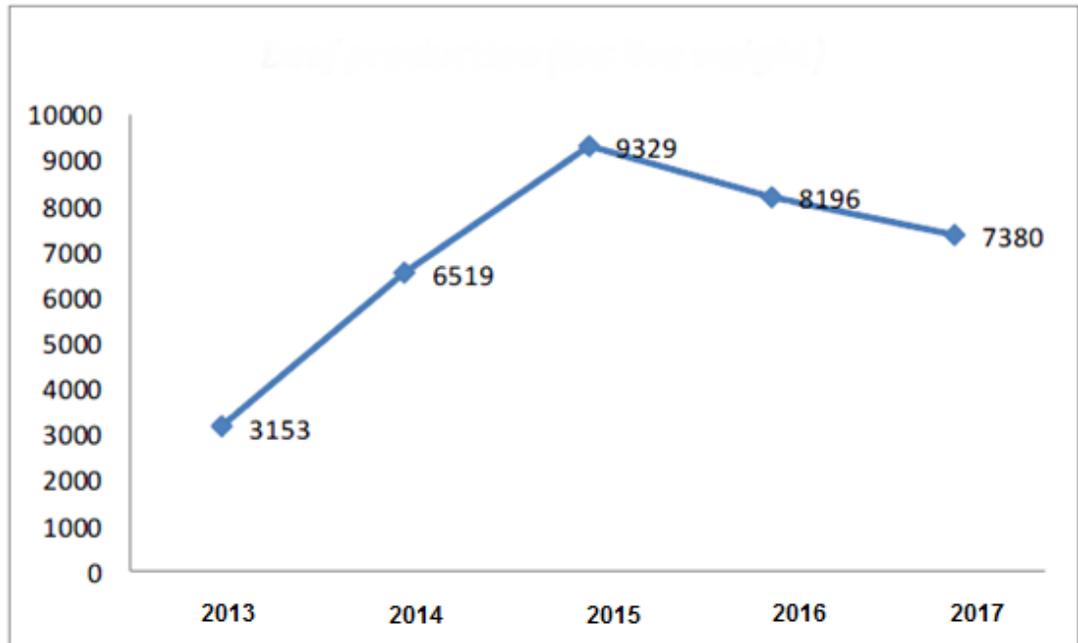
La producción de ganado en CRESY implica criar y engordar a sus propios animales. A esto se suman las condiciones de agricultura y venta directa, habiéndose unido en 2003 a las actividades de sacrificio de su propio ganado.

En junio de 2009, el ganado de la Compañía estaba compuesto por 87,803 cabezas y cubría un área total de 95,982 hectáreas dedicadas a este negocio.

CRESY desarrolla su actividad en tres campos lácteos ubicados en dos campos diferentes: "La Juanita" y "The Tiger". La empresa tiene capacidad para ordeñar 3.800 vacas por día, con el objetivo de aumentar la producción total mediante la aplicación de tecnologías de punta que incluyen la gestión del mejoramiento genético para la producción de leche,

planificación estratégica basada en requisitos específicos de alimentación del ganado y el uso de la rastreabilidad individual para conocer la historia de la productividad de cada animal. También utiliza la información en el negocio lácteo para mejorar la eficiencia del trabajo manual procesando la información generada en los campos.

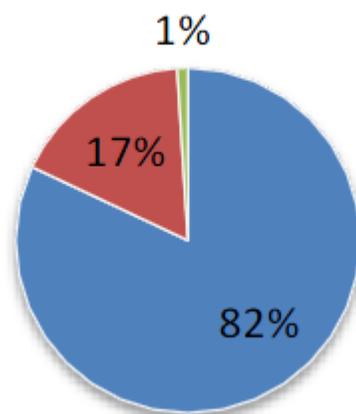
Producción de carne (Peso vivo en toneladas)



Fuente: Cresud

Porcentaje total de ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización

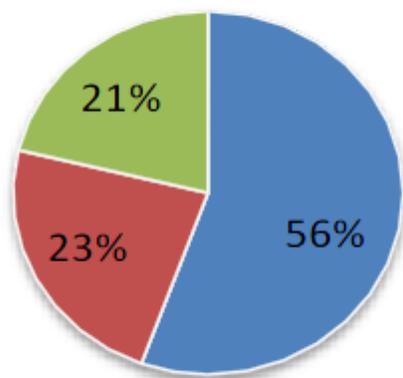
■ Renta    ■ Desarrollo    ■ Internacional



Fuente: Datos de la compañía

Porcentaje de activos

■ Renta    ■ Desarrollo    ■ Internacional



Fuente: Datos de la compañía

## 8.1.- Análisis de bienes raíces – Estados Unidos

Grupos Pares: Gestión y desarrollo inmobiliario

Código	Nombre de la compañía	Precio Reciente (\$)	Techo de mercado (\$M)	Ganancias de precio	Ventas netas (\$M)	Ingresos netos (\$M)
CRESY	CRESUD SACIFYA	10,11	507,00	NM	690,54	-190,27
EMITF	ELBIT IMAGING LTD	2,90	80,00	0,03	140,99	124,70
ARL	AMERICAN REALTY INVESTORS	5,37	75,00	NM	99,53	37,62
APSA	ALTO PALERMO SA	21,51	678,00	13,53	261,29	49,94
TRC	TEJON RANCH CO	29,12	600,00	182,00	43,26	3,45
OBAS	OPTIBASE TLD	7,18	37,00	32,64	14,01	0,94
AVHI	A V HOMES INC	14,11	312,00	NM	184,51	-4,27
BAM	BROOKFIELD ASSET MANAGEMENT	44,40	27.378,00	10,33	19.257,00	2.856,00
CTO	CONSOLIDATED TOMAKA LAND C	45,73	268,00	55,10	29,53	5,32
JOE	ST JOE CO	18,89	1.744,00	4,12	732,95	422,36
ALEX	ALEXANDER & BALDWIN INC	35,59	1.735,00	107,85	497,00	69,50

La comparación del grupo de pares se basa en las principales empresas de actividades inmobiliarias diversificadas de tamaño comparable.

Fuente: The Street Ratings

El sector económico vinculado a bienes raíces comprende la compra, el alquiler, la venta, la gestión, la evaluación y el enriquecimiento de propiedades. En las mismas actividades, existen diferentes tipos de empresas que gestionan bienes propios y extranjeros de forma directa e indirecta, incluso generando flujos de fondos por la intermediación. Los principales actores son: Tejon Ranch (CVR), Forest City Enterprises (FCE-B), CBG Group (CBG), St Joe (JOE) y Jones Lang Lasalle (JLL).

La industria se ve afectada por diferentes factores a los que muestra manifiesta sensibilidad. La agencia inmobiliaria es cíclica y depende del marco macroeconómico, la atomización de la oferta y la solicitud que impactan en el número de transacciones, el objetivo utilizado tendrá una relación directa con los niveles de ocupación, precios, etc.

La economía de EE. UU. se encuentra en un proceso de recuperación en la agencia inmobiliaria. Después de las ejecuciones

hipotecarias y una caída permanente de las ventas, este mercado de ejecución generó una acumulación de agencias inmobiliarias que pasó a ser el objeto en la actividad de compraventa reactivando el negocio.

#### 8.2.- Política de dividendos

La compañía se ha mantenido firme en su política de dividendos. Aumentar el monto nominal en pesos distribuidos en acción, variando el porcentaje consistente con las alternancias de ingresos y salidas. La política futura dependerá de los diferentes factores expuestos en la memoria de los estados contables 2007, los más destacados son los resultados de operación, las necesidades de fondos, las oportunidades comerciales y, por supuesto, las propias decisiones del asambleísta.

No es segura la distribución de ellos, en consecuencia, no se proyectan.

<b>Año</b>	<b>Dividendos</b>	<b>%</b>
<b>2012</b>	43.065	
<b>2013</b>	97.262	125,8%
<b>2014</b>	190.406	95,8%
<b>2015</b>	134.129	-29,6%
<b>2016</b>	239.352	78,4%
<b>2017</b>	243.637	1,8%

Fuente: Cresud

### 8.3.- Informe de crecimiento económico sostenido para Bolivia, Brasil y Paraguay

Bolivia, Brasil y Paraguay son países que en los últimos años han crecido de manera notable y las perspectivas de futuro son más alentadoras. Los mercados de capital están interesados en esos países porque ofrecen alternativas para inversiones atractivas. Con un rendimiento superior al que ofrecen otras inversiones con características similares en los países desarrollados. En estos países resultantes, el indicador de riesgo país tiene una importancia relevante para los inversionistas antes de que depositen sus fondos o para monitorear el riesgo general y las posiciones asumidas. Este indicador da la pauta de calificación para la exposición en estas economías, es un indicador importante que expone las diferentes alternativas de inversión. Tiene un impacto importante en las economías de cómo disminuir la inversión y provoca la salida de capitales cuando esto es elevado.

a) Bolivia: la economía boliviana se caracteriza por un crecimiento sostenido ininterrumpido registrado en los primeros años de inversión, incluso en 2009 en presencia de crisis financieras internacionales. Se registró el mayor crecimiento en la región mostrando una tendencia sólida y sostenida en el crecimiento promedio para el próximo período. Con esta mejora, Bolivia vuelve a consolidarse como un país económico atractivo para las inversiones privadas. Esto permitirá atraer recursos de grandes inversionistas a nivel mundial generando importantes flujos de inversión extranjera hacia el país garantizando el crecimiento económico en el largo plazo.

b) Paraguay: según el indicador de riesgo país, Paraguay es el cuarto país de menor riesgo. Este crecimiento se acompaña de los beneficios del "proyecto de decreto de garantía para las inversiones y la promoción de la generación de empleo y el desarrollo económico social" hacia las inversiones que atraen capitales nacionales y extranjeros para proyectos productivos, generadores de empleo y de alto valor agregado. El régimen

propuesto por el Proyecto de decreto garantiza a los inversores "estabilidad fiscal" y la "seguridad jurídica" que necesitan los inversores. Al fijar un límite de tiempo de 10 años, de "invariabilidad" de la tasa impositiva y el impuesto a la renta, que podría extenderse a 20 años según el título seleccionado y la inversión realizada. El proyecto participa en el grupo de 3 estándares para asegurar las inversiones en el país, siendo el primero en responsabilidad fiscal y el segundo en asociación pública privada.

c) Brasil: la actividad económica decreciente en Brasil en los últimos años respondió no solo a su entorno macroeconómico menos favorable, sino también a problemas estructurales políticos. El aumento en los costos realizables, con una apreciación del tipo de cambio y la ausencia de reformas ha generado una pérdida de producción que afecta la perspectiva de la economía a largo plazo. El modelo económico brasileño privilegia la expansión del crédito y el consumo. Sin embargo, la elevada supervisión estatal con una pesada carga tributaria y un bajo retorno desalientan la inversión. Además, Brasil presenta una considerable aceleración de PBI en cuanto a otras compañías emergentes debido al bajo crecimiento del consumo doméstico, la falta de dinamismo en las inversiones, un saldo comercial débil y un aumento de la inflación. El país se encuentra en una posición débil en términos de eficiencia y en el tamaño del mercado.

#### 9.- Análisis de los datos relevados

Recomendamos comprar acciones de la compañía estimando el precio en US\$ 17.50 en el año en curso. Para determinar el precio utilizamos un método que combina el método del flujo de efectivo descontado (DCF) con las actividades de la compañía en general. Agregando el valor de su participación en IRSA y Brasilagro del valor de mercado y agregando el precio del mercado inmobiliario en stock

La compañía ofrece un aumento del 54.87% en relación al precio del 03/12/2017. Las actividades agrícolas de las fincas, tanto urbanas como

rurales, siempre han apoyado a la empresa, una tarea en la que tienen una gran experiencia. Entre todos los elementos necesarios del grupo podemos señalar la propiedad de la tierra y el know-how para su cumplimiento.

Destacamos que la propiedad y el comercio de bienes inmuebles urbanos, principalmente oficinas y centros comerciales, se desarrollan a través de IRSA y sus subsidiarias. La recesión que puede sufrir la economía de Argentina no tendrá un impacto significativo en la compañía. Esto genera un flujo constante de ingresos que proporciona cierta estabilidad de fondos. Además, la compañía tiene una amplia experiencia en el negocio financiero, con una demanda relevante en situaciones de crisis económica.

Los ingresos de la compañía han producido ganancias considerables y han permitido mejores inversiones. La empresa entrará en una política de expansión moderada debido a los posibles altibajos en la política económica argentina. A pesar de esto, la compañía tiene potencial para el crecimiento económico con sus activos actuales.

Precio de la acción de Cresud versus NASDAQ 100



Fuente: Bloomberg

## CAPITULO IV

### Estados contables proyectados de CRESY

Sumario: 1.- Consideraciones generales. 2.- Coeficientes para la proyección. 3.- Estados contables proyectados. 4.- Indicadores. 5.- Conclusión.

#### 1.- Consideraciones generales

En base a lo analizado previamente sobre los métodos de proyección y la descripción de las características de la empresa y sus políticas a futuro, se recopiló la información necesaria para realizar la proyección de los estados contable de CRESY que observaremos a continuación.

#### 2.- Coeficientes para la proyección

Teniendo en cuenta la descripción de Cresud en el capítulo precedente, y aplicando lo expresado en el capítulo 2 sobre las variables a tener en cuenta para una proyección de estados contables, se pudieron establecer los coeficientes que serán aplicados a la proyección bajo análisis, que son los siguientes:

Concepto	HISTORICO					PROYECTADO				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Aumento de ventas	29,70%	30,70%	14,30%	24,70%	30,80%	38,30%	45,40%	47,00%	47,00%	
Margen bruto	43,80%	35,70%	43,80%	43,60%	28,00%	27,50%	30,00%	30,00%	30,00%	
Gastos de administracion	9,70%	10,40%	8,80%	10,80%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
Gastos comerciales	6,70%	7,00%	7,10%	7,20%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	
Intereses de préstamos	14,40%	19,80%	14,30%	10,80%	15,00%	20,00%	20,00%	15,00%	15,00%	
Impuestos (% antes de impuestos)	24,70%	14,30%	18,10%	-68,10%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	
Otros gastos	2,00%	2,90%	1,20%	0,30%	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	
Otros ingresos	8,40%	7,40%	2,40%	0,00%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	4,60%	
Depreciación como porcentaje de activos fijos	5,90%	4,40%	5,40%	4,90%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	
Periodo promedio de recolección	52	49	110	88	75	75	75	75	75	
Antigüedad del inventario	185	89	59	262	128	128	128	128	128	
Antigüedad de las cuentas	94	67	163	83	83	83	83	83	83	
Adquisición	1.837	2.015	2.039	4.416	4.273	7.103	9.988	14.829	21.793	

### 3.- Estados contables proyectados

#### Estado de flujo de efectivo

Concepto	HISTORICO					PROYECTADO				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Beneficio antes de intereses e impuestos	727	631	1.107	1.261	645	847	1.555	2.286	3.360	
Depreciación y Amortización	195	233	278	297	467	467	467	467	467	
Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización	922	864	1.385	1.558	1.112	1.314	2.022	2.753	3.826	
Cuentas por cobrar	12	106	887	-8	-113	507	831	1.251	1.838	
Inventarios	351	-209	-182	1.636	-369	639	915	1.494	2.196	
Cuentas a pagar	69	-103	542	92	-32	644	656	1.101	1.584	
Pasivos fiscales y sociales	48	68	-85	75						
Impuestos	125	13	34	-389	-383		213	662	1.132	
Otros activos	40	-58	-186	-28						
Otros pasivos	261	-245	-86	856						
<b>Cambios en el capital de trabajo</b>	-150	-132	-182	-188	833	-503	-1.303	-2.306	-3.582	
<b>Efectivo de las operaciones</b>	772	732	1.203	1.370	1.944	811	719	447	244	
Activos fijos	2.238	47	1.152	112						
Inversiones de capital										
Intangibles	-9	13	32	50						
Inversiones corrientes	296	-327	138	143						
Inversiones no corrientes	196	321	-657	910						
Otros	-146	216	1.041	899						
<b>Inversión total</b>	2.576	270	1.706	2.114						
<b>Flujo de caja</b>	-1.803	462	-503	-744	1.944	811	719	447	244	
Deudas bancarias corrientes	-536	21	145	158						
Bonos corporativos corrientes	71	217	286	682						
Prestamos a pagar corrientes	522	-222	-238	273						
Deudas bancarias no corrientes	200	-9	772	-327						
Bonos corporativos no corrientes	1.032	710	630	1.453						
Gastos por intereses	-383	-712	-1.125	-799	-1.110	-1.481	-1.481	-1.110	-1.110	
Ingresos por intereses	45	131	216	288	144	144	144	144	144	
Otros pasivos no corrientes	985	-267	266	470						
Otros ingresos (incluidos extraordinarios)	195	82		305	297	410	596	876	1.288	
Otros gastos (incluidos extraordinarios)	-246	-41	-10	-2.537	-103	-143	-207	-305	-448	
Dividendos	-190	-134	-239	-244						
Inversión de la reserva de revalorización de la tasación										
Cambios en la estructura de capital										
Otros	222	-94	510	977						
<b>Financiamiento total</b>	1.917	-318	1.214	699	-773	-1.069	-948	-395	-127	
<b>Flujo de efectivo neto</b>	113	144	710	-45	1.171	-258	-228	52	117	
Flujo de caja inicial	81	194	338	1.048	1.003	2.174	1.916	1.688	1.739	
Flujo de caja final	194	338	1.048	1.003	2.174	1.916	1.688	1.739	1.857	
Efectivo y Bancos	194	338	1.048	1.003	2.174	1.916	1.688	1.739	1.857	

Concepto	HISTORICO					PROYECTADO				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Flujo de caja libre	-1.682	438	9	-1.167	1.893	704	734	773	839	
Flujo de efectivo de capital	-1.587	540	213	-1.711	2.282	1.223	1.252	1.162	1.228	
Flujo de Caja ad	303	278	949	199	1.171	-258	-228	52	117	
Flujo de Caja d	-1.891	262	-737	-1.910	1.110	1.481	1.481	1.110	1.110	
FC ad + FC d= FEC	-1.587	540	213	-1.711	2.282	1.223	1.252	1.162	1.228	

Estado de situación patrimonial

Concepto	HISTORICO					PROYECTADO				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Caja y Bancos	194	338	1.048	1.003	1.003	1.003	1.003	1.003	1.003	1.003
Flujo de caja excedente					1.171	913	685	736	854	
Inversiones corrientes	575	248	386	529	529	529	529	529	529	529
Cuentas por cobrar	453	559	1.446	1.438	1.325	1.832	2.663	3.914	5.753	
Inventarios	752	543	361	1.997	1.628	2.267	3.182	4.676	6.872	
Otros activos corrientes	292	234	48	20	20	20	20	20	20	20
Total de activos corrientes	2.266	1.922	3.289	4.987	5.676	6.564	8.082	10.879	15.031	
Activos fijos netos	5.333	5.147	6.021	5.836	5.369	4.902	4.435	3.968	3.502	
Inversiones no corrientes	2.077	2.398	1.741	2.651	2.651	2.651	2.651	2.651	2.651	
Intangibles	80	93	125	175	175	175	175	175	175	
Otros	-22	194	1.235	2.134	2.134	2.134	2.134	2.134	2.134	
Total de activos no corrientes	7.468	7.832	9.122	10.796	10.329	9.862	9.396	8.929	8.462	
Total activos	9.734	9.754	12.411	15.783	16.005	16.427	17.478	19.808	23.493	
Cuentas por pagar	473	370	912	1.004	972	1.615	2.271	3.372	4.956	
Prestamos corrientes a pagar	738	516	278	551	551	551	551	551	551	
Otros pasivos corrientes	356	111	25	881	881	881	881	881	881	
Pasivos sociales y fiscales	218	286	201	276	276	276	276	276	276	
Bonos corporativos corrientes	247	464	750	1.432	1.432	1.432	1.432	1.432	1.432	
Dedudas bancarias corrientes	332	353	498	656	656	656	656	656	656	
Total pasivo corriente	2.364	2.100	2.664	4.800	4.768	5.411	6.067	7.168	8.752	
Deuda financiera no corriente	265	256	1.028	701	701	701	701	701	701	
Bonos corporativos	1.821	2.531	3.161	4.614	4.614	4.614	4.614	4.614	4.614	
Otros pasivos no corrientes	3.071	2.804	3.070	3.540	3.540	3.540	3.540	3.540	3.540	
Total pasivo no corriente	5.157	5.591	7.259	8.855	8.855	8.855	8.855	8.855	8.855	
Total pasivo	7.521	7.691	9.923	13.655	13.623	14.266	14.922	16.023	17.607	
Patrimonio neto	2.213	2.063	2.488	2.128	2.382	2.160	2.555	3.784	5.886	
Total pasivo + Patrimonio neto	9.734	9.754	12.411	15.783	16.005	16.426	17.478	19.807	23.492	

Estado de resultados

Concepto	HISTORICO					PROYECTADO				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Ingresos	2.645	3.458	3.953	4.928	6.447	8.916	12.962	19.050	27.996	
Costo de los bienes vendidos	1.486	2.224	2.221	2.780	4.642	6.464	9.073	13.335	19.597	
Margen bruto	1.159	1.234	1.732	2.148	1.805	2.452	3.889	5.715	8.399	
Gastos de administración	256	360	346	534	645	892	1.296	1.905	2.800	
Gastos de ventas	176	243	279	353	516	713	1.037	1.524	2.240	
Beneficio antes de intereses e impuestos	727	631	1.107	1.261	645	847	1.555	2.286	3.360	
Gastos por intereses	383	712	1.125	799	1.110	1.481	1.481	1.110	1.110	
Ingresos por intereses	45	131	216	288	144	144	144	144	144	
Otros gastos	77	41	10	484	103	143	207	305	448	
Otros ingresos	195	82		305	297	410	596	876	1.288	
Ingresos antes de impuestos	507	91	188	571	-128	-222	608	1.891	3.233	
Impuestos	125	13	34	-389	-383		213	662	1.132	
Gastos extraordinarios	169			2.053						
Ingresos extraordinarios										
Ingresos netos	213	78	154	-1.093	254	-222	395	1.229	2.101	
Depreciación + Amortización	195	233	278	297	467	467	467	467	467	
Beneficio antes de intereses e impuestos, depreciación y amortización	922	864	1.385	1.558	1.112	1.314	2.022	2.753	3.826	

#### 4.- Indicadores

Concepto	HISTORICO					PROYECTADO				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
<b>Liquidez</b>										
Activos corrientes/Pasivos corrientes	1,0	0,9	1,2	1,0	1,2	1,2	1,3	1,5	1,7	
Proporción	0,6	0,7	1,1	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	
<b>Apalancamiento</b>										
Deudas/Total activo	77%	79%	80%	87%	85%	87%	85%	81%	75%	
Deudas/Capital social	340%	373%	399%	642%	572%	660%	584%	423%	299%	
TIE cobertura	1,90	0,89	0,98	1,58	0,58	0,57	1,05	2,06	3,03	
<b>Proporción de gestión de activos</b>										
Días de venta	185	89	59	262	128	128	128	128	128	
Volumen de ventas de inventario	2,0	4,1	6,2	1,4	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	
Periodo promedio de recolección	63	59	134	107	75	75	75	75	75	
Faturación neta fija	0,5	0,7	0,7	0,8	1,2	1,8	2,9	4,8	8,0	
Rotación total de activos	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	1,0	1,2	
<b>Proporción de gestión de pasivos</b>										
Antigüedad de las cuentas	67	163	83	83	83	83	83	83	83	
<b>Rentabilidad</b>										
Margen de beneficio	8%	2%	4%	-22%	4%	-2%	3%	6%	8%	
Punto de equilibrio (BEP)	7%	6%	9%	8%	4%	5%	9%	12%	14%	
Retorno de activos (ROA)	2%	1%	1%	-7%	2%	-1%	2%	6%	9%	
Retorno de capital (ROE)	10%	4%	6%	-51%	11%	-10%	15%	32%	36%	

## 5.- Conclusión

El uso de la información financiera prospectiva es un instrumento fundamental para la toma de decisiones por parte de aquellos usuarios que no están en condiciones de exigir a una entidad información contable específica - inversores y acreedores actuales y potenciales.

No existe aún un modelo internacional que permita recoger las proyecciones y presentarlas con cierto grado de homogeneidad y, de esa forma, facilitar la interpretación de los informes por parte de los usuarios.

Las entidades financieras y los mercados de valores han venido señalando la necesidad de contar con información prospectiva.

No obstante, existe un dilema a resolver frente a estos requerimientos: el grado de responsabilidad que asumen los administradores y/o contadores que presentan informes de este tipo.

En lo que respecta a las normas contables profesionales que se proponen aplicar para presentar los estados contables de ejercicio y que exigen determinar valores límites, utilizando para ello información prospectiva, se considera importante señalar que dichos proyectos no regulan las características de la presentación. Sólo se limitan a establecer métodos de cálculo de los posibles valores recuperables de los bienes.

Opinamos que la IFP constituye un instrumento valioso para la toma de decisiones por parte de los usuarios de los estados contables, además de ser la única que permite establecer el valor recuperable de los bienes.

En el caso bajo estudio de CRESY, pudimos observar que, teniendo en cuenta todas las variables que pueden influir en las políticas futuras de la empresa, los riesgos a los que se encuentra expuesta, su estructura de capital y sus políticas de inversión, se pueden establecer los coeficientes para realizar una proyección de sus estados contables que permiten obtener datos importantes sobre el futuro de la misma. Asimismo la

proyección permite, como observamos en el cuadro de indicadores, obtener importantes análisis sobre apalancamiento y gestión de activos y pasivos.

Tomando en cuenta la información contable prospectiva plasmada en los estados contables proyectados y los análisis de los datos relevados de la compañía se recomienda la compra de acciones de la compañía ya que se observa un crecimiento sostenido en las proyecciones realizadas. Más allá de que la empresa pueda sufrir en alguna manera las políticas económicas aplicadas en cada país, los activos actuales que posee y su política de expansión, permiten vislumbrar un panorama positivo para sus accionistas.

La propuesta final es reconocer que existe la necesidad de contar con información contable proyectada y, en consecuencia, de elaborar un modelo contable para su presentación.



RECOMENDACION

**COMPRAR**

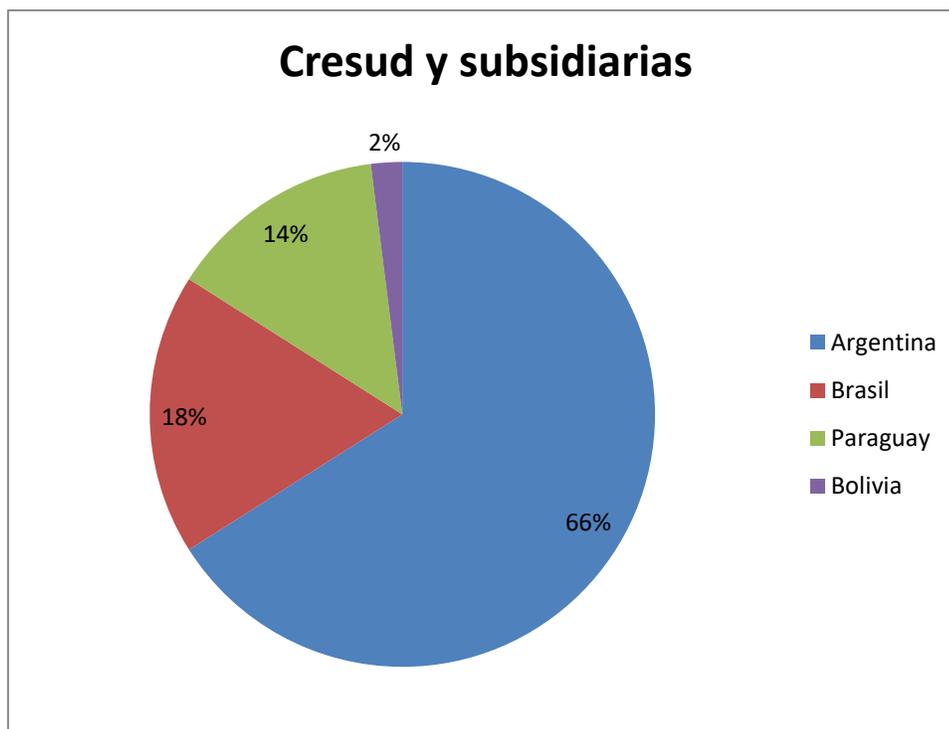
PRECIO

**\$17.50**

**69.08% ↑**

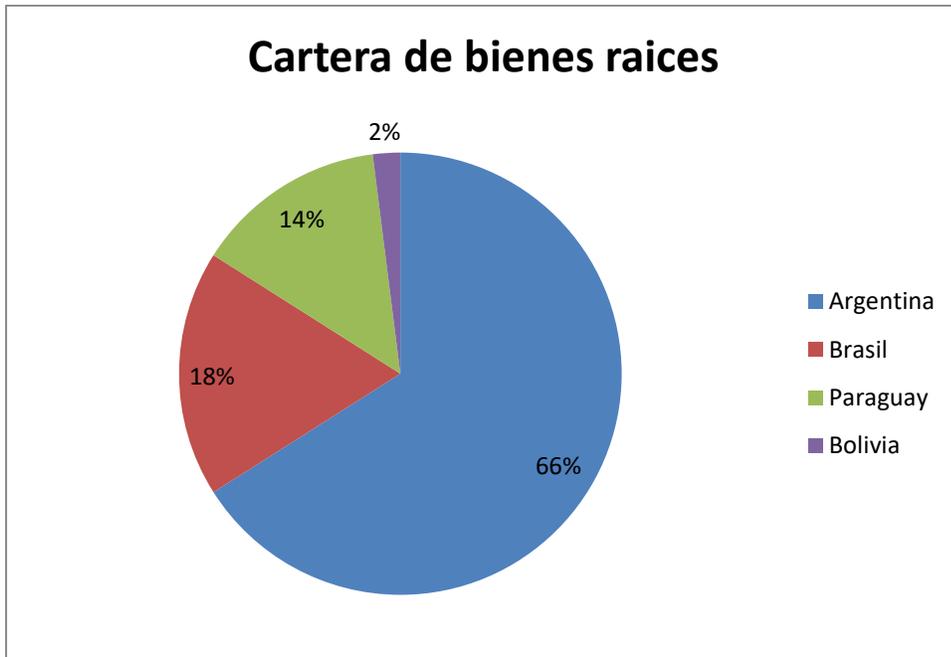
# APENDICE

Cresud y subsidiarias



Cartera de bienes raíces de Cresud

<b>País</b>	<b>Hectáreas</b>
Argentina	629.878
Brasil	170.814
Paraguay	141.931
Bolivia	15.059



## **ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO**

### a) **General** :

TEODORO, Antonio, CARABALLO, Esteban, Los documentos contables previsionales. Análisis comparado y propuesta de desarrollo, Editorial I.C.A.C. (España, 1998)

PAHLEN R. y otros, Contabilidad pasado, presente y futuro, Editorial La Ley, (Buenos Aires, 2009).

TUA PEREDA, J., La investigación empírica en Contabilidad, Revista española de financiación y contabilidad, Nº 66. (España, 1991).

MATTESSICH, R., Contabilidad y métodos analíticos, Editorial La Ley, (Buenos Aires, 2002).

FOWLER NEWTON, E., Cuestiones Contables Fundamentales, Editorial La Ley, (Buenos Aires, 2004).

### b) **Especial** :

VIEGAS, J.C., Características, formas y contenidos de los informes emitidos por entidades económicas en contextos globalizados que permitan exponer la situación presente y sus perspectivas futuras, Informe de proyecto de investigación, UBA (Buenos Aires, 2001).

MARQUES DE ALMEIDA, José Joaquim, La información financiera: prospectiva y su análisis: el auditor ante un horizonte de incertidumbre, Tesis Doctoral, (Madrid, 2003).

BARBEI, A. y otros, Investigación empírica sobre estados financieros publicados: Normas contables, actividades informadas y conformación de grupos económicos, Simposio Regional de Investigación Contable, (La Plata, 2013).

c) **Otras Publicaciones :**

Consultas a bases de información, en Internet:  
**<https://actualicese.com/actualidad/2018/01/18/informacion-financiera-prospectiva-para-que-sirve-y-cuando-puede-estar-involucrado-el-auditor/>** (12/03/2018).

Norma Internacional de Contabilidad N°8, (2005).

Norma Internacional de Contabilidad N°37 Inc.5 (2014).

Norma Internacional de Auditoría N° 540 (2013).

Consultas a bases de información, en Internet:  
**[https://es.wikipedia.org/wiki/An%C3%A1lisis\\_Porter\\_de\\_las\\_cinco\\_fuerzas](https://es.wikipedia.org/wiki/An%C3%A1lisis_Porter_de_las_cinco_fuerzas)**, (16/03/2018).

## ÍNDICE

Introducción.....	<u>Págs.</u> 1.-
-------------------	---------------------

### CAPÍTULO I

#### Información financiera prospectiva

1.- Información contable prospectiva.....	3.-
2.- Consideraciones generales y antecedentes.....	5.-
3.- Los estados contables proyectados.....	12.-
4.- Marco teórico.....	17.-

### CAPÍTULO II

#### Procedimiento para realizar una proyección

1.- Estados contables proyectados y proyec.financieras....	20.-
2.- Procedimiento para realizar una proyección financiera.	22.-
3.- Formulación de una proyección multiperiódica.....	28.-
4.- El cálculo de la proyección y la información contenida..	34.-

### CAPÍTULO III

#### Empresa bajo análisis Cresud

1.- Descripción de CRESY.....	42.-
2.- Descripción de la industria y posicionamiento.....	47.-
3.- Inicios y avance de la empresa.....	49.-
4.- Valuación de la empresa.....	52.-
5.- Análisis de inversiones.....	55.-
6.- Análisis financiero.....	57.-
7.- Riesgos.....	60.-
8.- Información adicional y descriptiva.....	66.-
9.- Análisis de los datos relevados.....	74.-

## CAPÍTULO IV

### Estados contables proyectados de CRESY

1.- Consideraciones generales.....	76.-
2.- Coeficientes para la proyección.....	76.-
3.- Estados contables proyectados.....	78.-
4.- Indicadores.....	81.-
5.- Conclusión.....	82.-
Apéndice.....	84.-
Índice Bibliográfico.....	87.-
Índice.....	89.-