



Análisis de Estados Contables del ejercicio 2009 de la empresa Ledesma S.A., comparativo con el ejercicio anterior

Autores: Coca, Bruno Leonardo

Director: Cra. Adriana B. de Comba

2010

Trabajo de Seminario: Contador Público Nacional

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es brindar un análisis de la situación económica, patrimonial y financiera de Ledesma S.A., empresa líder en el ramo agroindustrial, y una de las más grandes del mundo.

Para ello, se analizarán los estados contables básicos (Estado de Situación Patrimonial, Estado de Resultados, Estado de Evolución del Patrimonio Neto y Estado del Flujo de Efectivo), notas a los estados contables, anexos, memorias todas éstas referidas al periodo de análisis.

El contenido de esta obra se ha estructurado en dos partes. En la primera, se desarrolla una descripción completa de la agroindustria en general con el propósito de hacer conocer al lector la importancia que tiene esta actividad en nuestra región y especialmente en nuestra provincia. La segunda parte expone la caracterización de la empresa y un minucioso análisis e interpretación de sus estados contables, acompañados del cálculo de razones financieras, gráficos, cuadros, etc. para una mejor comprensión del lector.

En la sistemática utilizada para el análisis contable, en primer lugar, se realiza la lectura de los estados económico-financieros que nos da a conocer la importancia y composición del patrimonio y de los resultados; luego, mediante el *análisis* de los estados contables se penetra más en la esencia de la empresa, tanto en lo que se refiere a su estática como a su dinámica; y por último, por medio de la *interpretación* de los estados se pretende llegar al conocimiento del por qué de los resultados que aparecen en la información económico-financiera, así como intentar prever su ulterior evolución; todo esto sin desconocer el entorno micro y macro económico en el que está inserta.

PRÓLOGO

Esta monografía se realizó como trabajo final para la materia de Seminario de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Tucumán.

El análisis contable proporciona elementos de juicio que pueden ser de suma importancia al momento de analizar la situación económica, patrimonial y financiera de una empresa, tales como los cocientes, las comparaciones y los porcentajes que permiten tomar decisiones acertadas a quienes estén interesados en la empresa, sean éstos sus dueños, banqueros, asesores, proveedores, el gobierno, etc.

El balance y el estado de resultados, por sí solos no son capaces de reflejar toda la complejidad de la situación de la empresa. Es por eso que debe existir un plan de cuentas organizado y adecuado, información estadística al alcance del analista, una auditoría previa que demuestre que el análisis está cimentado sobre bases correctas, etc.

Con éste trabajo se pretende introducir al lector al pleno conocimiento de la agroindustria de nuestro país, ya que la misma es el motor del desarrollo del país, y genera fuertes eslabonamientos hacia delante y hacia atrás, como demandante de insumos y de trabajo, capital y tierra.

Se agradece de manera especial la colaboración de la contadora *Adriana B. de Comba*, profesora de la cátedra de Estados Contables de la Universidad Nacional de Tucumán; quien, generosamente brindó materiales para analizar estados contables, alineó a la concreción del trabajo y puso a disposición su tiempo, experiencia y amplio conocimiento sobre el tema.

CAPITULO I

La Agroindustria

Sumario: 1.- Introducción. 2.- Concepto y características. 3.- Mercado Azúcar. 4.- Mercado Papel. 5.- Mercado Frutas y Jugos. 6.- Mercado Carne. 7.- Empresas agroindustriales más importantes. 8.- Exportación.

1.- Introducción

A lo largo del siglo XX el sector agropecuario ha tenido una significativa participación en las exportaciones nacionales. Actualmente, el concepto de “sector agropecuario” evolucionó hacia el de “sector agroindustrial”, entendiéndose por tal al sistema dinámico que implica la combinación de dos procesos productivos, el agrario y el industrial. Este es el sector de mayor participación en las exportaciones nacionales y el que mayor aporte realizó a su crecimiento desde la más crítica crisis económica que atravesó el país, a fines del año 2001. Merece destacarse que este aporte de la agroindustria es reconocido por la sociedad, ya que la imagen pública asocia este sector con la idea de exportación, además de ser percibido como el más pujante para la reactivación económica que presentó el país.

2.- Concepto y características

Agroindustria es la rama de industrias que transforman los productos de la agricultura, ganadería, riqueza forestal y pesca, en productos elaborados. Es un conjunto de piezas en equilibrio, desde la fase de producción agrícola propiamente dicha, pasando por las labores de tratamiento post-cosecha, procesamiento y comercialización nacional e internacional, en el trayecto que recorren los productos del campo

hasta llegar al consumidor.¹ Algunos la definen como la visión agregada de la actividad agraria.

El concepto de agroindustria agrupa a todos los participantes en la industria agraria, que no sólo son los proveedores de tierra, capital y trabajo, sino también a las instituciones del mercado para la comunicación y movimiento de los artículos, así como a las instituciones y mecanismos de coordinación entre sus componentes.



La agroindustrias es compleja, pues existen muchas variables que influyen permanentemente en el éxito de la empresa, desde el proceso productivo (pre-cosecha), pasando por la cosecha, tratamiento post-cosecha, embalaje, transporte y almacenamiento refrigerado o frigorífico y controles de calidad en diferentes etapas de la distribución.

Las principales características de la agroindustria son:

- Se desenvuelve en un ambiente incierto y más cambiante que en otra actividades.
- Afectada por los factores de la naturaleza de difícil predicción como el clima.
- Altamente vulnerable a factores políticos y sociales, por su relación con la alimentación.
- Exige un constante monitoreo (seguimiento) del entorno tanto para fines de supervisión como para detectar oportunidades.
- Las labores de planeación (resalta la de prever la disponibilidad de materia prima) se dificultan por su aleatoriedad.

¹ Consultas en Internet: www.es.wikipedia.org, (29/07/2010).

- Moviliza y trata productos la mayor parte de la veces perecederos, es decir, que se echan a perder si no se les brindan ciertas condiciones de temperatura y humedad.

- Se desenvuelve en estrechos periodos de tiempo (por ejemplo los pocos días que transcurren entre la cosecha del mango hasta llegar al mercado de destino).

- Exige una alta coordinación y seguimiento de los flujos de productos - servicios (las actividades relacionadas con la logística son clave).

- La experiencia indica que de alguna forma el negocio agroindustrial es crítico en el tema aprovisionamiento. Y de la misma forma, la agricultura sin concertación con alguna agroindustrias es muy riesgosa.

- En muchos casos, se trata de proyectos intensivos en capital de trabajo, más que en inversión fija ante la particular importancia de la inversión circulante en estas empresas. Una de las razones de esta peculiaridad podría ser la estacionalidad de las cosechas, que obliga a acumular inventarios para ser usados en el transcurso de un largo periodo de tiempo.

- Por tratarse la mayor parte de los casos de alimentos, el consumidor es sumamente exigente. Si la salud está de por medio, la opinión del consumidor es especialmente crítica.

- Los procesadores agroindustriales adquieren en muchos casos los excedentes de las cosechas, reduciendo la oferta al mercado fresco. De enviarse estos volúmenes al referido mercado, los precios bajarían ostensiblemente, afectando al productor agrario.

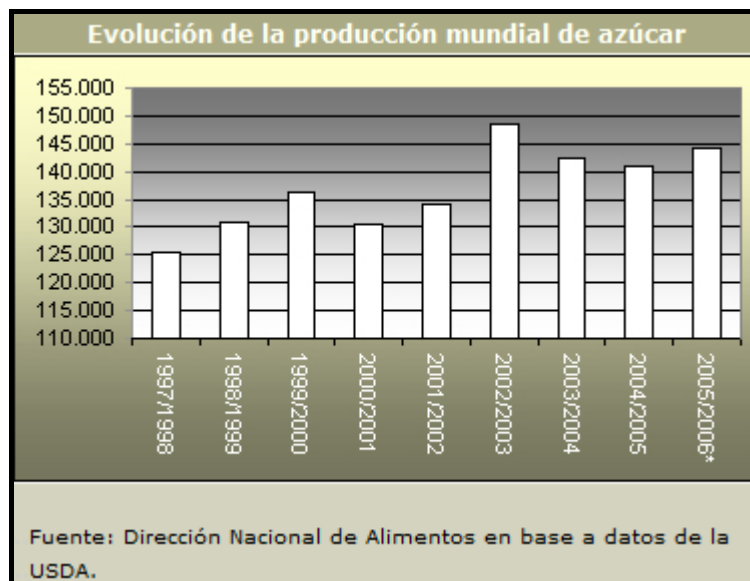
3.- Mercado Azúcar

El sector azucarero tiene gran importancia en la producción agroindustrial argentina, y una gravitación determinante en la economía del norte del país.

La caña de azúcar es originaria de la India, de donde se extendió su cultivo a Arabia, Egipto, Etiopía. De allí pasó a la isla de Madera, a las Canarias y Santo Domingo en 1506, luego a Paraguay, Argentina y demás colonias americanas.

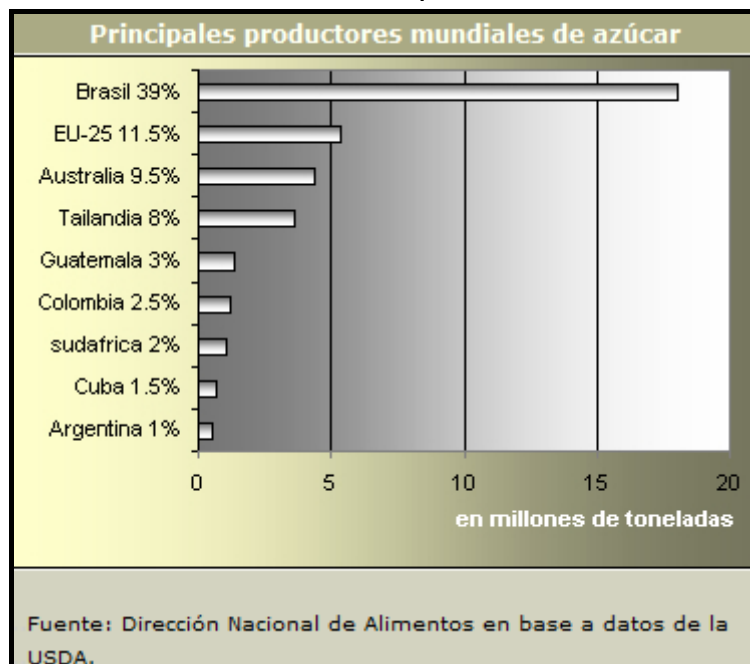
El azúcar de caña representa el 70% del producto elaborado mundialmente. El resto se obtiene mayoritariamente de la remolacha azucarera. La caña de azúcar, es una planta propia del clima tropical. Las zonas de cultivo están ubicadas casi exclusivamente entre los 30 grados de latitud sur y los 30 grados de latitud norte.

Según datos del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA, según su sigla inglesa), la producción mundial de azúcar de la campaña 2004/2005 alcanzó los 140 millones de toneladas, un aumento del 21% con respecto a la temporada 1994/1995.



Actualmente, la producción mundial de azúcar se estima en 155 millones de toneladas.

El 53% de la producción mundial está concentrada entre Brasil, la Unión Europea, China y la India. Estos países son además los 4 mayores consumidores, con un 42% de participación.



La producción está orientada a satisfacer las necesidades internas de los países productores, exportándose en la mayoría de los casos el resto de los excedentes

La producción argentina de azúcar se concentra en las provincias de Tucumán, que produce el 62% del volumen, y en Salta y Jujuy, que procesan conjuntamente el 37%. La producción restante se registra en Santa Fe y Misiones, que cultivan principalmente azúcar orgánico.

La zafra de 2008 arrojó una producción total de 2,4 millones de toneladas métricas valor crudo, superando en un 11,5% la producción del año anterior; Tucumán con 15 ingenios representa el 61% de la producción nacional, el norte con 5 ingenios el 37 % y el 2 % restante el litoral con 3 ingenios. La provincia de Tucumán es quien define la producción de azúcar en Argentina.

Desde el año 1990 a la fecha, la producción argentina de azúcar muestra una tendencia creciente con un record de 2,5 millones en el año 2006, a pesar de haberse mantenido estable la superficie cultivada en los últimos diez años. Las caídas interanuales se debieron fundamentalmente a factores climáticos.



Los ingenios instalados en el país son 23; 15 de ellos se encuentran en Tucumán, 3 en Jujuy, 2 en Salta, 2 en Santa Fe y uno en Misiones.

En la campaña 2004/2005 la superficie cultivada alcanzó las 306.630 ha (sin contar los cultivos del litoral, que son pequeños). De ese total, 213.820 correspondieron a Tucumán, 63.330 a Jujuy y 29.210 a Salta.²

4.- Mercado Papel

El papel es un producto que, debido a la importancia que posee, tiene una gran demanda en el mercado puesto que tiene una gran participación en la vida diaria del hombre, convirtiéndose así, en parte casi esencial de éste.

En Argentina, el consumo del papel está dentro de la canasta básica, y esto quiere decir que el papel es uno de los bienes de una participación en el mercado muy significativa.

De todos los materiales que la gente ha utilizado para la escritura, el papel es el más difundido a través del mundo. Su nombre deriva del papyrus, que era el material que usaban los antiguos egipcios, griegos y romanos. El papiro es sin embargo, sólo uno de los predecesores del papel.

² Consultas en Internet: www.inta.gov.ar, (31/07/2010).

En China se inventó el papel en el año 105 DC, a partir de los desperdicios de tela. Durante unos 500 años, el arte de la fabricación de papel estuvo limitado a China; en el año 610 se introdujo en Japón, y alrededor del 750 en Asia central. El conocimiento se transmitió a los árabes, quienes a su vez lo llevaron a las que hoy son España y Sicilia en el siglo X. La elaboración de papel se extendió a Francia que lo producía utilizando lino desde el siglo XII.

La sustancia madre empleada para la fabricación del papel es la celulosa. Las materias primas empleadas son todos aquellos productos, naturales o artificiales, que contienen celulosa, como ser los trapos de origen vegetal, la madera u otras fibras vegetales.

La producción mundial de papel oscila alrededor de las 316 millones de toneladas, siendo el mayor productor Estados Unidos, cuya producción representa cerca del 25% de la producción mundial.³

Los productores de papel y cartón más importantes

Posición	País	Producción (en Mt)	Posición	País	Producción (en Mt)
1	Estados Unidos	80,8	11	Brasil	7,8
2	China	37,9	12	Indonesia	7
3	Japón	30,5	13	Reino Unido	6,5
4	Canadá	20,1	14	Rusia	6,3
5	Alemania	19,3	15	España	5,4
6	Finlandia	13,1	16	Austria	4,6
7	Suecia	11,1	17	India	4,1
8	Corea del Sur	10,1	18	México	4,1
9	Francia	9,9	19	Thailandia	3,4
10	Italia	9,4	20	Países Bajos	3,3

Fuente : Handelsblatt - Die Welt in Zahlen (2005)

La República Argentina inició en el año 1931 la fabricación de pastas para papel utilizando maderas blandas y residuos vegetales (paja de trigo, bagazo, etc.).

³ Consultas en Internet: www.es.wikipedia.org, (30/07/2010).

En el año 2009 la producción argentina de papel alcanzó 1.702.155 de toneladas.

Papel y Cartón
Producción anual desde 1990 en adelante

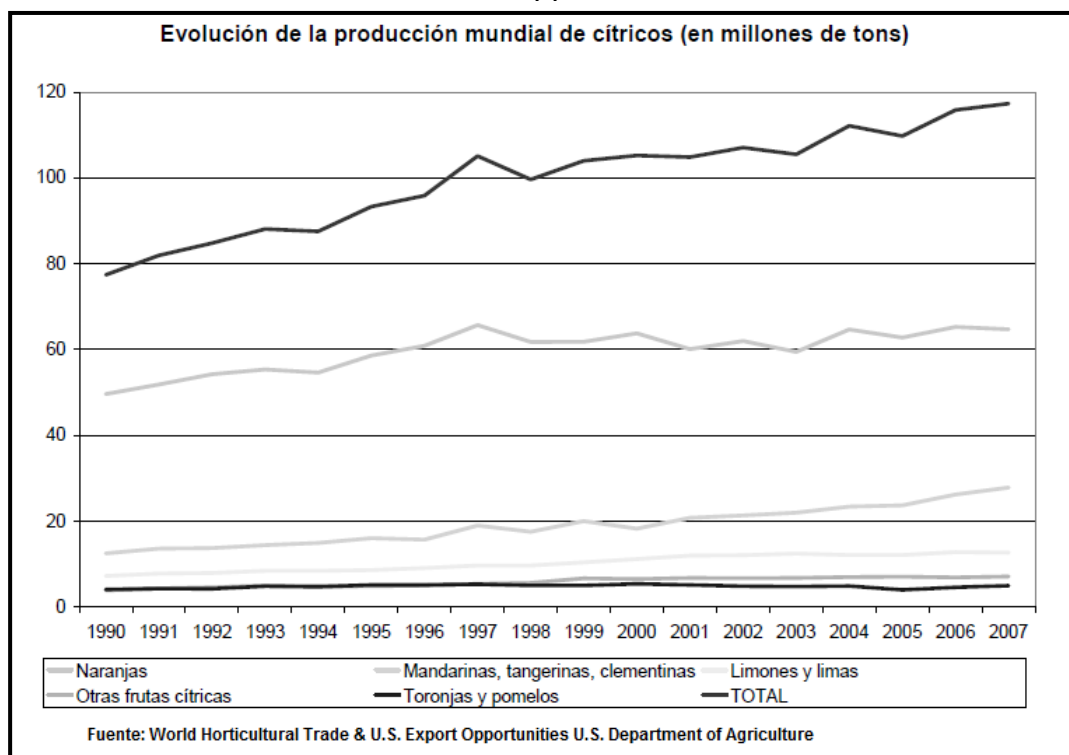
Período	Papel para diarios (1) Producción ton	Papel para otros usos (2) Producción ton
1990	206.661	720.402
1991	198.339	767.485
1992	206.331	770.582
1993	140.549	786.594
1994	142.270	827.459
1995	180.114	840.736
1996	171.343	949.743
1997	145.115	998.463
1998	174.588	984.429
1999	166.518	963.891
2000	170.410	1.043.708
2001	183.352	1.045.561
2002	171.483	1.036.296
2003	185.350	1.208.611
2004	183.471	1.323.288
2005	198.485	1.392.882
2006	202.590	1.518.148
2007	185.318	1.593.977
2008	188.770	1.542.944
2009	158.232	1.543.923

Fuentes: Asoc. Fabricantes de Celulosa y Papel e INDEC

5.- Mercado Frutas y Jugos

La citricultura se caracteriza por ser una de las ramas frutícolas más importantes del país, representando alrededor de la cuarta parte de la superficie y producción total de ese rubro. Si bien se trata de productos tradicionalmente destinados al mercado interno, han tenido un importante desempeño exportador en la última década, especialmente el limón, la mandarina y en menor medida la naranja.

El mercado internacional de frutas cítricas frescas es fuertemente competitivo. La producción argentina compite con la de otros países como Sudáfrica, Nueva Zelanda, Uruguay y Brasil, que son también proveedores del hemisferio Sur.



Dentro de la producción predomina la naranja, 55% del total, seguida de las mandarinas, tangerinas y clementinas, que representan cerca del 24%, proporción que ha venido creciendo y de los limones y limas con el 11% del total. El remanente se distribuye entre toronjas, pomelos y otros cítricos.

Los principales países productores de naranjas son: Brasil (29%), Estados Unidos (11%), México (7%), India (6%) y China (5%), Indonesia, España, Irán e Italia, todos ellos con un 4% del total. En mandarinas destaca China (54%) y más atrás España (7%), Brasil (4%) y Japón (4%). En limones y limas, el mercado aparece como relativamente menos concentrado: India (16%), México (15%), Argentina (10%) y Brasil (8%) ocupan los primeros puestos.

En Argentina, los jugos constituyen el derivado más importante, con alrededor del 70% del valor de la producción de la industria cítrica argentina y son el principal producto de exportación.

Las regiones cítricas de Argentina poseen condiciones agro-ecológicas muy favorables que aseguran la obtención de elevados rendimientos, buena calidad y

continuidad de cosecha. Los principales cítricos producidos en el país son: Limón, Mandarina, Naranja y Pomelo.

Producción argentina de cítricos 2006-2009 en toneladas

	Limones	Mandarinas	Naranjas	Pomelos
2006	1.504.200	432.380	938.500	259.300
2007	1.516.970	486.980	1.098.140	264.960
2008	1.362.190	410.630	942.540	243.700
2009	1.450.000	300.000	700.000	220.000
Var 08-09	7%	-27%	-25%	-10%

Fuente: *Federcitrus*

La Argentina es el principal productor y procesador mundial de limones, y la provincia de Tucumán, que forma parte de la Región del Noroeste Argentino (NOA) junto con Salta y Jujuy, concentra el 90% de la producción nacional total.⁴

6.- Mercado Carne

La producción mundial de carnes ha tenido en los últimos años un crecimiento firme y sostenido, que en el año 2007 tuvo una producción total de las tres carnes más importantes, porcina, aviar y vacuna, superior a los 220 millones de toneladas.⁵

Producción mundial de carnes, (mil ton.)

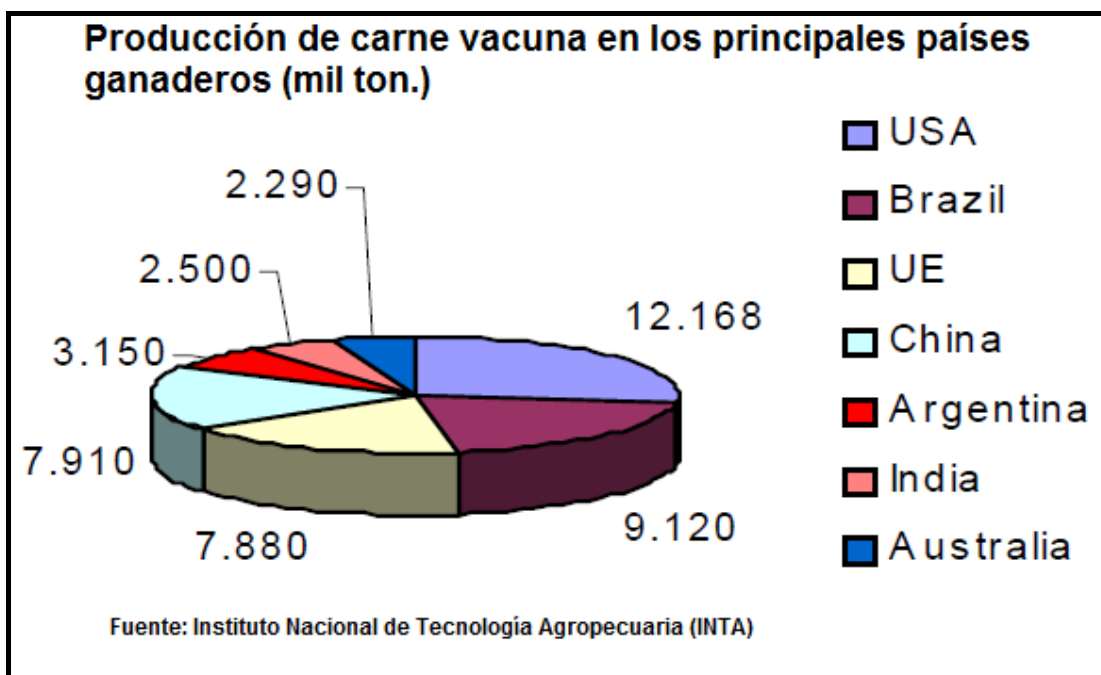
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Carne porcina	88.011	90.488	92.801	96.136	99.016	101.867
Carne aviar	59.173	59.218	60.845	64.013	65.233	65.847
Carne vacuna	51.241	50.095	51.327	52.454	53.838	54.796

Fuente: Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria (INTA)

⁴ Consultas en Internet: www.cfired.org.ar, (31/07/2010).

⁵ Consultas en Internet: www.inta.gov.ar, (01/08/2010).

Si bien India es el país con el mayor stock vacuno a nivel mundial, Estados Unidos es el país de mayor producción de carne. Argentina con sus 3.150.000 toneladas es el cuarto país productor de carne vacuna después de Estados Unidos, Brasil, y China.



En Argentina, la cantidad de carne producida respecto del 2006, ha aumentado hasta alcanzar las 3.113.000 toneladas.

Producción de carne en toneladas	
	Total
2006	2.793.486
2007	2.948.244
2008	2.852.231
2009	3.113.000

Fuente: SAGPYA

7.- Empresas agroindustriales más importantes



20% del total del país.

Por su calidad final, el azúcar Ledesma es elegida por las más grandes e importantes empresas del rubro alimentario (lácteos, bebidas gaseosas, galletitas, chocolates, dulces, caramelos) y por las grandes cadenas de hipermercados y supermercados.

Ledesma es el primer productor de azúcar de la Argentina. Produce alrededor de 400.000 toneladas anuales, lo que representa aproximadamente el



internacional.

Con actividades en Argentina y Uruguay, Celulosa Argentina se consolida como una empresa regional integrada con un alto potencial de crecimiento.

Celulosa Argentina S.A. es una empresa argentina líder del sector foresto-industrial, que integra desde un sólido y sustentable desarrollo forestal hasta la fabricación, comercialización y distribución de productos de alto valor agregado con éxito en el mercado local e



más grandes del mundo.

La misma, se encuentra totalmente integrada, abarcando desde el cultivo hasta la comercialización de limones frescos. Además produce jugos concentrados y clarificados de limón, cáscara deshidratada y aceite esencial de limón.

Sociedad Anónima San Miguel es la Empresa líder en la producción y comercialización de limones de Argentina, y una de las



Finexcor es una empresa argentina que comienza sus actividades a principios de la década del 60. Su infraestructura y capacidad de producción han permitido un crecimiento sostenido que nos llevó a ser líderes en la elaboración de alimentos de origen cárnico, siendo hoy protagonistas principales en el mercado interno y, uno de los mayores exportadores de carne vacuna de la Argentina.

nido que nos llevó a ser líderes en la elaboración de alimentos de origen cárnico, siendo hoy protagonistas principales en el mercado interno y, uno de los mayores exportadores de carne vacuna de la Argentina.

8 – Exportación

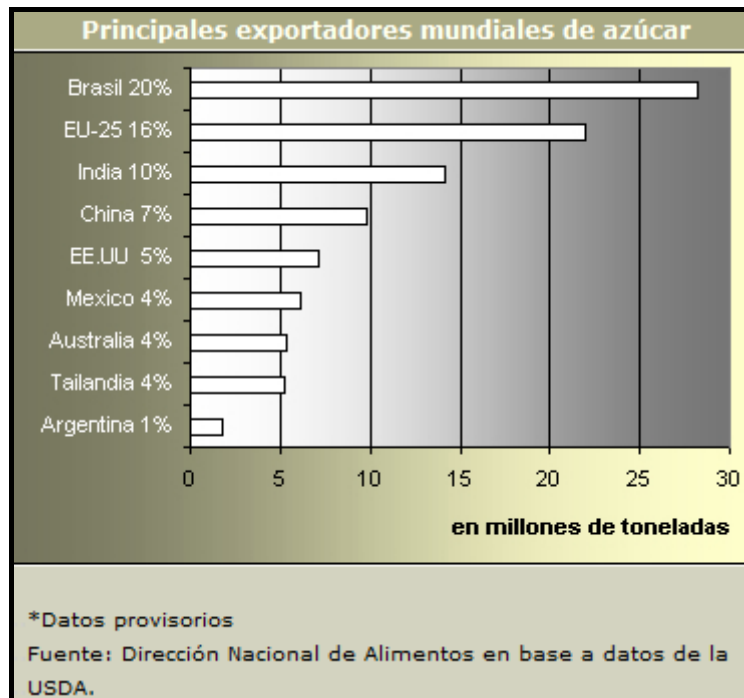
Azúcar

El mercado mundial del azúcar es uno de los más distorsionados del mundo como resultado de un amplio conjunto de políticas de protección y de subsidio a la producción y exportaciones por parte de los principales países productores y consumidores del mundo.

El sector azucarero está fuertemente protegido generando precios internos superiores al Internacional. La intervención de los gobiernos a través de políticas públicas ha generado mayor volatilidad en los precios internacionales. En efecto, casi la totalidad de los países del mundo presentan estas políticas de proteccionismo y subsidio, ya sea a la producción o a las exportaciones.

No obstante lo anterior, en los últimos años se han observado esfuerzos tendientes a liberalizar parcialmente algunos de los mercados más relevantes, como es el caso de Estados Unidos, la Unión Europea, Brasil y Australia. En consecuencia, se estima que se está frente a una tendencia lenta pero progresiva hacia la liberalización comercial.⁶

⁶ Consultas en Internet: www.sisbib.unmsm.edu.pe, (02/08/2010).



Los principales exportadores son Brasil, la Unión Europea, Tailandia y Australia, que exportan conjuntamente el 68% de lo transado mundialmente. El primero abastece el 39% de la demanda mundial, lo que lo ha convertido en formador de precios.

El volumen del mercado mundial de azúcar equivale al 32% del total producido.



En Argentina, en el año 2008 se exportaron 407.000 mil toneladas de azúcar por un valor de U\$S 134 millones, que representaron el 17 % del total producido, suma que aparece como notoriamente inferior al de otros períodos, ya que en los mismos no resultaron menores al 26% o 30%.

Es destacable la producción alcanzada en la campaña 2005-2006 que fue del 133.91% respecto de 2004 y situó a nuestro país entre los primeros diez exportadores mundiales del producto.

Papel

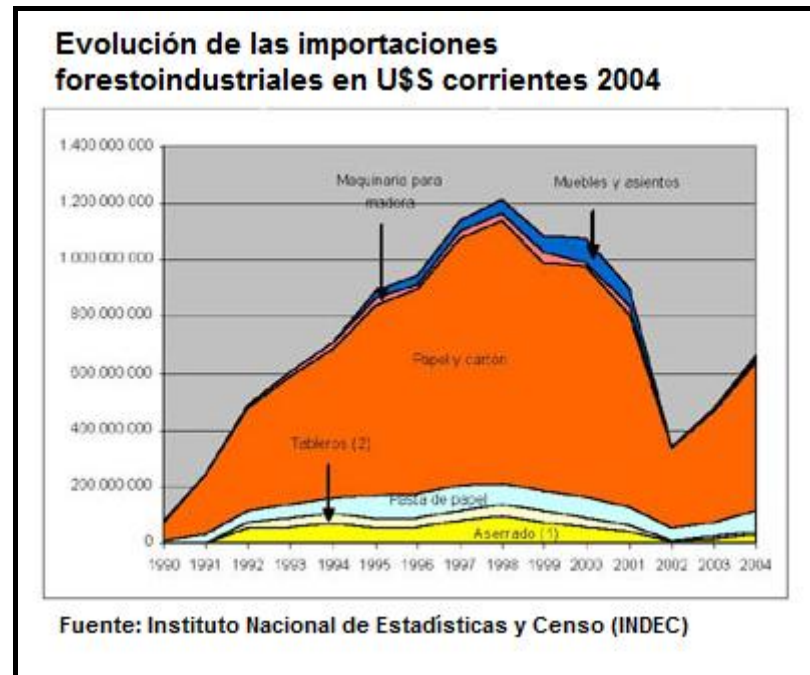
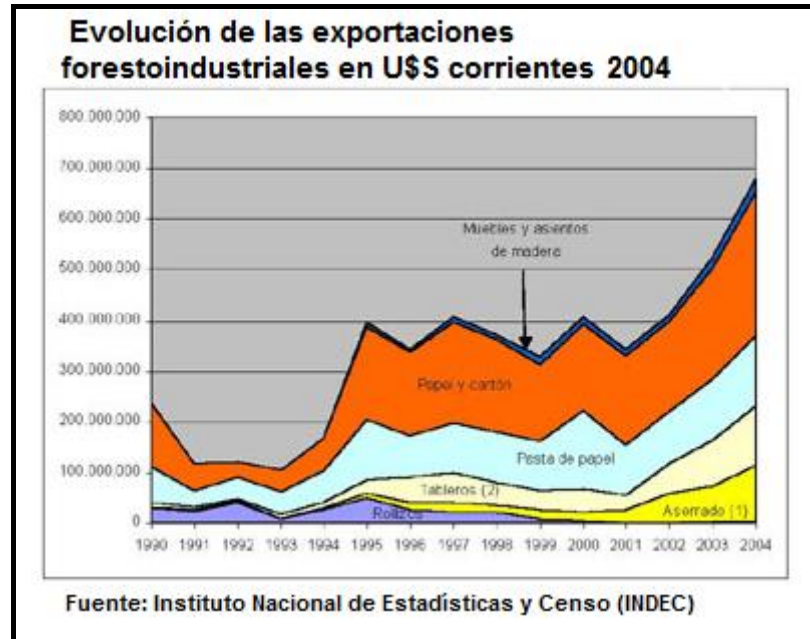
El comercio internacional de papel ascendió a 37.8 millones de toneladas en el 2000, los mayores importadores fueron Estados Unidos con 17.3%, Alemania con 10.6% y China con 10.5%. Por otro lado los mayores exportadores son Canadá, Finlandia y Suecia, siendo su principal mercado Estados Unidos.

A nivel regional y en términos generales, Latinoamérica es básicamente un exportador de pulpa pero un importador de papel. Es importante destacar que el comercio de ciertos tipos de papeles tiene algunas limitaciones, especialmente los productos de poco peso específico, como el papel higiénico y las cajas de cartón, ya que el gran volumen que ocupan hace muy importante el costo de transporte.

En Argentina, el perfil de las exportaciones de los productos industriales desde principios de los noventa, está representada casi en su totalidad por la cadena celulósica (rollizos, pasta y papel).

Durante los noventa Argentina ha sido un importador neto de productos forestales con alto valor agregado (papel, cartón, maderas aserradas de bosques nativos, muebles, maquinaria) y un exportador neto de bienes primarios o semielaborados (rollizos, pasta de papel). Esta situación ha comenzado, en parte, a modificarse, en primer lugar como consecuencia de la devaluación del año 2002 y en segundo lugar debido a la maduración de las nuevas inversiones, tanto extranjeras como de origen nacional realizadas en los noventa, dirigidas a la elaboración de productos de mayor valor tales como remanufacturas de pino (molduras), tableros de fibra y partículas, productos terminados, etc. Esto ha provocado la disminución del saldo negativo en

papel, cartón y maquinaria; la reversión del saldo negativo de aserrados, tableros y muebles; y el aumento de los saldos netos positivos de pasta de papel.⁷



⁷ Consultas en Internet: www.inti.gov.ar, (05/08/2010).

Importaciones de los principales productos forestales. Año 2004		
Productos forestales	Millones de dólares	Porcentaje
Total	637,4	99,9
Caucho natural y sus manufacturas	35,3	5,5
Prod. fotograficos y cinematograficos	18,0	2,8
Celulosa y sus manufacturas	20,6	3,2
Maderas, carbón	42,1	6,6
Corcho y sus manufacturas	33,6	5,3
Pastas de madera	49,3	7,7
Papel y cartón	390,4	61,3
Resto	48,1	7,5

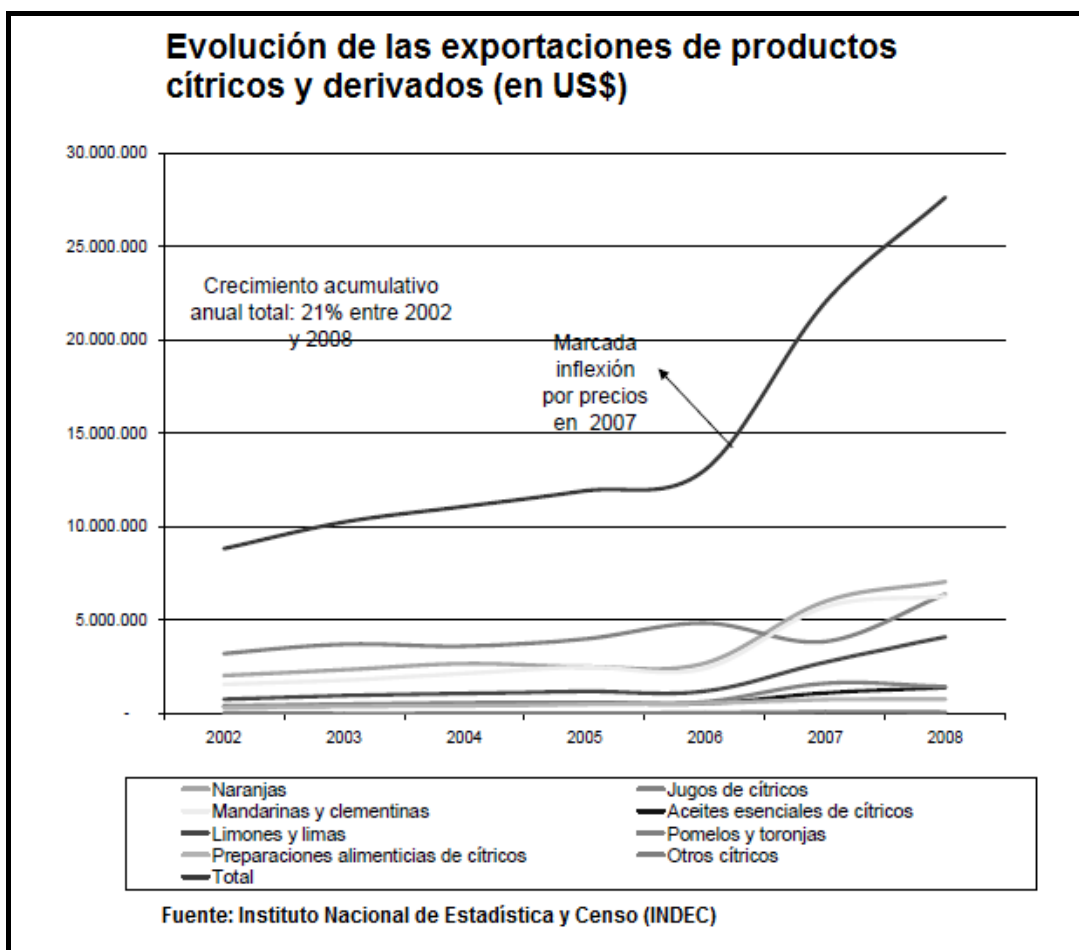
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC)

Exportaciones de los principales productos forestales argentinos Año 2004		
Productos forestales	Millones de dólares	Porcentaje
Total	617,5	99,9
Extractos curtientes o tintóreos	33,6	5,4
Maderas, carbón	195,5	31,7
Pastas de madera	115,1	18,6
Papel y cartón	224,2	36,3
Muebles	20,0	3,2
Resto	29,1	4,7

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC)

Frutas y jugos

Las exportaciones mundiales de cítricos totalizaron en el año 2008 cerca de 27.600 millones de dólares, donde los frutos frescos representan el 70% del total transado internacionalmente –naranjas (26%), mandarinas (23%), limones y limas (15%), pomelos (5%)-. Cabe mencionar que los jugos de cítricos representaron el 23% del total exportado –donde el de naranja es el actor relevante (21%)-. Los aceites esenciales representaron un 5% del total exportado, y las preparaciones alimenticias basadas en estas frutas, un marginal 3%.



Exportaciones de naranja: En el 2008 el principal exportador en valores fue España (34%), seguido de Estados Unidos (13%), Sudáfrica (13%), que es el principal del hemisferio sur.

Exportaciones de mandarinas: España es el líder en este mercado, con una participación superior al 55% del total exportado en valores, le siguen, China (10%), Turquía (6%), Países Bajos y Marruecos (3% cada uno).

Exportaciones de limones: Otra vez España ha liderado como principal oferente de este cítrico pero con Argentina siguiéndolo por poca diferencia (20% aprox. cada uno), además de México (14%), Turquía (10%). Sudáfrica (4%), Brasil

(2%) y Chile (2%) se destacan también como proveedores, superando a Uruguay (1%).⁸

Desde nuestro país se exportaron en el 2008 alrededor de 390 mil toneladas, lo que representa un 26 % de las exportaciones globales.

Año	Fruta Exportada (Tn.)	JUGO (Tn.)	Aceite (Tn.)	Cáscara Deshidratada (Tn.)	Mercado Interno (Tn)	Total Producción
2003	300.506	29.724	3.652	37.129	57.200	1.103.900
2004	285.434	34.000	3.569	29.286	68.420	1.202.331
2005	331.630	43.643	4.707	30.324	55.805	1.292.085
2006	279.684	39.615	3.711	39.237	75.900	1.316.300
2007	330.600	53.511	3.690	50.743	75.100	1.328.300
2008	388.400	33.336	2.833	54.766	42.000	1.185.400

Fuente: Ministerio de Desarrollo Productivo de Tucumán

Carne

Las exportaciones mundiales de carne han mostrado en los últimos años un incremento importante después de haber estado en la década pasada estabilizada en los 5 millones de toneladas.

Brasil es el mayor exportador del mundo de carne, seguido por Australia y Estados Unidos. Argentina se ubica en el séptimo lugar.

EXPORTACIONES MUNDIALES CARNE VACUNA					
Miles de Toneladas (Equivalente Res con Hueso)					
	2005	2006	2007	2008	2009
Brasil	1.845	2.084	2.189	1.801	1.555
Australia	1.388	1.430	1.400	1.407	1.390
Estados Unidos	316	519	650	856	785
India	617	681	678	672	675
Nueva Zelanda	577	530	496	533	525
Canadá	596	477	457	494	475
Argentina	754	552	534	422	560
Total Mundial	7.315	7.503	7.571	7.490	7.110

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA)

⁸ Consultas en Internet: www.mgap.gub.uy, (07/08/2010).

Argentina ha experimentado un gran incremento en las exportaciones cárnicas, lográndose en 2009 la cifra de 546 mil toneladas de carne vacuna por un valor de 1.520 millones de dólares y 144.000 toneladas de carne aviar por un valor de 139 millones de dólares.

El haber sido reconocido el estatus de país libre de aftosa con vacunación y país libre de BSE ha posibilitado la apertura de nuevos mercados de la carne de alto valor.⁹

Comercio internacional de las carnes argentinas. Año 2009

	Exportación (toneladas)	Exportación (miles u\$s)	Mano de obra	Consumo (kg/hab/año)
C. vacuna	546.000	1.528.800	570.000	65
C. aviar	144.034	139.385	55.000	28
C. porcina	- 29.053	- 49.074	25.000	6,4
C, ovina	5.000	11.540	19.800	1,2

Fuente: Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria (INTA)

⁹ Consultas en Internet: www.inta.gov.ar, (07/08/2010).

CAPÍTULO II

Ledesma Hoy

Sumario: 1.- Introducción. 2.- Historia. 3.- Estructura. 4.- Misión, visión, valores y principios. 5.- Negocio Azúcar. 6.- Negocio Papel. 7.- Negocio Frutas y Jugos. 8.- Negocio Agropecuario. 9.- Responsabilidad social y medioambiental.

1.- Introducción



Ledesma es una empresa agroindustrial centenaria de capitales argentinos, y comprometida con el desarrollo del país que lidera los

mercados argentinos del azúcar y el papel y produce además frutas y jugos cítricos y carne y cereales.

La integración de sus actividades es la característica principal de la empresa. Su trabajo abarca desde la producción de su materia prima básica –la caña de azúcar – y la producción de energía para su autoabastecimiento hasta la distribución de sus productos.

Ledesma emplea a más de 6.500 personas e invierte constantemente en nuevas tecnologías para aumentar año a año su capacidad productiva y ofrecer a sus clientes productos y servicios de máxima calidad. De esta manera, continúa siendo parte y protagonista del desarrollo argentino.

Aunque sus acciones cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, la mayor parte del paquete accionario pertenece a una familia argentina. Esta compañía está comprometida especialmente con el desarrollo de las economías regionales, procurando alinear su crecimiento económico con el progreso social y el cuidado del medio ambiente en el área donde opera.

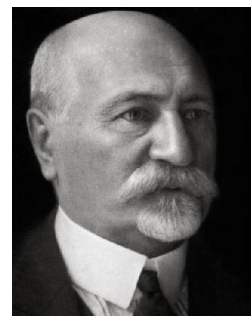
Su desarrollo está orientado por un profundo enfoque ético: el respeto a la dignidad de las personas es su principal objetivo. Ledesma alienta la creatividad y la innovación como valores fundamentales para un país y un mundo en constante cambio.

Además, la compañía tiene un compromiso vital con la calidad y con sus clientes, a quienes les brinda el mejor producto y el mejor servicio. Estos son los principios tendientes a consolidar el logro de las utilidades que recompensan una intensa dedicación y trabajo, y permiten la reinversión y el crecimiento sostenidos.

2.- Historia de Ledesma

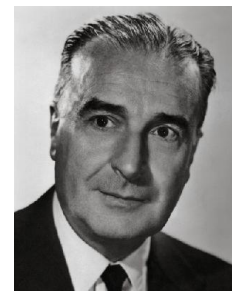
Ledesma es una empresa agroindustrial de capitales nacionales que emplea a casi seis mil personas, lidera los mercados argentinos del azúcar y del papel obra, y tiene importante participación en los de frutas y jugos cítricos, carne y cereales.

Ledesma es la empresa más importante del noroeste, una de las principales del país, y aunque es una sociedad anónima que cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, esta industria es un caso notable de empresa familiar exitosa, ya que la mayor parte del paquete accionario pertenece a la familia Blaquier – Arrieta.



Los orígenes remotos de la compañía se extienden a fincas establecidas en tiempos coloniales y a una primera fábrica levantada en 1830. Su transformación en

empresa moderna data de 1908, cuando las familias salteñas Ovejero y Zerda le dieron forma de sociedad bajo la denominación Compañía Azucarera Ledesma. En 1911 esta firma fue adquirida por Enrique Wollman y Carlos Delcasse. Wollmann, nacido en Alemania, exhibió la audacia del iniciador. Dirigió la compañía hasta su muerte en 1927 y obtuvo el financiamiento para la adquisición y el desarrollo de la empresa y, a pesar de las convulsiones creadas por la guerra europea de 1914-1918, consolidó la fábrica de azúcar y de alcohol.



Entre 1927 y 1970 la compañía fue conducida por Herminio Arrieta, yerno de Wollmann. Además de consolidar el proceso de aumento de escala iniciado por su suegro, Arrieta sentó las bases para la diversificación con la producción de papel y de frutas. Es en esos años, superando el contexto de la crisis de 1930 y del primer peronismo, cuando Ledesma dio su primer gran salto.

Con la llegada de Blaquier (1970), actual presidente de la empresa, Ledesma siguió por un camino de firme y sostenida expansión, con cambios sustanciales como la mecanización de la cosecha de caña y modernización de la fábrica de papel y de la producción de frutas y jugos, lo que multiplicó varias veces el valor de la empresa. Bajo su conducción, también se profundizó la diversificación con el ingreso al negocio de la molienda húmeda de maíz, realizada en San Luis, y la expansión de las actividades agropecuarias en la pampa húmeda. Pero la misión principal de Blaquier fue, sin duda, la modernización interna y el nuevo modelo de relación con la comunidad.



Estos procesos, sin embargo, no serían uniformes. Las condiciones regulatorias entre 1970 y 1990 imponían límites al crecimiento productivo.

El cambio más importante fue la progresiva mecanización de la cosecha a partir de 1970.

La diversificación al papel fue crucial para Ledesma en la década de 1980, pues así como el azúcar ayudó a financiar esa actividad durante casi veinte años, ha-

cia mediados de esa década las ganancias que empezó a producir el papel permitieron compensar el reducido retorno negocio del azúcar.

En el caso de la producción de alcohol, la misma creció prácticamente sin pausa desde 1930 en adelante. Este crecimiento era, en primer lugar, resultado del aumento de la producción de azúcar y la consiguiente mayor disponibilidad de melaza (subproducto de la fabricación de azúcar y materia prima para el alcohol). En segundo lugar, las mejoras en las tecnologías disponibles fueron permanentes.

El gran salto, sin embargo, era y es la posible utilización del alcohol como combustible de transporte en mezcla con las gasolinas. En las crisis petroleras de 1973 y 1978 se intentó utilizar masivamente el alcohol como combustible. La argentina implementa el planalconafta para hacer competitivo al alcohol con los hidrocarburos fósiles. Para ello, el Estado Nacional asumía el costo fiscal de no cobrar los impuestos específicos sobre los combustibles. Sin embargo, el Estado Nacional no pudo sostener el programa debido a que estaba sumido en una profunda crisis fiscal, por lo que el plan se desarticuló en 1989.

A pesar de estos contratiempos, en la década de 1990 hubo un crecimiento que trajo aparejada una diversificación.

Aunque puede decirse que la producción de frutas y jugos siempre estuvo presente, aunque en una escala pequeña. Durante ese período se aumentó su escala y se dio un nuevo impulso y profesionalización al negocio, proceso que incluyó inversiones en el vivero y nuevas plantaciones, y concluyó con el montaje de una fábrica de jugos concentrados en 1990. La producción de frutas del período se concentró en naranjas y pomelos.

El ingreso en la molienda húmeda de maíz significó una clara sinergia con el negocio tradicional de Ledesma. Ante la regulación total del mercado azucarero (que prohibía la instalación de nuevos ingenios pero no limitaba estos sustitutos) y los relativamente altos precios internos, la producción nacional de jarabe de fructosa (obtenido mediante la molienda húmeda del maíz) tuvo un fuerte impulso a partir de 1977.

Ante esta situación, Ledesma decidió ingresar en esta actividad. En 1981 compró un proyecto y montó una fábrica en la provincia de San Luis. En 1983, Glucovil, como se llamó a la planta, inició la producción de jarabes de fructosa, glucosa y diversos subproductos de la molienda húmeda de maíz.

En paralelo al negocio de la molienda húmeda de maíz, Ledesma expandió sus actividades agropecuarias en la pampa húmeda, en la que creció hasta las actuales 52.000 hectáreas propias en cuatro establecimientos. Los campos en la provincia de Buenos Aires son Magdala (10.927 hectáreas en Pehuajó), La Bellaca (8.132 hectáreas en 25 de Mayo) y La Biznaga (5.662 hectáreas en Roque Pérez); mientras que la estancia Centella (26.800 hectáreas) se encuentra en Gualeguaychú, provincia de Entre Ríos.

Aunque prosiguió con el aumento de escala y profundizó la diversificación, el gran aporte de Carlos Blaquier a la empresa fue en el ámbito social, el cual implicó una modificación sustancial en la organización interna de la empresa y profundos cambios en su manera de relacionarse con la comunidad que la rodea.

En 1991 sobrevinieron importantes cambios en la economía argentina general y en el sector azucarero en particular: en el mismo año se inició el régimen de convertibilidad del peso con el dólar estadounidense a una paridad de 1 a 1, se eliminó la regulación azucarera y se firmó el tratado de Asunción que puso en marcha el MERCOSUR.

Estos cambios se dieron en un contexto de extrema volatilidad de los precios internacionales del azúcar, cuyo comercio siguió regido por el proteccionismo y las distorsiones. Mientras tanto, el tamaño logrado por el sector azucarero brasileño como consecuencia del programa Proalcohol derivó en la imposibilidad de integrar el azúcar en el MERCOSUR. Después de años de tratativas con Brasil, esto quedaría fijado finalmente en 1997.

Las nuevas reglas significarían un fuerte golpe para el sector argentino, cuya producción descendió 7% en la década de 1990 frente a la anterior. Ledesma, por su parte, llevó adelante una profunda reforma que le permitió aumentar su producción un 18% en la década, basada en una mayor eficiencia.

Podría decirse que el proceso de la diversificación fundamental de Ledesma, iniciado con el ingreso al negocio del papel, se completó en 1994. Efectivamente, en ese año la empresa compró una participación del 4% en la UTE Aguarañe, constituida para la explotación y el desarrollo del yacimiento petrolífero y gasífero de igual nombre en el nordeste de Salta. De esa manera, la firma se aseguró una provisión regular de gas combustible para sus fábricas en reemplazo de la fibra de caña que, desde 1965, se utiliza en la fabricación de pulpa celulósica y papel.

En la década de 1990 la actividad papelera en Ledesma llevó adelante una significativa reestructuración comercial. En 1991 adquirió Castinver, una sociedad dedicada a la distribución minorista de papel, lo que le permitió mejorar su comercialización. En 1994 adquirió Industrias Grafex San Luis, que contaba con una planta de cuadernos y repuestos escolares y comerciales y con reconocidas marcas como Éxito, Gloria y Avon.

Otra decisión crucial, tomada en 1990, fue cambiar la estructura de la gestión: se dejó atrás una organización por áreas funcionales (producción, comercialización, logística, etc.) y se la reemplazó por unidades independientes de negocios, cada una a cargo de un gerente responsable del proceso completo, desde el campo a la fábrica, y desde los insumos y la producción a la comercialización. Las unidades, que dependen de una gerencia general (a su vez subordinada al directorio de la compañía), son cuatro: Negocio Azúcar, Jarabes y Alcohol, Negocio Papel, Negocio Frutas y Jugos, y Negocio Agropecuario.

3.- Estructura



Ledesma tiene una capacidad instalada acorde con la envergadura de la empresa. El sostenido crecimiento de la producción de esta agroindustria se ha gestado gracias a las sucesivas inversiones realizadas en materia de incorporación de tecnología y crecimiento de la capacidad productiva de sus fincas y plantas industriales.

Ledesma tiene su origen en la provincia de Jujuy pero en los

últimos cien años la empresa fue extendiendo sus actividades a otros puntos del país, en las provincias de de San Luis, Salta, Buenos Aires y Entre Ríos.

Complejo Agroindustrial Ledesma (Libertador General San Martín - Jujuy)

- 37.000 hectáreas plantadas con caña de azúcar.
- Fábricas de azúcar, alcohol, celulosa y papel.
- 2.000 hectáreas de plantaciones de cítricos, paltas y mangos, un empaque de frutas y una planta de jugos concentrados.
- Generación propia de electricidad de algo más de 51.000 kW.
- 600 Km. de carreteras construidas y mantenidas por la empresa.
- 1.400 Km. de canales de riego construidos y mantenidos por la empresa.

Planta Glucovil (Villa Mercedes - San Luis)

- Planta de molienda húmeda de maíz.
- Producción de jarabe de fructosa, glucosa, almidones y otros subproductos de la molienda húmeda.
- Generación propia de electricidad de 7.500 kW.

Planta de cuadernos y repuestos (Villa Mercedes - San Luis)

- Planta de producción de cuadernos, repuestos escolares y papelería comercial.

Planta de papeles encapados (San Luis)

- Planta de papeles encapados para etiquetas y sector gráfico.

Establecimientos agropecuarios (Buenos Aires y Entre Ríos)

- Producción de carne y granos.
- Establecimientos La Biznaga, La Bellaca, Magdala y Centella (52.000 hectáreas).

UTE- Aguaragüe (Salta)

- Participación en la exploración y explotación de petróleo y gas en el Yacimiento Aguaragüe.

Administración Central y oficinas comerciales

- La sociedad tiene su domicilio social en la Capital Federal donde funciona su directorio y administración central. Además, cuenta con oficinas comerciales en las siguientes ciudades: Bahía Blanca, Córdoba, Mar del Plata, Mendoza y Rosario.

4.- Misión, visión, valores y principios

Los valores y principios de orientación del grupo empresario son:

- Ética: Ledesma pretende que trabajar en la empresa imprima un estilo de vida y que la empresa sea algo más que un lugar de trabajo.

- Las personas: el respeto a la dignidad de las personas debe caracterizar las relaciones entre los integrantes de la Empresa entre sí y con los terceros, en el ejercicio del trabajo.

- Desarrollo personal y profesional: promover el desarrollo personal y profesional de la gente mediante cursos de capacitación y liderazgo y a través de un clima laboral propicio.

- Trabajo en equipo: la época de los hombres providenciales e imprescindibles ha quedado atrás. En Ledesma se debe trabajar en equipo y, a través de la delegación, acercar la decisión a la acción.

- Innovación – creatividad: alentar la innovación y la creatividad, valores fundamentales para el éxito en este mundo en el que lo único constante es el cambio. Se trata de no descalificar ni castigar el error involuntario, porque ello atenta contra estos valores.

- Seriedad: la seriedad, entendida como el cumplimiento de los compromisos contraídos y de la palabra empeñada, características de Ledesma en sus relaciones tanto internas como externas.

- Eficiencia – calidad – servicio al cliente: se debe, en todos los aspectos de la gestión, tener permanentemente en cuenta estos tres aspectos que hacen no sólo al desarrollo del Grupo Empresario, sino a su propia supervivencia. Busca constantemente el acercamiento a sus clientes para poder comprender y satisfacer mejor sus necesidades.

- Cliente interno: tomar conciencia de que cuando las diversas áreas se requieren o prestan servicios dentro de la empresa, asumen entre sí el rol de clientes y proveedores internos. En esta relación, se debe poner el mismo empeño y esmero que el que pondremos para satisfacer las necesidades del cliente externo.

- Utilidades: las utilidades son esenciales para posibilitar el crecimiento a largo plazo. Siempre se tiene presente la necesidad de generarlas, insistiendo en la necesidad de ser competitivos en los costos y en la calidad de los productos y servicios.

- Disciplina – coherencia: exigir disciplina y comportamientos coherentes con los valores enunciados. Ser inflexibles en esto porque hace a la esencia de lo que la empresa quiere ser.

Orientaciones Estratégicas del Negocio

- Integración: lineamiento sustancial para permitir el control de costos y la calidad de los productos y servicios.

- Autonomía financiera: autofinanciamiento de las operaciones y minimización del riesgo crediticio.

- Foco: “machacar con inteligencia sobre el mismo clavo”, mantener este principio, evitando dispersar esfuerzos y atención.

- Conducta: respeto a la comunidad, el medio ambiente, los clientes, colaboradores, proveedores y accionistas.

- Crecimiento: crecimiento del volumen del negocio de la organización a lo largo de su historia.

- Liderazgo: búsqueda del liderazgo en el desarrollo de las actividades comerciales, fabriles y de gestión empresarial.

- Investigación y desarrollo: tanto en los trabajos desarrollados en distintas áreas de la empresa como en la Chacra Experimental Agrícola Santa Rosa.

- Liderazgo en costos: ser el productor de más bajo costo del mercado y comparable a los más eficientes a nivel internacional.

- Productividad: optimización del aprovechamiento de los recursos.

- Estándares de excelencia: alcanzar estándares de excelencia comparables a los mejores del mundo, haciendo foco en el cliente, la calidad y el servicio.

- Inversiones: alcanzar y sostener a largo plazo las nuevas estrategias para incrementar el ritmo de inversiones.

La misión de Ledesma es brindar en forma permanente la mejor relación precio - calidad - servicio del mercado argentino, asegurando la mejora continua de nuestras operaciones y la obtención de niveles de seguridad, calidad y productividad comparables con los estándares más exigentes de la industria en el ámbito internacional. Para ello debe crecer, y satisfacer las necesidades de sus clientes, optimizando su competitividad básica en costos, su integración vertical, su participación de mercado y su fuerza de distribución, y lo debe hacer respetando su modelo cultural, sus principios y sus valores. A la vez intenta generar oportunidades de desarrollo para sus colaboradores, proveedores y comunidad, cuidando el medio ambiente y agregando valor para los accionistas.

Su visión es ser reconocidos en el país y en el mundo como una de las empresas líderes de la Argentina en los mercados en los que participa gracias a la preferencia de los clientes y consumidores, a las utilidades brindadas a los accionistas, al desarrollo personal y profesional de nuestros colaboradores y al respeto y cuidado del ambiente en el que actúa.

5.- Negocio Azúcar

Ledesma es el primer productor de azúcar de la Argentina. Produce alrededor de 400.000 toneladas anuales, lo que representa aproximadamente el 20% del total del país.

El manejo cuidadoso de los recursos naturales es fundamental. El buen uso del agua y el suelo no sólo garantiza mejoras en la productividad, sino también su preservación. Los laboratorios de la empresa se dedican al estudio varietal, de suelos y prevención de plagas para lograr los mejores resultados.

Por su calidad final, el azúcar Ledesma es elegida por las más grandes e importantes empresas del rubro alimentario (lácteos, bebidas gaseosas, galletitas, chocolates, dulces, caramelos) y por las grandes cadenas de hipermercados y supermercados.

Ledesma comienza produciendo en la provincia de Jujuy su materia prima básica: la caña de azúcar, a la cual le agrega valor en distintas etapas. Con sus jugos elabora azúcar y alcohol, y con su fibra pasta celulósica, con la que fabrica papel, al que se le agrega valor convirtiéndolo en resmitas, cuadernos, formularios continuos y repuestos escolares y comerciales. Para sus procesos industriales Ledesma genera su propia energía, a partir del bagazo de la caña de azúcar de su producción y del gas natural obtenido de su participación en el yacimiento petrolífero y gasífero Aguara-güe (Salta).

La actividad tradicional de Ledesma es el cultivo de la caña, de la que elabora su producto tradicional y pionero: el azúcar.

Los tallos de caña contienen desde 65% a 75% de agua, desde 10% a 14% de fibra y desde 16% a 20% de azúcares. En Ledesma una parte importante de la fibra se utiliza como insumo principal en la fabricación de papel. Con el resto del bagazo se produce energía en las calderas, lo que genera una ventaja en materia de cuidado del medio ambiente por tratarse de una fuente renovable.

Labores agrícolas de la caña de azúcar

Las labores agrícolas de la caña de azúcar que realiza Ledesma incluyen la preparación del campo para plantar, la plantación, el cuidado del cultivo en la etapa de crecimiento de la caña y la cosecha.

La preparación del campo implica, primero el descepado, es decir quitar de raíz las plantas anteriores, y, luego, el trabajo de la tierra para descompactarla, airearla y nivelarla. Como la caña es un cultivo plurianual, las labores de preparación de campos en Ledesma se realizan cada año para unas 6.000 hectáreas, algo menos del 20% de la superficie total cultivada con caña de azúcar por la empresa.

La tarea de plantar consiste en enterrar la caña semilla, taparla mecánicamente y darle un primer riego. La caña se planta en primavera para que se pueda cosechar aproximadamente un año después. Al renovar un cañaveral anterior, se busca preparar el terreno y plantar enseguida de la cosecha. Sin embargo, normalmente no se alcanza a plantar toda la superficie en primavera, por lo que parte se planta más tarde, en verano. Esta caña no alcanzará a madurar para la siguiente zafra, con lo que será cosechada por primera vez un año mas tarde, con mayor desarrollo y más azúcar. Sin embargo, dos cosechas de una planta sembrada a tiempo rinden más que la primera de la planta de verano.

El cuidado del cultivo en la etapa de crecimiento de las cañas incluye regar, fertilizar y combatir malezas y plagas. La fertilización consiste en agregar al suelo ciertos minerales que le faltan (o que cultivos previos le quitaron), principalmente nitrógeno, potasio y, a veces, una pequeña cantidad de fósforo.

Riego

La necesidad de regar viene determinada por la cantidad y estacionalidad de las lluvias que reciben los cultivos, pues el riego constituye un complemento. Para regar los cultivos, Ledesma desvía el agua de los ríos mayores, mediante obras de toma, hacia una red de canales y acequias de riego que, en el presente, se extiende por 1.400 kilómetros.

Se riega principalmente de cuatro maneras: riego por gravedad (dejando correr agua por los surcos), riego a presión mecanizado (equivalente a causar una llovizna sobre las plantas con gigantescos aspersores), riego a presión por aspersión (tendiendo sobre el terreno una parrilla transportable de cañerías dotadas de aspersores y riego por goteo (aportando gota a gota el agua necesaria para el crecimiento de la planta).



El riego de los cañaverales requiere además de una red de drenaje. Esto se debe a que el riego puede producir un efecto indeseado: el ascenso de la napa y la salinización del terreno, es decir, el incremento de las sales contenidas en el suelo, que puede alcanzar niveles tóxicos para las plantas, principalmente porque las sales dificultan la absorción de agua por las raíces. Para evitar esto, Ledesma instaló caños subterráneos perforados que deprimen la napa y evacuan el exceso de agua.

Cosecha

La cosecha –o zafra- es la culminación del esfuerzo agrícola.

Dada la extensión de los cañaverales, que ocupan aproximadamente 37.000 hectáreas en Ledesma la cosecha suele requerir algo más de cinco meses de trabajo ininterrumpido de hombres y máquinas, en tres turnos diarios de ocho horas. Alrededor del 90% de la superficie se cosecha en forma mecanizada.



El corte de la caña y su separación de la malhora se realizan con máquinas cosechadoras, que recorren el cañaveral surco por surco acompañadas por carros volcadores, remolcados por tractores de doble tracción.

Del campo a la fábrica



El movimiento de la producción de Ledesma entre el campo y la fábrica se realiza por una vasta red interna de caminos, construida y mantenida por la empresa de acuerdo con especificaciones técnicas que responden a sus propias necesidades de transporte. De esta manera se puede llevar altos tonelajes en cada viaje, sin las restricciones en cuanto a peso máximo propias de las rutas nacionales.

El sistema de transporte entre el campo y la fábrica está basado en una flota de camiones de alta potencia que arrastran tres acoplados cada uno.

Los camiones no son propiedad de la firma sino de contratistas. El tráfico de camiones cañeros por rutas nacionales sólo se extiende al transporte de caña de

otros productores, que Ledesma adquiere para aprovechar la capacidad de molienda de su fábrica, que alcanza alrededor del 10% de la producción propia.

El proceso industrial del azúcar

A partir de aquí la fábrica debe extraer el azúcar producido por la caña. El primer paso del proceso industrial es molerla para sacarle el jugo, en el que está la sacarosa que terminará como azúcar. La caña pasa por unas cuchillas que la pican para deshacerla y luego se la muele en tres trapiches que operan en paralelo en un proceso de sucesivas moliendas. En el último molino de cada trapiche se separa el jugo del residuo de la molienda, que es la fibra triturada de caña llamada bagazo. En Ledesma éste constituye la materia prima para la fábrica de papel.

El jugo de la caña se somete a un tratamiento de varios pasos para facilitar la extracción del azúcar. En el primero se le adiciona cal, lo que produce un jugo en-calado. A éste se le agrega un “floculante” (sustancia que aglutina los sólidos en suspensión y provoca su precipitación) para separar el jugo clarificado, con un 10% de azúcar, de un residuo líquido viscoso llamado “cachaza”. El cual, en condiciones controladas, es valioso para regar los campos, pues permite restituir en parte al suelo los nutrientes que la caña le extrae.

El jugo clarificado se concentra evaporando el agua, hasta que alcanza un contenido de azúcar del 70%. El líquido así obtenido, llamado “melado”, se somete a tres cocimientos sucesivos para lograr una masa cocida compuesta por cristales de azúcar y miel; esta masa es luego centrifugada para separar el azúcar afinada de la miel o “melaza”, que constituye la materia prima para la producción de alcohol.



El azúcar afinada se somete a un proceso de refinado que produce cristales de “azúcar blanca refinada” y una miel de la que, mediante un nuevo cocimiento y centrifugado, se obtiene azúcar común.

Después de centrifugadas, ambas clases de azúcar requieren ser lavadas, secadas, tamizadas, para que los cristales sean del tamaño adecuado y, por último, expuestas durante cinco horas a un aire con 25 % de humedad relativa, para garantizar la estabilidad del producto terminado.

Ledesma destina 35 % del azúcar a consumo, 40% a industrias y 25% a exportación.

6.- Negocio Papel, Alcohol y Molienda Húmeda de Maíz

Papel

En Ledesma, la materia prima básica para la fabricación de papel no es la madera sino el bagazo de la caña de azúcar, uno de los dos productos de la molienda de la caña en los trapiches.

En su momento, la empresa decidió fabricar papel para aprovechar mejor y agregar valor al bagazo producido al moler la caña de azúcar. Además de éste, hay otros usos posibles del bagazo: destinarlo a combustible para calderas, emplearlo como abono, carbonizarlo y comprimirlo para fabricar ladrillos, usarlo para obtener metano por fermentación anaeróbica o incorporarlo a procesos químicos industriales para manufacturar plásticos.

El proceso fabril del papel

El proceso de producción de papel consiste en separar las fibras de los vegetales para volver a unirlos en una estructura diferente. En Ledesma este proceso comienza con el desmedulado del bagazo, por el cual la médula, que no es apta para ser incorporada al papel por carecer de fibras de celulosa, se separa de la fibra. Ello se realiza por medios mecánicos: unos martillos golpean el bagazo contra Cribas o tamices que permiten el pasaje de médula e impiden el de la fracción rica en fibra.



La fabricación de papel tiene dos etapas: primero se produce pulpa de celulosa, con la que luego se elabora el papel.

El paso inicial del tratamiento de la fibra es cocerla mediante una aplicación de vapor de agua con alta presión y temperatura, más soda cáustica. Este procedimiento, conocido como proceso a la soda, tiene como finalidad eliminar parte de lignina contenida en el bagazo. La lignina, que une las fibras de los vegetales en forma de haces fibrosos, es una impureza en el papel.

Como resultado se obtiene una pasta de color marrón que se lava para quitarle el residuo líquido del cocimiento, conocido como licor negro. De éste, a su vez, se recupera soda cáustica para una nueva utilización.

El propósito principal del blanqueo, que es el paso siguiente, es retirar la lignina residual, causa del color marrón. La blancura es uno de los atributos del papel más valorado por el consumidor. Así se obtiene papel completamente apto para la escritura y la impresión, y de más alta calidad que aquel que conserva vestigios de lignina por haber sido tratado en forma mecánica en lugar de química. Con el blanqueo de la pulpa concluye la producción de celulosa.

En la siguiente etapa, que consiste en transformar la pulpa en papel, se mezcla la pulpa de fibra de caña de azúcar, cuya fibra es corta, con una pequeña cantidad de fibras largas de pino para incrementar la resistencia mecánica del producto. Luego se agregan sustancias como carbonato de calcio precipitado, encolantes y otros aditivos, para darle determinadas cualidades. De esta manera la pulpa está lista para entrar en la mesa formadora, que va quitando el agua contenida en la pasta mediante una combinación de efectos de gravedad y vacío.

El resultado es una estructura húmeda de fibras entrelazadas que constituye, finalmente, una hoja de papel. El paso final es prensarla y luego eliminar térmicamente el exceso de humedad que todavía contiene. Un sistema de rodillos, llamados calandras, alisa la hoja para terminar de conferirle las propiedades y la apariencia que se buscan.

Adquirida en 1994, la fábrica de cuadernos y repuestos está ubicada en Villa Mercedes, San Luis, donde produce artículos de librería escolar utilizando como principal materia prima el papel proveniente de la fábrica de Jujuy.

Sus principales productos son cuadernos de distintos formatos de tapa dura, de tapa blanda y con espirales; repuestos escolares, blocks de hojas pegadas y formularios continuos. Estos productos, a su vez, se venden bajo las marcas Acuarel, Avon, Classic, Colegial, Essential, Executive, Éxito y Gloria. Además, produce artículos para algunas cadenas de supermercados.

En distintas líneas de producción, los procesos de esta fábrica incluyen la impresión y perforación o micropuntillado del papel y su corte transversal y longitudinal en los formatos deseados. En la fabricación de repuestos el proceso continúa con el laminado de carátulas de presentación, el empaquetado y palletizado, y para los cuadernos, con la confección y aplicación de tapas.

Alcohol

El alcohol etílico es un subproducto del proceso de producción de azúcar. Tras extraer el azúcar de los jugos de la caña, resta un fluido llamado melaza del que se obtiene alcohol.

Ledesma tiene una participación de alrededor del 25% de la producción total de alcohol de melaza del país. Por su calidad, el alcohol de Ledesma es utilizado por las empresas licoristas, los laboratorios de especialidades medicinales, el sector perfumista y la industria química, y llega a mercados tan exigentes, como los de los Estados Unidos y Japón.

La fábrica de alcohol de Ledesma utiliza la melaza como materia prima, un subproducto del proceso de elaboración de azúcar.

Aparte del alcohol embotellado para uso medicinal, el etanol de Ledesma constituye un insumo de varias industrias. Una de las más exigentes en cuanto a pureza y otras cualidades del producto es la fabricación de bebidas alcohólicas de especificaciones particulares. También los productores de polímeros, como polietileno y otros, tienen requisitos bastante estrictos de calidad para el alcohol que usan como

materia prima. Son igualmente exigentes las especificaciones del etanol que compran los productores de perfumes y cremas de belleza.

Molienda húmeda de maíz

En 1982, Ledesma incurrió en la molienda húmeda de maíz y actualmente cuenta con una capacidad de molienda de maíz de 236.000 toneladas anuales.



En su planta Glucovil, ubicada en Villa Mercedes, provincia de San Luis, Ledesma produce jarabe de fructosa, jarabe de glucosa, jarabes mezcla, jarabes de alta maltosa, gluten feed, gluten meal y germen de maíz. También se producen almidones nativos y modificados, utilizados por Ledesma como insumo en la producción de papel. Todos estos productos constituyen bienes intermedios, es decir, su destino no es la distribución al consumidor final sino servir como insumos industriales. Los jarabes son sustitutos líquidos del azúcar, lo que facilita su manipulación para cierto tipo de industrias alimentarias, sobre todo las de bebidas gaseosas sin alcohol, bebidas especiales para deportistas, pastelería y confituras. Los almidones tienen algún uso en alimentos, pero se utilizan mayormente en las industrias farmacéuticas, cosmética y papelería.

Los jarabes, almidones y subproductos de la molienda húmeda se exportan a diversos mercados, dentro de los cuales sobresale el de Chile

7.- Negocio Frutas y Jugos

Ledesma posee 2.034 hectáreas de frutales en producción, según este detalle:

FINCAS FRUTALES DE LEDESMA (HA)			
Fincas	Superficie total	Superficie en producción	Superficie natural
Yuchán / Higuieritas	1.228	878	350
San Martín / Aguas negras	506	431	75
Yapeyú	545	471	74
Chacabuco	285	254	31
Total	2.564	2.034	530

Cítricos

Se destaca la producción de naranjas – de las que Ledesma es líder en la Argentina – y en menor medida de limones, mandarinas y pomelos.

Todos los cítricos de Ledesma son el resultado de injertos. En otras pala-



bras, cada árbol es una combinación de dos partes, que constituyen o provienen de individuos genéticamente distintos: una está formada por las raíces y una porción del tronco de la planta (se denomina pie o patrón) y la otra es la copa, enjertada en el pie. La razón es que los

pies son resistentes o tolerantes a determinadas enfermedades y se adaptan a las condiciones de suelo y clima de Ledesma, pero no producen fruta en la cantidad o calidad deseada, características que se invierten en las copas.

Para plantar nuevos árboles, la empresa prepara, en un vivero propio partiendo de semillas, un almácigo de plantas que actuarán como pies. Cuando éstas alcanzan determinado desarrollo, se injerta a cada plantín una yema proveniente de un árbol que dé fruta de buena calidad. De esa yema crece la copa del nuevo frutal, el

que se trasplanta del vivero al campo donde, llegado el momento, entra en producción.

Para el manejo de sus plantaciones, la empresa recurre a la fertilización del suelo, el control de malezas y el riego. El propósito de la primera es proporcionar a las plantas nutrientes de los que el suelo puede carecer en cantidad suficiente. Las malezas –plantas que crecen en lugares no deseados, entorpecen el libre desarrollo de los cultivos, compiten con éstos por la luz, y extraen nutrientes y humedad del suelo- se controlan principalmente con herbicidas. El requerimiento de agua de las plantas cítricas es del orden de los 1.000 a 1.200 milímetros por año. Como las lluvias se concentran en verano y su intensidad varía, se producen períodos de sequía o de déficit de agua que el riego resuelve. El 89% de la superficie plantada se riega por micro-aspersión, 9% se riega por aspersión bajo los árboles y 2% por goteo.

Como en cualquier cultivo, el punto culminante del ciclo agronómico es la cosecha. A diferencia de la caña de azúcar, que se recoge en forma mecanizada, la cosecha de fruta para consumo fresco es enteramente manual. Los tiempos en que se cosecha dependen de la variedad, pero en términos generales ésta va de mediados de marzo a fines de septiembre.

Paltas

Además de los cítricos, Ledesma produce paltas: tiene plantadas 120 hectáreas, con una producción anual, en el último ejercicio, de 1.100 toneladas.

La Palta es actualmente una fruta en expansión: aumenta regularmente la producción anual y se incorporan tierras a las plantaciones. En los países importadores crece el consumo por habitante y el volumen total demandado. Además de destinarse al consumo fresco, la palta se industrializa en la producción de alimentos, extracción de aceites y productos farmacológicos.

Las plantas provienen de viveros propios, en los que la multiplicación se lleva a cabo principalmente por la reproducción sexual de las semillas. Debido a las condiciones climáticas y de suelo. Las plantaciones requieren riego y fertilización. La cosecha de la palta se efectúa manualmente.

Empaque de fruta

En la planta de empaque se procesan los diversos cítricos cultivados en la zona (naranjas, limones, pomelos y mandarinas) así como las paltas, pero las naranjas representan el 75% de la producción de las instalaciones.

La fruta que alcanzó la madurez de consumo pero mantuvo la piel verdosa se envía a cámaras de desverdizado por entre dos y cuatro días, lapso en el cual se acelera la obtención del color natural.



La fruta lista para empacar se incorpora al proceso de selección por tamaño y calidad. Un grupo de inspectoras entrenadas separa del conjunto aquellas piezas que no son aptas para el consumo fresco y las encamina a la planta de jugos.

Finalizado el proceso de selección, se dispone de fruta desinfectada, lavada y protegida del ataque de hongos y bacterias, pero las piezas tienen muchos tamaños, colores y calidades de piel. Para agruparlas por atributos comunes se realiza una selección mecánica y digital que agrupa automáticamente las frutas. Normalmente es necesario realizar a mano un ajuste final de la calidad, proceso llevado a cabo por operadoras entrenadas.

Luego de algunos pasos tendientes a evitar que la fruta se deshidrate, ésta es clasificada en tres calidades diferentes y se la agrupa por tamaño, para después acomodarla de manera manual en cajas, con diversos arreglos y presentaciones, de acuerdo con los requisitos establecidos por los clientes.

Sigue el proceso de estiba y empaque y de conservación en cámaras especiales, de modo de manejar adecuadamente la cadena de frío hasta la entrega al consumidor.

La fruta de Ledesma se puede encontrar en los principales mercados concentradores de la Argentina y en las grandes cadenas de supermercados. La que se

exporta llega a casi todos los países de la unión Europea, a Rusia y otros países de la antigua Unión Soviética, a naciones del Sudeste Asiático, China y Japón.

Elaboración de jugos y aceites esenciales

La planta de jugos de Ledesma elabora jugos concentrados y aceites esenciales de naranjas, pomelos y limones a partir de la fruta descartada por el empaque debido a su apariencia exterior. El jugo se emplea en la industria alimentaria, para elaborar bebidas con o sin gas. El aceite esencial se emplea como aromatizante y saborizante en las industrias farmacéuticas y de cosméticos y perfumes. La planta fue construida en 1989 y empezó a operar en 1990. Hasta 1996 sólo se procesaba fruta proveniente de fincas propias, pero a partir de 1997 también lo hace con fruta de terceros. La fábrica trabaja con diferentes cítricos. Los de mayor importancia son naranjas y pomelos, que arriban en cantidades similares. En los últimos años procesa una cantidad creciente de limones y sólo ocasionalmente mandarinas. Cumple sus tareas entre marzo y octubre, período cuyos límites dependen de la disponibilidad de fruta. Tiene una capacidad de procesar más de 90.000 toneladas de fruta por temporada; recientes inversiones llevaron la capacidad de producción a alrededor de 7.000 toneladas de jugo y 300 de aceite por año.

8.- Negocio Agropecuario

La actividad agropecuaria de Ledesma en la pampa húmeda, canalizada por su empresa controlada La Biznaga SA, se realiza en cuatro establecimientos rurales, tres en Buenos Aires y el cuarto en Entre Ríos, con un total de 51.534 hectáreas. Los tres primeros son las estancias La Biznaga, en el partido de Roque Pérez; la Bellaca, en el de 25 de Mayo; y Magdala, en el de Pehuajó. El cuarto es la estancia Centella, en el departamento de Concepción del Uruguay.

ESTABLECIMIENTOS AGROPECUARIOS DE LA BIZNAGA SA

Establecimiento	Extensión (ha)	Producción de carne (t)	Producción de granos (t)
Buenos Aires	24.721	1.170	98.656
La Biznaga	5.662	514	15.416
La Bellaca	8.132	308	26.500
Magdala	10.927	348	56.740
Entre Ríos	26.813	1.336	66.527
Centella	26.813	1.336	66.527
Total	51.534	2.506	165.183

El negocio agropecuario pampeano aporta aproximadamente el 6% de los ingresos totales de Ledesma. Igual que en la agricultura subtropical que realiza en Jujuy, en las exportaciones agropecuarias pampeanas la empresa siempre procuró aplicar las mejores tecnologías disponibles en cada momento. Por ello, y en concordancia con los profundos cambios sufridos por la agricultura de la pampa húmeda en las últimas décadas, sobre todo en la más reciente, y con la persistente y no demasiado conocida innovación que caracteriza esa actividad, Ledesma puede exhibir una sostenida trayectoria de tecnificación y notables incrementos de productividad de la tierra. Los cuatro establecimientos agropecuarios de La Biznaga SA son considerados modelos del campo argentino.

En el momento actual la principal producción de las exportaciones es agrícola. Las tierras no aptas para agricultura se explotan con ganadería. Así, 30.000 hectáreas netas sostienen la actividad agrícola, mientras que 17.000 hectáreas netas soportan la ganadería, y las restantes 4.500 son poco explotables, pues las forman cañadones, caminos, lagunas, etc. Los principales cultivos son trigo, avena, cebada, soja y maíz.

Considerando el doble cultivo anual, en un año calendario la empresa siembra unas 37.500 hectáreas y cosecha algo más de 165.000 toneladas de cereales y

oleaginosas. Tiene la capacidad de almacenar unas 68.700 toneladas de granos en instalaciones propias, distribuidas en seis plantas de silos localizadas en sus campos.

La totalidad de las tareas agrícolas se realiza por el sistema de siembra directa, es decir, sin arar para dar vuelta la capa superficial del suelo. Esta práctica aprovecha de manera mucho más eficiente la humedad, preserva la estructura del suelo y eleva, año tras año, el nivel de materia orgánica. Además, La Biznaga SA controla la evolución de los suelos en todos los potreros de sus campos mediante análisis químicos y físicos realizados en forma regular.

Casi la totalidad de los trabajos agrícolas y la totalidad de los fletes de las explotaciones agropecuarias se realizan mediante contratistas.

La actividad ganadera abarca un ciclo amplio, que va desde la cría y recría a campo a la terminación del engorde a campo y en corral de engorde. La empresa dispone de dos de éstos: uno en La Biznaga y el otro en Centella, con una capacidad de 1.000 y 4.000 cabezas respectivamente. La producción ganadera se hace sin comprar animales a otros productores, sobre la base de un rodeo propio de 6.500 vientres en servicio, la mayoría de raza Aberdeen Angus.



Para sus vacunos la empresa tiene cría propia o cabaña de animales de pedigrí y puros por cruce, cuyos rodeos están en La Bellaca. Produce 180 toros por año, de los que 80 quedan para la hacienda propia y 100 se venden.

Adicionalmente, en 800 hectáreas en 25 de Mayo, provincia de Buenos Aires, funciona el Haras La Biznaga. Dedicado a la crianza y la venta de caballos de sangre pura de carrera, el Haras cuenta además con una caballeriza propia.

El Haras La Biznaga es uno de los cuatro principales de la Argentina en instalaciones y cantidad de yeguas madres, y vende tanto productos –generalmente animales de seis meses a dos años- como servicios de sus padrillos. Parte de esta producción se destina a la caballeriza propia, donde los caballos son entrenados para la competencia.

9.- Responsabilidad social y medioambiental

Ledesma nació en Jujuy en 1908, cuando no existían los conceptos de responsabilidad social ni de sostenibilidad. Mirando al pasado, ahora podemos interpretar muchas acciones con ese prisma, aunque entonces no se usaban esas palabras al hablar de la creación de escuelas, hospitales, clubes y tantas otras instituciones.

Si la compañía sobrevivió y creció durante una centuria es porque se pudo mantener una visión unificada y de largo plazo, y porque lo hizo de manera sostenible: cuidando la tierra y los recursos naturales y generando las condiciones para que su desarrollo fuera el de toda una comunidad. Esa visión se centra en dos ejes: agregar valor a través de la integración de las actividades, desde el cañaveral hasta la góndola de supermercado; y, esforzándose por hacer cada día mejor lo que la empresa produce.

Hoy Ledesma es una empresa agroindustrial argentina q emplea a mas de 6500 personas; lidera los mercados del azúcar y el papel y esta comprometida como entonces con el desarrollo sostenible de nuestro país.

La profesionalización y la modernización alcanzaron también a las relaciones con la comunidad. En los inicios Ledesma se vio obligada a hacerlo todo (desde las calles hasta los hospitales), nunca mermó el sostén a la educación y la Fundación Ingenio Ledesma siempre apoyó a empleados y obreros para el acceso a la vivienda. A pesar de ello, a comienzos del siglo XXI y en un contexto de grave crisis que le tocara vivir al país, en 2002 Ledesma formalizó el concepto que regiría sus acciones de responsabilidad social: promover el desarrollo local. Con este nuevo concepto se profesionalizó el trabajo con la comunidad. Desde 2003, un Comité de Responsabilidad Social con participación de la alta dirección revisa la gestión, basada en programas de largo plazo, entre los que sobresalen el Programa de Desarrollo de Proveedores Locales, que busca la generación de empleo a través del crecimiento de los proveedores de la compañía en Jujuy; Redes para Desarrollo de Jujuy, dirigido a la generación de alianzas en el sector privado, el sector público y las organizaciones de la sociedad civil, y el Programa de Capacitación Informática, que educa gratuitamente a unos mil jóvenes jujeños por año en las nuevas tecnologías de la información. Ade-

más, desde 2004 Ledesma releva anualmente las expectativas y las prioridades de las comunidades jujeñas donde opera mediante el Estudio Anual de Expectativas, de manera de mejorar e ir ajustando sus acciones a las nuevas demandas de la población.

En el mismo sentido, desde el 2000 Ledesma profundizó su compromiso con el desarrollo sostenible realizando importantes inversiones en cuestiones ambientales y desarrollando el primer Plan de Ordenamiento Territorial.

Ledesma tiene una política ambiental explícita, por la cual aplica medidas preventivas en el cuidado de los recursos naturales y busca minimizar el impacto de los diferentes procesos productivos. Fomenta el reciclado y viene adoptando, progresivamente, tecnologías amigables con el medio ambiente.

La empresa aprovecha o recicla en su propia producción todo lo que es susceptible de tal tratamiento. Tanto por razones ambientales como económicas, Ledesma siempre utilizó los residuos de una actividad como insumos de otra. Además, dispone de los residuos no aprovechables de manera responsable, es decir, de forma que no afecten negativamente al medio.

Por la naturaleza de las cosas, los residuos industriales sin valor económico, lo mismo que la basura doméstica, finalmente terminan de una forma y otra en el ambiente. La responsabilidad ambiental consiste en transformarlos en materiales inertes, o en incorporarlos al ciclo natural de transformación de las sustancias orgánicas e inorgánicas.

En la mayoría de los casos, Ledesma realiza por sí la tarea de disponer de los residuos no reciclables. Además de cumplir con las normas argentinas, ha adoptado buenas prácticas propias de la industria agroalimentaria, que siguen los criterios internacionales más avanzados e incluyen, entre sus prescripciones, el manejo y el destino de los residuos. La empresa se somete a la certificación de los entes que administran la aplicación de tales criterios.

Finalmente, para verificar el cumplimiento de su esfuerzo ambiental, Ledesma confía a técnicos independientes la realización regular de análisis químicos del aire y de las aguas superficiales y subterráneas.

El 43% de la energía primaria utilizada por Ledesma proviene de dos fuentes renovables: el bagazo, que proviene de la molienda de la caña de azúcar, y el uso del recurso hídrico para generación hidroeléctrica.

Estas fuentes provienen de recursos renovables con mínimo impacto ambiental y ponen de manifiesto el compromiso de Ledesma respecto del cambio climático. El CO₂ emitido por la combustión del bagazo fue formado mediante el proceso de fotosíntesis de la caña, el cual requirió la captación de igual volumen de CO₂ atmosférico, por lo que no incrementa la concentración de CO₂. Por su parte, la hidroelectricidad no es producto de combustión, por lo que tampoco afecta el cambio climático.

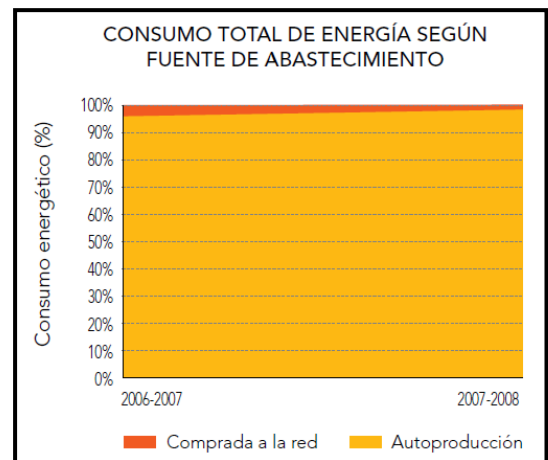
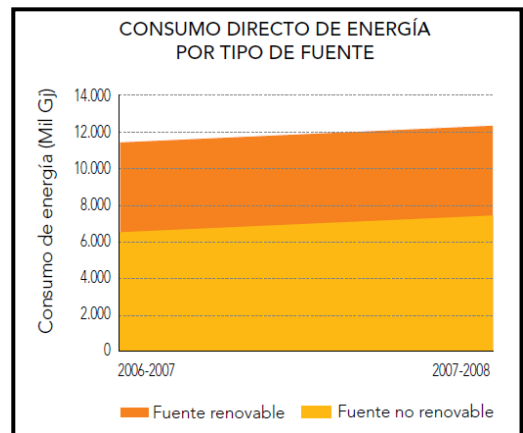
Las otras dos fuentes de energía utilizadas son:

> Gas natural, que se recibe de la red trocal de distribución, más concretamente, del gasoducto de Campo Durán a San Lorenzo.

> Gasoil, usado por distintos vehículos (cosechadoras, tractores, camionetas).

Ledesma se autoabastece del 100% de la energía eléctrica que consume en sus procesos productivos en Jujuy, lo que le permite garantizar la producción permanente y basar su producción en bioenergía.

Las plantas industriales de Ledesma en Jujuy reciben energía principalmente de dos maneras: como vapor de agua y como electricidad. Con el bagazo y el gas, que se queman en calderas, se genera calor para convertir agua en vapor, el cual, a su vez, se emplea en las plantas para mover maquinaria industrial y para generar



electricidad en turbogeneradores. (Cabe mencionar que desde 1994 Ledesma es miembros de la UTE que explota el yacimiento petrolífero y gasífero Aguaragüe en la provincia de Salta, del que le corresponde el 4% de la producción, por lo que utiliza gas propio.)

En períodos picos de consumo energético, Ledesma compra energía eléctrica de la red pública pero a lo largo del año vende un volumen mayor a la red.

Proyectos, alianzas y acciones llevadas a cabo por Ledesma

Desarrollo de Proveedores Locales

Las grandes empresas pueden ser un motor importante de desarrollo de las regiones donde están ubicadas, al generar una mayor cantidad de recursos para la zona y al favorecer la creación de empleo local. Este programa acompaña a un grupo de proveedores locales en proyectos que generen un mayor desarrollo en la provincia de Jujuy.

Juntos Crecemos: desarrollo de productores de fruta

Los pequeños productores generalmente no cuentan con acceso a las mejores prácticas agrícolas, a la tecnología de vanguardia y al financiamiento adecuado para adquirirla. Con el Programa Juntos Crecemos, Ledesma busca transferir el know-how adquirido en su propia producción de frutas a productores para que puedan mejorar sustancialmente sus resultados.

Consejo Empresario Argentino para el Desarrollo Sostenible

El Consejo Empresario Argentino para el Desarrollo Sostenible (CEADS), fundado en el año 1992, es el capítulo local del WBCSD (Consejo Empresario Mundial para el Desarrollo Sostenible).

Esta iniciativa, que se ha replicado en más de 50 países, forma así una “Red Global” de Consejos Empresarios para el Desarrollo Sostenible. El CEADS es una organización no sectorial que nuclea a empresas líderes radicadas en el país y unidas por un compromiso común: el desarrollo sostenible. Ledesma comparte la visión de competir en el nivel global con estrategias de negocios que respondan a las

necesidades presentes de las empresas y su comunidad, protegiendo y manteniendo los recursos ambientales y humanos que serán necesarios en el futuro.

FUNDESNOA

La Fundación para el Desarrollo Sostenible del NOA es una fundación formada por empresas, organizaciones empresarias y de la sociedad civil. Sus dos objetivos principales son crear una conciencia colectiva de la necesidad del cuidado del medio ambiente y buscar permanentemente modelos de desarrollo sostenible para el Noroeste Argentino. Para ello, realiza estudios de métodos y técnicas tendientes a la conservación del medio ambiente y su relación con las empresas.

Fundación ProYungas

La Fundación ProYungas es una organización sin fines de lucro que desde 1999 lleva adelante actividades de gestión para la conservación de la eco región de las Yungas o Selvas Subtropicales de Montaña. Ledesma ha establecido una relación de largo plazo con ProYungas. Juntas, realizaron el Plan de Ordenamiento Territorial de Ledesma y actualmente realizan el plan de monitoreo remoto y de biodiversidad.

FUNDEMyR

La Fundación para el Desarrollo Empresario de Villa Mercedes y la Región (FUNDEMyR) fue creada en el año 2004 con el objeto de construir un espacio participativo donde puedan generarse alianzas y proyectos dirigidos a promover el desarrollo local. FUNDEMyR ha logrado unir en un mismo ámbito a actores del sector privado, de la sociedad civil, del conocimiento y del sector público. Este esfuerzo ha sido posible gracias a un intenso trabajo de planificación participativa, que concluyó en el año 2003 con la elaboración del Plan Estratégico de Villa Mercedes

Gestión de residuos

Las áreas industriales y administrativas de Ledesma disponen sus residuos en forma diferenciada según normas internas establecidas en función de su tipo y calidad. Los residuos se depositan en un predio de transición desde donde se los deriva según su tipo: los residuos sólidos inorgánicos son preparados para su posterior reciclado o venta; los orgánicos se derivan al área de compostaje, y los residuos especiales se envían a su disposición final a operadores legalmente habilitados

Sistema de lavadores de gases de calderas

Durante 2004 y 2005 Ledesma invirtió \$3 millones para instalar cuatro filtros lavadores de gases en todo el sistema de calderas del complejo industrial. Estos filtros húmedos retienen las partículas (arena, tierra y cenizas) emanadas de la combustión de la fibra de caña en las calderas. El agua de lavado, que arrastra las partículas separadas, se deriva al sistema de tratamiento de efluentes líquidos del complejo. Así Ledesma redujo al mínimo su impacto en el aire.

Plan de ordenamiento territorial: desarrollo sostenible

La expansión agrícola, necesaria para Ledesma por los mercados competitivos en los que participa y para la comunidad en términos de desarrollo económico, debe ser sostenible en el largo plazo. Por ello Ledesma desarrolló con una organización con sólido respaldo técnico (Fundación ProYungas), un ordenamiento territorial que compatibiliza ambos objetivos asegurando el desarrollo sostenible. El Plan de Ordenamiento Territorial de Ledesma es el primero realizado por una empresa privada en Argentina, y se complementa con un plan de monitoreo remoto y de biodiversidad también realizado con ProYungas.

Parque Nacional Calilegua: sostenibilidad

En 1975 Ledesma donó las tierras que, en 1979, se convertirían en el Parque Nacional Calilegua. Éste tiene una superficie de más de 75.000 hectáreas de relieve montañoso, y comprende una serie de fallas, cañadones y cordones montañosos muy abruptos, que descienden principalmente de las serranías de Calilegua. Protege una muestra representativa de la Selva de Montaña o Yunga y preserva una importante cuenca hídrica, la cual abastece de agua a las zonas agrícolas y poblaciones cercanas.

Cosecha de caña en verde: calidad de suelo, aire y agua

Desde los años 1960 la mecanización de la cosecha llevó a la introducción de la quema de caña. Desde 2002, nuevas posibilidades tecnológicas permiten a Ledesma cosechar crecientemente sin quema (“en verde”). Así se logran aprovechar los residuos vegetales para generar energía en la fábrica y dejar en el campo una cobertura vegetal para preservar la humedad y reducir el desarrollo de malezas (minimizando

el uso de herbicidas). Actualmente, Ledesma está a la vanguardia de la cosecha en verde.

Sistemas de riego: disminución del consumo de agua

Como el régimen de lluvia promedio del área de producción de caña es menor a las necesidades del cultivo, Ledesma riega toda su superficie bajo cultivo. Con el objetivo de mejorar la eficiencia del uso del agua, la compañía incorpora distintas tecnologías de riego, incluyendo equipos de riego de pivot central y de avance frontal, distintos sistemas de aspersión e incluso equipos de riego por goteo.

CAPÍTULO III

Estados Contables y su análisis

Sumario: 1.- Introducción. 2.- Estados Contables. Concepto. 3.- Objetivo de los Estados Contables. 4.- Tipo de Estados Contables. 5.- Tipos de análisis. 6.- Adecuación de la información contable para análisis.

1.- Introducción

En la etapa presente de desarrollo económico en que se haya nuestro país, adquiere gran importancia para todos los sectores de la economía nacional la elevación de la eficiencia. De ahí la necesidad de hacer un análisis cabal de la situación financiera de las empresas; al encontrarse en un entorno difícil y convulso, nuestras entidades deben luchar por ser más competitivas y eficientes económicamente, haciendo un mejor uso de los recursos para elevar la productividad del trabajo y alcanzar mejores resultados con menores costos.

La necesidad del conocimiento de los principales indicadores económicos y financieros, así como su interpretación, son imprescindibles para introducirnos en un mercado competitivo, por lo que se hace necesario profundizar y aplicar el análisis financiero como base esencial para el proceso de toma de decisiones financieras.

En este capítulo presentaremos una síntesis de algunos conceptos básicos relacionados con la información contable, y a su vez, repasamos algunas cuestiones referidas a la preparación de los estados contables para su consecuente análisis.

2.- Estados Contables: Concepto

Los estados financieros, también denominados estados contables, informes financieros o cuentas anuales, son informes que utilizan las instituciones para reportar la situación económica y financiera y los cambios que experimenta la misma a una fecha o período determinado. Ésta información resulta útil para gestores, reguladores y otros tipos de interesados como los accionistas, acreedores o propietarios.

La mayoría de estos informes constituye el producto final de la contabilidad y son elaborados de acuerdo a principios de contabilidad generalmente aceptados, normas contables o normas de información financiera.¹⁰

3.- Objetivo de los estados contables

El objetivo de los estados contables es proveer información sobre el patrimonio del ente emisor a una fecha y su evolución económica y financiera en el período que abarcan, para facilitar la toma de decisiones económicas.

La situación y evolución patrimonial de un ente interesa a diversas personas que tienen necesidades de información no totalmente coincidentes. Entre ellas, puede citarse a:

- a) Los inversores actuales y potenciales, interesados en el riesgo inherente a su inversión, en la probabilidad de que la empresa pague dividendos y en otros datos necesarios para tomar decisiones de comprar, retener o vender sus participaciones;
- b) Los empleados, interesados en evaluar la estabilidad y rentabilidad de sus empleadores, así como su capacidad para afrontar sus obligaciones laborales y previsionales;

¹⁰ Consultas en Internet: www.es.wikipedia.org, (10/07/2010)

c) Los acreedores actuales y potenciales, interesados en evaluar si el ente podrá pagar sus obligaciones cuando ellas vengán;

d) Los clientes, especialmente cuando tienen algún tipo de dependencia comercial del ente, en cuyo caso tienen interés en evaluar su estabilidad y rentabilidad;

e) El Estado, tanto en lo que se refiere a sus necesidades de información para determinar los tributos, para fines de política fiscal y social como para la preparación de estadísticas globales sobre el funcionamiento de la economía.

Siendo imposible que los estados contables satisfagan cada uno de los requerimientos informativos de todos sus posibles usuarios, en este marco conceptual se considerarán como *usuarios tipo*:

a) cualquiera fuere el ente emisor, a sus inversores y acreedores, incluyendo tanto a los actuales como a los potenciales;

b) Adicionalmente:

1. En los casos de entidades sin fines de lucro no gubernamentales, a quienes les proveen o podrían suministrar recursos (por ejemplo, los socios de una asociación civil);

2. En los casos de entidades gubernamentales, a los correspondientes cuerpos legislativos y de fiscalización.

Sobre la base del criterio adoptado, se considera que la información a ser brindada en los estados contables debe referirse —como mínimo— a los siguientes aspectos del ente emisor:

f) Su situación patrimonial a la fecha de dichos estados;

g) La evolución de su patrimonio durante el período, incluyendo un resumen de las causas del resultado asignable a ese lapso;

h) La evolución de su situación financiera por el mismo período, expuesta de modo que permita conocer los efectos de las actividades de inversión y financiación que hubieren tenido lugar;

i) Otros hechos que ayuden a evaluar los montos, momentos e incertidumbres de los futuros flujos de fondos que los inversores y acreedores recibirán del ente por distintos conceptos (Por ejemplo: dividendos, intereses).

En cualquier caso, los administradores de los entes emisores de estados contables deberían incluir explicaciones e interpretaciones que ayuden a la mejor comprensión de la información que éstos incluyen.¹¹

4.- Tipos de estados contables

Balance de situación patrimonial

El balance de situación patrimonial o también llamado balance general, que es una fotografía instantánea del valor contable de una empresa en una fecha particular, tiene dos partes: en una aparecen los activos, mientras que en la otra se presentan los pasivos y el patrimonio neto. El balance general muestra lo que posee una empresa y la manera en la cual esta se financia.¹²

Activo Corriente

a) Caja: Es el dinero que se tiene disponible en el cajón del escritorio, en el bolsillo y los cheques al día no consignados.

b) Bancos: Es el dinero que se tiene en la cuenta corriente del banco.

c) Cuentas por Cobrar: Es el saldo de recaudar de las ventas a crédito y que todavía deben los clientes, letras de cambio los préstamos a los operarios y amigos. También se incluyen los cheques o letras de cambio por cobrar ya sea porque no ha llegado la fecha de su vencimiento o porque las personas que le deben a usted no han cumplido con los plazos acordados.

d) Inversiones temporarias Son colocaciones de fondos al margen de la actividad habitual del ente, de corto plazo. El objetivo de este tipo de inversión es la obtención de una renta adicional al negocio de explotación. En las inversiones tempo-

¹¹ FACPCE, Resolución Técnica N° 16, Marco Conceptual de las Normas Contables Profesionales, Editorial La Ley (Buenos Aires, 2003)

¹² ROSS, Stephen, Finanzas corporativas, trad. por Araiza Mont, Jaime, 7ª Edición (México, 2005), Pág. 25

rarias la intención del ente es mantener la inversión en sus activos por un plazo corto, por lo general que no exceda un año.

Ejemplos:

- Acciones con cotización
- Plazo fijo en pesos y en moneda extranjera
- Títulos de deuda y capital.
- Contratos de futuro con mercado fluido

e) Inventarios: Es el detalle completo de las cantidades y valores correspondientes de materias primas, productos en proceso y productos terminados de una empresa. En empresas comerciales y de distribución tales como tiendas, graneros, ferreterías, droguerías, etc., no existen inventarios de materias primas ni de productos de proceso. Sólo se maneja el inventario de mercancías disponibles para la venta.

Activos No corrientes (son el Activo menos líquido)

Inversiones permanentes: Las inversiones permanentes son fondos invertidos con la finalidad de conservar la inversión en el largo plazo.

La intención del ente es mantener la inversión en sus activos por un plazo que exceda un año.

Ejemplos:

- Acciones en entidades controladas: se trata de las acciones que una entidad posee de otra, que le otorga los votos necesarios para ejercer su voluntad (aprobar el balance, designar los directores, distribuir los resultados).
- Acciones en sociedades vinculadas: se trata de las acciones que, si bien, no otorgan el control de la entidad emisora, permiten ejercer una influencia significativa o dominante. Las evidencias concretas que permiten demostrar que existe influencia significativa, se manifiesta cuando las entidades vinculadas, se cumple alternativamente con las siguientes condiciones: tener el mismo directorio, ser el único proveedor, o un único cliente.

Otras inversiones permanentes:

- títulos de deuda pública: cuando sea necesario conservarlos.

- inmuebles: destinados a arrendamiento, no son utilizados en la explotación.

Activos fijos

Es el valor de aquellos bienes muebles e inmuebles que la empresa posee y que le sirven para desarrollar sus actividades. Los activos fijos sufren desgaste con el uso. Este desgaste recibe el nombre de depreciación.¹³

- Maquinaria y Equipo
- Vehículos
- Muebles y Enseres
- Construcciones
- Terrenos

Clasificación del Pasivo

Un ente tiene un pasivo cuando:

a) debido a un hecho ya ocurrido está obligado a entregar activos o a prestar servicios a otra persona (física o jurídica) o es altamente probable que ello ocurra;

b) la cancelación de la obligación:

1) es ineludible o (en caso de ser contingente) altamente probable;

2) deberá efectuarse en una fecha determinada o determinable o debido a la ocurrencia de cierto hecho o a requerimiento del acreedor.

Este concepto abarca tanto a las obligaciones legales (incluyendo a las que nacen de los contratos) como a las asumidas voluntariamente. Se considera que un ente ha asumido voluntariamente una obligación cuando de su comportamiento puede deducirse que aceptará ciertas responsabilidades frente a terceros, creando en ellos la expectativa de que descargará esa obligación mediante la entrega de activos o la prestación de servicios.¹⁴

¹³ Consultas en Internet: www.infomipyme.com (19/07/2010)

¹⁴ FACPCE, Resolución Técnica N° 16, Marco Conceptual de las Normas Contables Profesionales, Editorial La Ley (Buenos Aires, 2003)

Los pasivos son obligaciones que, al igual que los activos tienen una clasificación de acuerdo con el orden de prioridad de pago. Los pasivos deben clasificarse como: Pasivos circulantes o de corto plazo, pasivos a largo plazo y Otros pasivos.

Pasivos circulantes o a corto plazo: Son aquellas obligaciones que deben cancelarse en un plazo menor a un año. En el balance, deben ubicarse en el orden de su exigibilidad.¹⁵

- Obligaciones bancarias
- Cuentas por pagar a proveedores
- Otras cuentas por pagar
- Prestaciones sociales por pagar
- Impuestos por pagar
- Asignaciones a proyectos

Pasivo fijo o a largo plazo: en esta categoría se ubican las obligaciones que deben cubrirse en un plazo mayor a un año.

- Documentos por pagar
- Cuentas por pagar
- Asignaciones a proyectos

La diferencia entre los activos circulantes y los pasivos circulantes se llama Activos circulante neto o capital de trabajo. Con él se mide de forma aproximada el potencial de reservas de capital de la empresa.¹⁶

Estado de Resultados

El estado de resultados suministra información de las causas que generaron el resultado atribuible al período. La definición de ingreso es la siguiente

$$\mathbf{Ingresos - Gastos = Beneficios}$$

¹⁵ Consultas en Internet: www.infomipyme.com (19/07/2010)

¹⁶ MYERS, Stewart. C y BREALEY, Richard, Principios De Finanzas Corporativas 7ª Edición, (Madrid, 2003), Pág. 866.

Son ingresos los aumentos del patrimonio neto originados en la producción o venta de bienes, en la prestación de servicios o en otros hechos que hacen a las actividades principales del ente.

Los ingresos resultan generalmente de ventas de bienes y servicios pero también pueden resultar de actividades internas, como el crecimiento natural o inducido de determinados activos en una explotación agropecuaria o la extracción de petróleo o gas en esta industria.

Son gastos las disminuciones del patrimonio neto relacionadas con los ingresos.

Son ganancias los aumentos del patrimonio neto que se originan en operaciones secundarias o accesorias, o en otras transacciones, hechos o circunstancias que afectan al ente, salvo las que resultan de ingresos o de aportes de los propietarios.

Son pérdidas las disminuciones del patrimonio neto que se originan en operaciones secundarias o accesorias, o en otras transacciones, hechos o circunstancias que afectan al ente, salvo las que resultan de gastos o de distribuciones a los propietarios.¹⁷

El estado de resultados incluye varias secciones. La sección operativa reporta los ingresos y los gastos de las principales operaciones. Entre otras cosas la sección no operativa incluye todos los costos de financiamiento, tales como los gastos por intereses. Generalmente una segunda sección reporta como una partida separada la cantidad de impuestos que se gravaran sobre los ingresos. El último renglón del estado de resultados es la línea que representa la utilidad neta.¹⁸

Estado de evolución de patrimonio neto

En contabilidad el estado de evolución de patrimonio neto es el estado que suministra información acerca de la cuantía del patrimonio neto de un ente y de como este varía a lo largo del ejercicio contable como consecuencia de:

- Transacciones con los propietarios (Aportes, retiros y dividendos con los accionistas y/o propietarios).

¹⁷ FACPCE, Resolución Técnica N° 16, Marco Conceptual de las Normas Contables Profesionales, Editorial La Ley (Buenos Aires, 2003).

¹⁸ ROSS, Stephen, op. cit. Pág. 28.

- El resultado del período.

El resultado del período se denomina ganancia o superávit cuando aumenta el patrimonio y pérdida o déficit en el caso contrario.

El estado de evolución de patrimonio neto es uno de los estados contables básicos

Estado de flujo de efectivo

En contabilidad el estado de flujo de efectivo es un estado contable básico que informa sobre los movimientos de efectivo y sus equivalentes, distribuidas en tres categorías: actividades operativas, de inversión y de financiamiento

La información acerca de los flujos de efectivo es útil porque suministra a los usuarios de los estados financieros las bases para evaluar la capacidad que tiene la empresa para generar efectivo y equivalentes al efectivo, así como sus necesidades de liquidez. Para tomar decisiones económicas, los usuarios deben evaluar la capacidad que la empresa tiene para generar efectivo y equivalentes al efectivo, así como las fechas en que se producen y el grado de certidumbre relativa de su aparición.¹⁹

5.- Tipo de análisis

Análisis Externo

Se realiza en base a lo denominados estados contables de presentación que son de uso de terceros en los términos de las normas técnicas profesionales.

El análisis externo es realizado por personas ajenas a la organización emisora de los estados contables, es lo que la normativa profesional vigente denomina como “usuarios tipo”, ellos son:

a- Proveedores del crédito, para el análisis de riesgos. En oportunidad de la generación y/o gestión de crédito por parte de la organización o cuando se realiza el análisis de la capacidad de repago por parte de los proveedores actuales o potenciales

b- Inversionistas. Se efectúa en el momento de análisis de la política de dividendos por parte de los inversionistas actuales o futuros

Las Limitaciones del análisis externo son:

¹⁹ Consultas en Internet: www.es.wikipedia.org, (19/07/2010).

- Restricciones al acceso de cierto datos
 - Menores niveles de desagregación de la información contable
 - Posible inadecuación de las normas profesionales o incumplimiento de ellas, fundamentalmente durante las tareas de revelación del hecho económico, medición, y exposición de la información contable
- Eventual falta de confiabilidad de los informes contables, fundamentalmente cuando se deben cumplir con los atributos de oportunidad y confiabilidad.²⁰

Análisis Interno

El análisis interno alcanza a la totalidad de la información contable desagregada por la contabilidad de gestión, en reportes y tableros de comando.²¹

Este análisis es realizado por:

- Las organizaciones emisoras de la información contable a través de una unidad organizacional de control de gestión, tanto en la etapa previa (predecisión) como en la etapa posterior (post-decisión) del proceso decisorio.
- Los analistas internos independientes a la organización

Las limitaciones del análisis interno son menores a que en el análisis externo debido a la posibilidad de acceder a información contable más desagregada a través de:

- Acceso ilimitado a la información contable
- Acceso a los registros contables
- A la documentación respaldatoria

6.- Adecuación de la información contable para análisis

La información contable que se utiliza para la elaboración de indicadores debe tener algunas características:

- debe estar expresada en moneda, es decir que en caso de que el contexto en que se desenvuelva la organización sea inestable, se debe buscar algún proce-

²⁰ OSTENGO, Carlos H., Guías De Control De Gestión (San Miguel De Tucumán, 2004), Pág. 227.

²¹ (Cfr) OSTENGO, Carlos H., op.cit, Pág. 327.

dimiento empírico que permita agregar los conceptos midiéndolos en una unidad de medida con poder adquisitivo equivalente al instante de lectura de la información (puede ser al cierre de un determinado período).

- deben utilizarse datos o cifras promedios ponderadas, en función al tiempo transcurrido en que esa cifra o variación estuvo presente vigente.
- Información neta del efecto impositivo, a fin de evitar los efectos distorsivos que la carga impositiva pudiese generar, salvo que se trate de análisis de ciertos tipos de retornos, donde el efecto impositivo es importante.²²

Esto se vera con un simple ejemplo de cualquier partida activa

Cuadro 3.1

Fecha	Detalle	Debe	Haber	Saldo
01.01	Saldo inicial	100		100
31.03	Movimiento	80		180
30.06	Movimiento	70		250
30.09	Movimiento		150	100

Su ponderación en función al tiempo transcurrido es el siguiente

Cuadro 3.2

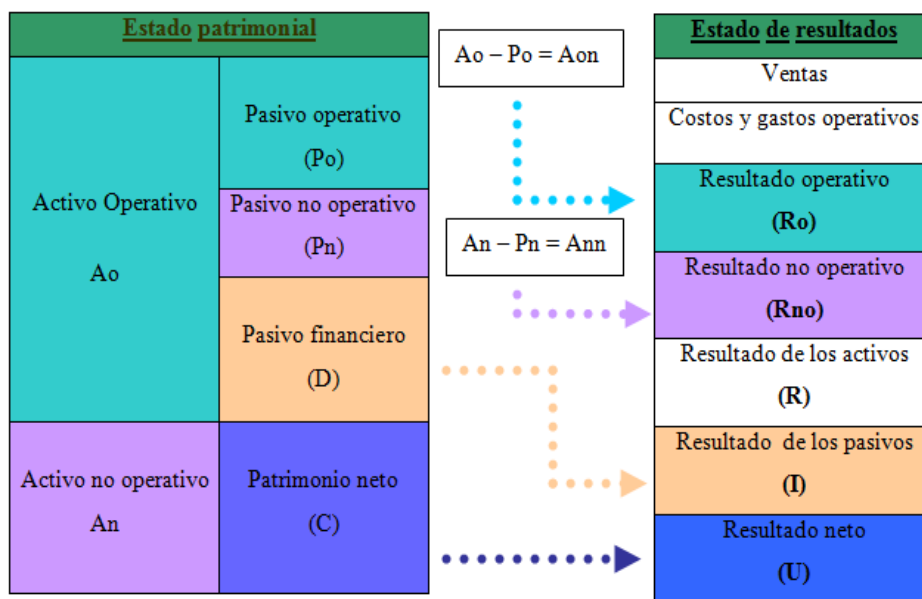
Fecha	Detalle	Tiempo transcurrido	Importe	Saldo
01.01	Saldo inicial	12/12	100	100
31.03	Movimiento	9/12	80	60
30.06	Movimiento	6/12	70	35
30.09	Movimiento	3/12	(150)	(37,50)
31.12	Saldo final		100	157,50

Si el promedio se hubiera realizado simple y no promedio ponderado, se tendría:

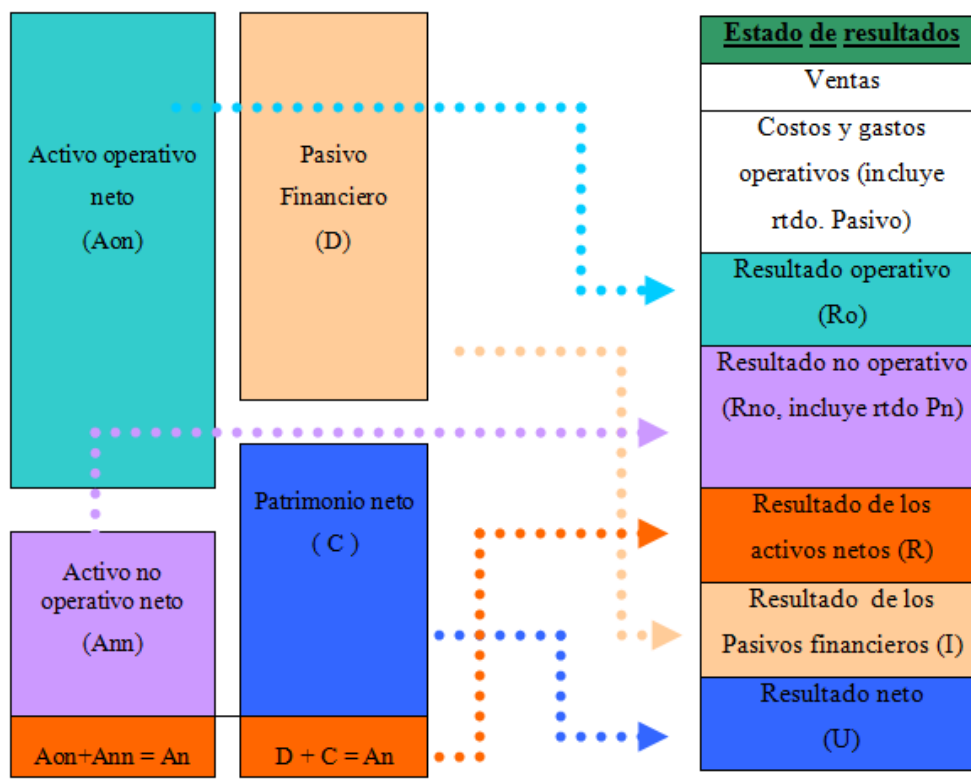
$$(\text{Saldo inicial} + \text{saldo final})/2 = (100 + 100) / 2 = 100.$$

Por lo tanto adecuamos la información partiendo del esquema propuesto por las resoluciones técnicas 8 y 9

²² Ibíd., Pág. 241



Esquema contable para Análisis



Calculo simplificado del Activo operativo Neto

El quantum del activo es un dato sumamente usado en la confección de indicadores, es por eso que se debe apelar a una fórmula sencilla para poder calcularlo.

Como se expreso, el quantum del activo debe ser ponderado, es decir que se debe considerar todas las variaciones ocurridas durante el periodo bajo estudio. Se puede asegurar a priori que las variaciones ocurridas en el activo operativo en una organización son sumamente numerosas y por lo tanto establecer su valor promedio ponderado se constituiría en una engorrosa y laboriosa tarea.

Para hacerlo sencillo se puede apelar a las pautas básicas que rigen un sistema de información contable en cuanto al procedimiento de registración por partida doble; los pasos son los siguientes:

a) Partiendo de la igualdad = Activo = Pasivo + Patrimonio Neto ; donde Patrimonio neto = C.

Activo = Activo operativo (Ao) + Activo no operativo (An)

Pasivo = Pasivo operativo + Pasivo no operativo + Pasivo Financiero

= Po + Pno + D

Se tiene que

Ao + Ann = Po + Pno + D + Patrimonio neto

b) Vinculando Activos operativos con sus respectivos Pasivos operativos y los activos no operativos con sus pasivos no operativos se obtiene:

Activo operativo neto = Activo operativo – Pasivo operativo

(Aon) = Ao – Po

Activo no operativo neto = Activo no operativo – Pasivo no operativo

(Ann) = Ano – Pno

c) Por lo que la igualdad del primer paso quedaría;

Aon + Ann = D + C

Aon = Ann + D + C

d) Al cierre de ejercicio tenemos:

$$\text{Aon al cierre} = \text{Aon de inicio} + \uparrow \text{Aon} - \downarrow \text{Aon}$$

$$\text{Ann de cierre} = \text{Ann de inicio} + \uparrow \text{Ann} - \downarrow \text{Ann}$$

$$\text{D al cierre} = \text{D de inicio} + \uparrow \text{D} - \downarrow \text{D}$$

$$\text{C al cierre} = \text{C al inicio} + \uparrow \text{C} - \downarrow \text{C}$$

$$\text{Se puede expresar } \uparrow\downarrow \text{Aon} = + \uparrow\downarrow \text{D} + \uparrow\downarrow \text{C} - \uparrow \text{Ann} + \downarrow \text{Ann}$$

Por lo tanto

$$\text{Aon promedio al cierre} = \downarrow \text{Aon} - \uparrow \text{Aon} + \text{D} + \uparrow\downarrow \text{D} + \text{C} + \uparrow\downarrow \text{C} - \text{Ann}$$

$$\boxed{\text{Aon} = \text{D}^{\nabla} + \text{C}^{\nabla} - \text{Ann}^{\nabla}}$$

(∇ ; Indica promedio)

Es decir que se expresa el activo operativo neto y sus variaciones en función de las variaciones que ocurren en el activo no operativo neto, en el pasivo financiero y en el patrimonio neto, que son de menor ocurrencia y de más fácil cálculo. Es importante que dichas variaciones estén ponderadas en función del tiempo.

Orden de las cuentas de resultados

Cuando presentamos el contenido de las cuentas de resultados incluimos un orden basado en la naturaleza de sus componentes. Hay que considerar la posibilidad de otras presentaciones que permitan una información mas adecuada a efectos de gestión. A este respecto, habrá de tenerse en cuenta que los costos se pueden clasificar en:

- Costos variables (o proporcionales) y costos fijos.
- Costos directos e indirectos.

En base al planteamiento de los costos variables y fijos se puede confeccionar una cuenta de resultados que destaca, por un lado, el concepto de margen de contribución, y por otro, el volumen de gastos fijos, a efectos de analizar su estructura.²³

Estado de Resultado para Análisis

Ingreso por Ventas (netas)	
----------------------------	--

²³ RUBIO Domínguez, Manual de análisis financiero, Edición electrónica gratuita (2007),. Pág.46, Texto completo en www.eumed.net/libros/2007a/255.

Costo y gastos operativos variables CMV Gastos de comercialización Variables	
Contribución Marginal	
Costos y gastos Operativos fijos	
Resultado financiero y por tenencia Activo Operativo Pasivo Operativo	
Resultado Operativo (Ro)	
Resultado No Operativo	
Resultado Activos (R)	
Resultado de Pasivos (I)	
Resultado Neto antes de impuesto (U)	
Impuesto a las ganancias	
Resultado del ejercicio (U)	

Con frecuencia, se utiliza la combinación de los conceptos de costo variable y fijo, costos directos e indirectos para confeccionar cuentas de resultados más detalladas, por ejemplo a nivel de: divisiones; líneas de productos; zonas de venta; tipos de clientes.

De esta forma puede analizarse el crecimiento, rentabilidad y potencial de cada actividad. En la mayoría de los casos, cada una de estas actividades tiene sus propios gastos fijos directamente asignables. Por consiguiente, si destacamos en primer lugar los costes variables, una vez que se hayan deducido éstos de las ventas, obtendremos la contribución marginal que será la aportación de la actividad para cubrir, en primer lugar, sus propios gastos fijos o de estructura. De esta manera se puede conocer con precisión el Resultado operativo que ofrece cada actividad principal de la empresa.

Al mismo tiempo, podrá controlarse la evolución de los costos variables en función directa de la causa de sus variaciones, es decir, los diferentes volúmenes de actividad. Los costos fijos se relacionarán con los posibles cambios en la organización estructural de la empresa, con la evolución de los precios y, en último término, para conocer la parte del margen bruto que absorben.

CAPÍTULO IV

Herramientas para el análisis de Estados Contables

Sumario: 1.- Introducción. 2.- Comparaciones entre datos absolutos. 3.- Cálculo de razones. 4.- Análisis de la estructura patrimonial. 5.- Inversión en Activos No Corrientes. 6.- Análisis del Capital Corriente. 7.- Análisis del Pasivo Corriente. 8.- Análisis del Activo Corriente. 9.- Créditos por ventas. 10.- Bienes de cambio. 11.- Plazo promedio de realización del Activo corriente. 12.- Análisis de rentabilidad. 13.- Indicadores generales. 14.- Indicadores basados en la cifra de ventas. 15.- Cobertura de cargos financieros. 16.- Cálculo de puntos de equilibrio. 17.- Cálculos de márgenes de seguridad. 18.- Nuevo modelo de análisis de rentabilidad.

1.- Introducción

Con el análisis económico se logra estudiar profundamente los procesos económicos, lo cual permite evaluar objetivamente el trabajo de la Organización, determinando las posibilidades de desarrollo y perfeccionamiento de los servicios y los métodos y estilos de dirección.

El objetivo fundamental de dicho análisis radica en mostrar el comportamiento de la proyección realizada y en detectar las desviaciones y sus causas, para el posterior mejoramiento de la gestión de la organización.

En este capítulo estudiaremos las características generales de las herramientas para análisis de los estados contables de Ledesma S. A. Para ello seguimos

los lineamientos de Fowler Newton, por cuanto el mismo hace un completo desarrollo de los distintos indicadores necesarios para el análisis.

2.- Comparaciones entre datos absolutos

Para un analista, los datos contables raramente significan algo si no se los compara con otros. Así, una ganancia de \$ 1.000.000 puede ser excelente si incrementa el patrimonio de \$ 1.500.000 a \$ 2.500.000, pero pobre si lo hace de \$ 100.000.000 a \$ 101.000.000.²⁴

Las comparaciones entre datos correspondientes a un ente determinado podrían hacerse:

- con otros datos de los mismos estados contables;
- con datos de estados contables anteriores; o
- con otros datos surgidos de las comparaciones recién referidas, y dar lugar a la obtención de nuevos datos expresados como valores absolutos (resultantes de sumas algebraicas o restas), o como cocientes, habitualmente llamados *razones*, *ratios* o *índices*.

Comentarios sobre cuestiones terminológicas:

- en el diccionario de la Real Academia Española se define:
Razón: ... 14. *Mal.* Cociente de dos números o, en general, de dos cantidades comparables entre sí...²⁵
 - *ratio* no es palabra castellana, pero es de uso común en textos escritos en inglés, donde se la usa como sinónimo de relación entre dos cifras; y cuando la Real Academia define *razón*, aclara que proviene del latín *ratio*;
 - la sinonimia entre *índice* y *cociente* está ampliamente reconocida por la literatura contable y surge de algunas definiciones específicas que aparecen en el diccionario de la Real Academia;

²⁴ FOWLER NEWTON, Enrique, Análisis de estados contables. Ediciones Machi, (Buenos Aires, 1996), Pág. 58

²⁵ REAL ACADEMIA ESPAÑOLA, Diccionario de la lengua española, vigésima primera edición, (Madrid, 1992), Pág. 1227.

- en consecuencia, la utilización indistinta de los vocablos *cociente*, *ratio*, *razón* e *índice* (que es usual en la literatura contable) tiene sustento en el lenguaje común.

3.- Cálculo de razones

a) Cuestiones generales:

Una *razón* (o *ratio* o *índice*) resulta de una división en la cual el numerador y el denominador deben ser datos absolutos expresados en la misma unidad de medida, o bien, datos relativos obtenidos mediante procedimientos similares.

b) Análisis vertical:

El *análisis vertical* resulta del cálculo de una serie de porcentajes respecto de una cifra base de un estado contable, como podría suceder en los siguientes casos:

Los datos del estado de...	Se expresan como porcentajes del...
Situación patrimonial	Total del activo
Resultados	Ventas
Evolución del patrimonio neto	Patrimonio inicial
Flujo de efectivo	Total de orígenes de fondos

c) Análisis de tendencia:

Las razones que surgen de relacionar datos homogéneos a distintas fechas sirven para enunciar *tendencias*. Para el cálculo de éstas, suelen considerarse como denominador, una *cifra base*, correspondiente a una fecha o período determinados; y como numerador la cifra correlativa, correspondiente a una fecha o período posterior; o bien, la variación entre dicha cifra correlativa y la cifra base.

d) Análisis de rotación:

- Aspectos básicos:

Algunas razones se calculan para determinar:

- cuántas veces, a lo largo de un período (generalmente, un año), *rota* un Activo o un pasivo (para lo cual se los compara con algún flujo de transacciones); o bien,

- a cuántos días de ese flujo corresponde el saldo (final o promedio) de ese Activo o pasivo, esto se conoce también como Plazo Promedio de Permanencia (PPP).

Por supuesto, se trata de dos formas de ver el mismo tema: si (en comparación con un flujo) un activo rota cuatro veces a lo largo de un año, el saldo considerado para el cálculo representa aproximadamente tres meses del flujo en cuestión.

RAZON DE ROTACION DE UN ACTIVO O UN PASIVO (ENVECES)	
Numerador	Flujo (de entrada o de salida) del activo o del pasivo a lo largo de un período base.
Denominador	Saldo (final o promedio) del activo o del pasivo.
Significado general del resultado	Indica la cantidad de veces que el activo o el pasivo <i>rotan</i> a lo largo del período base. Cuanto más alto es, más rápida es la rotación del activo o del pasivo.
Comentarios	En la generalidad de los casos, sería ideal considerar flujos de salida, pero en la práctica se hace necesario recurrir a flujos de entrada.

RAZON DE ROTACION DE UN ACTIVO O UN PASIVO (EN DIAS)	
Numerador	Días contenidos en el periodo base (365, si es un año) por saldo (final o promedio) del activo o del pasivo.
Denominador	Flujo (de entrada o de salida) del activo o del pasivo a lo largo del período base (el mismo considerado para definir el numerador).
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, más lenta es la rotación del activo o del pasivo considerado.
Comentarios	* Puede obtenerse también tomando como numerador la cantidad de días comprendida en el período base y como denominador, la razón de rotación en veces (para el mismo período).

	do base). * En la generalidad de los casos, sería ideal considerar flujos de salida, pero en la práctica se hace necesario recurrir a flujos de entrada.
--	---

- Flujos a considerar

Los flujos de entradas originan saldos. Los de salidas los hacen desaparecer. Así, en el caso de las mercaderías de reventa, los flujos principales son:

- de entradas: sus compras;
- de salidas: sus ventas, a través del costo de ventas.

En principio, el tipo de flujo a considerar para calcular razones de rotación debería guardar relación con el propósito del análisis. Si el análisis se realiza para estimar un período de formación de saldos, hay que considerar un flujo de entradas; y si es para estimar el período de desaparición de un saldo, su flujo de salida.

Sin embargo, hay casos en que sería adecuado considerar un flujo de salida, pero, por no disponerse de información relevante, resulta necesario recurrir a uno de entrada, y, a veces, esto es lo más prudente.

Así, dado un saldo de *créditos por ventas*, lo ideal sería saber cuánto tiempo se demoró en su cobranza. No disponiéndose de este dato (las entradas de efectivo posteriores al cierre no aparecen en los estados contables), quedan dos alternativas:

- relacionar su saldo con el flujo histórico de cobranzas a clientes (o una estimación de ellas);
- hacerlo con el flujo histórico de ventas.

Una decisión apresurada llevaría a la comparación con las cobranzas históricas, pero en el caso es menos probable que las cobranzas futuras dependan de ellas que del nivel de las ventas recientes. Entonces, resulta preferible considerar las últimas ventas, aunque sea un flujo de entrada y no de salida.

- Saldos a considerar:

Los saldos a considerar para el cálculo de rotaciones podrían ser:

- los determinados a la fecha de los estados contables bajo análisis;
- promedios correspondientes al período al cual corresponde el flujo que

interviene en dicho cálculo.

Como los análisis se practican a una fecha, podría pensarse que la mejor elección es la primera. Sin embargo, cuando los flujos de transacciones varían a lo largo del período considerado, puede ser más sensato compararlos con un saldo promedio que con un saldo final.

En este caso lo ideal es hablar de un promedio ponderado en el tiempo, es decir considerar el saldo inicial y la sumatoria de las variaciones ponderadas en el tiempo que afectaron en el ejercicio. En la práctica no siempre se puede conocer estas variaciones. Se recurre entonces al promedio simple entre saldo inicial y final del ejercicio bajo análisis.

- Cálculos directos a partir de los mayores:

Cuando se tiene libre acceso al sistema contable, las rotaciones pueden calcularse con mayor precisión a partir de los datos que él proporciona.

Con el enfoque de cálculos directos, lo que se hace es comparar los saldos contables con los últimos movimientos contables (débitos o créditos) que los originan o con los primeros que los hacen desaparecer, según cuál sea el propósito del cálculo de las rotaciones; y buscar el equivalente en días de los movimientos que conforman los saldos bajo análisis.

- Días a considerar:

Los cálculos de rotación podrían hacerse y presentarse en *días corridos* o en *días hábiles*.

En general, el cálculo en *días hábiles* es más preciso pero más dificultoso, razón por la cual se prefiere trabajar con días corridos, especialmente cuando el resultado del análisis se compara con algún otro período que también está expresado en días corridos. Es lo que ocurre, por ejemplo, cuando los días de ventas en la calle se comparan con el plazo de cancelación de facturas establecidas por las condiciones de venta del emisor de los estados contables.²⁶

Por supuesto, nada impide calcular una rotación en días hábiles y luego obtener su equivalente en días corridos posteriores a la fecha de los estados contables.

²⁶ FOWLER NEWTON, Enrique, *op. cit.*, Pág. 74.

En general, es raro que la mejor precisión que puede lograrse trabajando con días hábiles justifique el mayor trabajo que requiere. Un caso que sí puede justificar el mayor esfuerzo se presenta cuando la empresa ha tenido cierres de varios días por vacaciones, mantenimiento, huelgas u otras causas o los tendrá en fechas posteriores y cercanas a la de los estados contables.

- Limitaciones:

Por la importancia de la cuestión, vale la pena reiterar las principales limitaciones de las razones de rotación:

- representan meros promedios
- se calculan con los datos que se encuentren disponibles, que podrían estar afectados por problemas temporarios que el analista externo desconozca.

4.- Análisis de la estructura patrimonial

a) Solvencia:

Una persona física o jurídica es solvente cuando carece de deudas, o cuando las tiene, pero es capaz de satisfacerlas.

Esta caracterización aparece también en las definiciones dadas al vocablo *solvencia* por la Real Academia Española.

La solvencia del emisor de un juego de estados contables interesa principalmente a los acreedores y depende tanto de la estructura patrimonial como de su aptitud para generar fondos, cuestión que a su vez depende de su rentabilidad.

- Las razones de "solvencia" y de "endeudamiento":

Una herramienta para evaluar la solvencia a una fecha consiste en calcular la llamada *razón de solvencia*, o su inversa, la *razón de endeudamiento*.

RAZON DE SOLVENCIA (TRADICIONAL)	
Numerador	Total del patrimonio.
Denominador	Total del pasivo.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, más solvente se presume el emisor de estados contables.

Comentarios	<ul style="list-style-type: none"> * Es la inversa de la razón de endeudamiento (tradicional). * No considera los saldos de la participación de los accionistas no controlantes en los patrimonios de empresas controladas. * Para ampliar las conclusiones es menester el estudio de la solvencia en el corto plazo. * La <i>Guía del inversor</i> de la BCBA llama <i>de solvencia</i> la razón del patrimonio al activo.
-------------	---

	RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO (TRADICIONAL)
Numerador	Total del pasivo.
Denominador	Total del patrimonio.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, menos solvente se presume el emisor de estados contables.
Comentarios	<ul style="list-style-type: none"> * Es la inversa de la razón de solvencia (tradicional). * No considera los saldos de la participación de los accionistas no controlantes en los patrimonios de empresas controladas. * Para ampliar las conclusiones es menester el estudio de la solvencia en el corto plazo.

Para cualquier acreedor, es mejor que los activos de un deudor estén financiados con su patrimonio (*capital* propio, en la jerga financiera) que con deuda. De allí que cuanto más alto sea el cociente entre patrimonio y pasivo, más solvente se considere al emisor de los estados contables.

Las versiones tradicionales no consideran las participaciones de los accionistas no controlantes en los patrimonios de las empresas controladas, que a los fines de la evaluación de la solvencia (pero no de la rentabilidad) de un grupo económico pueden asimilarse al patrimonio de la controlante, por cuanto:

- no constituyen pasivos;
- son relativamente estables;
- varían por los mismos conceptos que lo hace el patrimonio (aportes, resultados, distribuciones de dividendos, etc.), en cuanto tiene que ver con las controladas del caso (y no con el patrimonio consolidado).

Por lo tanto, en todas las razones utilizadas para evaluar la solvencia de un grupo, el componente *patrimonio* podría ser reemplazado por *patrimonio más participaciones de terceros en sociedades controladas*.

Aplicando la idea expuesta a las razones de solvencia y endeudamiento, podemos reformularlas de la siguiente manera.

RAZON DE SOLVENCIA (MODIFICADA)	
Numerador	Total del patrimonio más participaciones de terceros en sociedades controladas.
Denominador	Total del pasivo.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, más solvente se presume el emisor de estados contables.
Comentarios	* Es la inversa de la razón de endeudamiento (modificada). * Para ampliar las conclusiones es menester el estudio de la solvencia en el corto plazo.

RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO (MODIFICADA)	
Numerador	Total del pasivo.
Denominador	Total del patrimonio más participaciones de terceros en sociedades controladas.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, menos solvente se presume el emisor de estados contables.
Comentarios	* Es la inversa de la razón de solvencia (modificada). * Para ampliar las conclusiones es menester el estudio de la

	solvencia en el corto plazo.
--	------------------------------

En el análisis de la capacidad del emisor de los estados contables para cancelar sus pasivos a sus vencimientos, las razones de solvencia y endeudamiento son importantes, pero raramente brindan, por sí, conclusiones definitivas. Una razón de solvencia podría no ser muy alta, sin que eso implique dificultades financieras. Así ocurriría, por ejemplo, si el hecho estuviese acompañado por alguno de los siguientes sucesos:

- la deuda es renovable y devenga un interés inferior a la tasa de inflación esperada, por lo que se espera que el pasivo se vaya reduciendo (en términos reales) a medida que pase el tiempo;
- la deuda es principalmente no corriente (a más de un año de plazo), y los activos generan fondos suficientes para pagarla cuando venza;
- la actividad del ente hace innecesario el mantenimiento de un patrimonio importante (como ocurre en numerosos casos de entidades que prestan servicios profesionales);
- el emisor de estados contables es un intermediario financiero que recibe depósitos del público, los presta, mantiene un adecuado *encaje* de fondos y respeta otras relaciones técnicas que se consideran necesarias.

Por lo tanto:

- el análisis de solvencia debe completarse con el de la capacidad del ente para cancelar sus pasivos en *el corto plazo*;
- consideramos dogmática la afirmación de que la razón de solvencia *debe ser igual o superior a 1,00* (o a cualquier otro número).

Para finalizar, enumeraremos algunos ejemplos de problemas de exposición contable que suelen requerir la adecuación de las cifras del pasivo y del patrimonio:

- el patrimonio incluye suscripciones de capital cuyo momento de integración depende del albedrío de los accionistas;

- los intereses no devengados sobre cuentas del pasivo se muestran dentro del activo;
- hay anticipos de impuestos o por otros conceptos que se compensarán al pagar los correspondientes pasivos, pero se exponen como activo;
- el pasivo ha sido reducido por la entrega de documentos a cobrar previamente recibidos de terceros, pero se supone que éstos no los levantarán cuando lleguen sus vencimientos.

- Una razón "depurada" de solvencia:

La relación entre el total del patrimonio y el pasivo podría cambiar si el emisor de los estados contables distribuyese dividendos. Por esto, puede ser de interés el cálculo de la versión "depurada" de la razón de solvencia en la cual incluimos las participaciones de terceros en controladas.

RAZÓN DE SOLVENCIA (MODIFICADA Y DEPURADA)	
Numerador	Total del patrimonio más participaciones de terceros en sociedades controladas menos resultados distribuibles, cifra esta última que se calcula así: a) saldo de resultados acumulados no asignados; menos: b) la parte de ellos que obligatoriamente debe reservarse; más: c) los saldos de las reservas facultativas o estatutarias que pueden desafectarse (aunque en el último caso se requiera la modificación del estatuto).
Denominador	Total del pasivo.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, más solvente se presume el emisor de estados contables.
Comentarios	* A menos que no haya resultados distribuibles, el cociente resultante debería ser inferior a la razón de solvencia (modificada). * Para ampliar las conclusiones es menester el estudio de la solvencia en el corto plazo.

Si la realización de este cálculo adicional se justifica o no, es algo que depende del nivel de los resultados distribuibles, de su importancia relativa respecto del total del patrimonio y de lo que el analista crea respecto de la probabilidad de que la empresa distribuya ganancias.

Para evaluar tal probabilidad, conviene tener en cuenta la propuesta de distribución de resultados que suele acompañar a los estados contables de ejercicio. Si ella no existiere, deberían investigarse la política de la empresa y su historia reciente, para lo cual puede considerarse la información contenida en sus estados de evolución del patrimonio por los últimos ejercicios.

- La razón del patrimonio al activo (índice de recursos propios):

Kennedy y McMullen proponen el cálculo de la siguiente razón que la CNV y la BCBA denominan *de recursos propios*, expresión que quiere hacer referencia a la porción del activo financiada por ellos.

RAZON DEL PATRIMONIO AL ACTIVO ²⁷ (Kennedy Y Mc Mullen)	
Numerador	Total del patrimonio.
Denominador	Total del activo.
Significado general del resultado	Proporción del activo que está financiado por los propietarios.
Comentarios	* La información adicional a la suministrada por la razón de solvencia no es significativa.

La razón del patrimonio al activo puede adecuarse para incluir las participaciones de terceros en sociedades controladas.

²⁷ KENNEDY, Ralph D, y McMULLEN, Stewart Y., Estados financieros, Editorial UTEHA, (México, 1971), Pág. 415, citado por FOWLER NEWTON, Enrique, Análisis de estados contables. Ediciones Machi, (Buenos Aires, 1996).

RAZON DELPATRIMONIO AL ACTIVO (MODIFICADA)	
Numerador	Total del patrimonio más participaciones de terceros en sociedades controladas.
Denominador	Total del activo.
Significado general del resultado	Proporción del activo que está financiado por los accionistas.
Comentarios	* La información adicional a la suministrada por la razón de solvencia no es significativa.

En las *fichas* presentadas decimos que la razón del patrimonio al activo no agrega mucho cuando ya se ha calculado la de solvencia, porque entre ambas existe (cuando se computan las participaciones de terceros en controladas) una relación matemática constante:

$$\frac{\text{Patrimonio} + \text{Terceros}}{\text{Activo}} = \frac{(\text{Patrimonio} + \text{Terceros}) / \text{Pasivo}}{\text{Activo} / \text{Pasivo}} =$$

$$= \frac{(\text{Patrimonio} + \text{Terceros}) / \text{Pasivo}}{(\text{Patrimonio} + \text{Terceros} + \text{Pasivo}) / \text{Pasivo}} =$$

$$\frac{(\text{Patrimonio} + \text{Terceros}) / \text{Pasivo}}{(\text{Patrimonio} + \text{Terceros}) / \text{Pasivo} + 1} = \frac{\text{Solvencia}}{\text{Solvencia} + 1}$$

- La razón de solvencia total:

La CNV llama *índice de solvencia total* que prácticamente nada agrega cuando ya se conoce la razón de solvencia.

RAZÓN DE SOLVENCIA TOTAL	
Numerador	Total del activo.
Denominador	Total del pasivo.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, más solvente es el emisor de los estados contables.

Comentarios	* No agrega información significativa cuando se ha calculado la razón de solvencia.
-------------	---

De hecho, la *razón de solvencia total* es igual a:

- *uno* más la razón de solvencia modificada y también a:
- *uno* más la razón de solvencia tradicional cuando no hay participaciones de terceros en sociedades controladas.

En efecto, es:

$$\begin{aligned} \text{Solvencia total} &= \frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo}} = \frac{\text{Pasivo} + \text{Terceros} + \text{Patrimonio}}{\text{Pasivo}} = \\ &= 1 + \frac{\text{Terceros} + \text{Patrimonio}}{\text{Pasivo}} = 1 + \text{Solvencia modificada} \end{aligned}$$

y cuando *terceros* es igual a cero:

$$\text{Solvencia total} = 1 + \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Pasivo}} = 1 + \text{Solvencia tradicional}$$

Por lo tanto, su determinación sólo se justificaría cuando, por alguna razón, se prefiriese no determinar la razón de solvencia.

- La razón de liquidez (corriente):

Para retinar el análisis de la solvencia, se considera de interés considerar la capacidad del emisor para pagar sus pasivos *en el corto plazo*, habitualmente denominada *liquidez*.

Digresión terminológica: suponemos que el empleo de la palabra *liquidez* para referirse a la solvencia en el corto plazo deriva del hecho de que ésta se relaciona con la posibilidad de convertir bienes en efectivo. Vale recordar que la Real Academia define:

Liquidez. II 2. *Com.* Cualidad del activo de un banco que puede fácilmente transformarse en dinero efectivo. II3. *Com.* Relación entre el conjunto de dinero en

caja y de bienes fácilmente convertibles en dinero, y el total del activo, de un banco u otra entidad.²⁸

La última acepción implica la definición de una razón, que es distinta de la que los contadores llamamos *de liquidez*; cuyo denominador está dado por elementos del pasivo y no por el total del activo. Esto indica que hay una brecha entre la terminología profesional y la de los académicos de la lengua, que podría superarse si la expresión *razón de liquidez* se reemplazara por *razón de solvencia en el corto plazo*, *razón de solvencia inmediata* u otra de similar denotación.

Las características de la razón de *liquidez* se exponen debajo. Dicho ratio es también llamado de *liquidez comente* y *de liquidez total*, entre otras denominaciones.

RAZÓN DE LIQUIDEZ (CORRIENTE)	
Numerador	Activo corriente (efectivo y activos que se espera convertir en efectivo dentro del año siguiente).
Denominador	Pasivo corriente (el que debe ser cancelado dentro del año siguiente).
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, más solvente se supone al emisor de los estados contables.
Comentarios	<ul style="list-style-type: none">* Hay países donde se emplean conceptos de <i>activo corriente</i> y <i>pasivo corriente</i> distintos de los arriba expuestos.* El indicador suele estar afectado cuando existen activos cuya valuación contable se efectúa sobre la base de sus costos históricos (y no de sus valores corrientes).* No refleja la asincronía de las futuras entradas y salidas de fondos, que puede mejorar o empeorar la situación.* Una razón igual o superior a cierto estándar (sea: 2,00) otorga cierta tranquilidad, pero una razón inferior a él no necesariamente

²⁸ REAL ACADEMIA ESPAÑOLA, *Diccionario de la lengua española*, vigésima primera edición, (Madrid, 1992), Pág. 893

	implica la existencia de problemas.
--	-------------------------------------

La afirmación dogmática de algunos autores de que la razón de liquidez *debe* ser siempre igual o superior a 2,00 que en una obra de 1979 era así fundamentada:

El origen de esta medida básica se encuentra en la reflexión práctica de los hombres de negocios, al considerar que, si por la presentación de un acontecimiento inusitado, el valor del activo circulante pudiera bajar hasta un 50 %, su crédito estaría garantizado aun con el otro 50 %, el cual equivale al importe de dicho crédito.²⁹

Comentarios:

- aunque sucediera un hecho inusitado, es arbitrario el supuesto de que la baja de valor del activo corriente sería del 50 % (podría ser del 10 %, del 70 % u otro);
- no se considera el hecho de que el activo incluye bienes computados a sus valores de entrada y no a los de salida, que son los que permiten cancelar pasivos;
- en los hechos ocurre (al menos en la Argentina) que las empresas trabajan con razones de liquidez corriente bastante inferiores a 2,00;
- a lo sumo, el hecho de que la razón de liquidez esté por debajo del nivel indicado será una cuestión a considerar para decidir sobre la realización de análisis adicionales.

Suelen necesitarse *ajustes extracontables* previas cuando:

- la clasificación de activos y pasivos en corrientes y no corrientes se basa en criterios distintos del enunciado;

²⁹ MACIAS, Roberto, El análisis de los estados financieros y las deficiencias de las empresas, decimo-primer edición, Edit, ELASA, (México, 1979), Pág. 70, citado por FOWLER NEWTON, Enrique, Análisis de estados contables. Ediciones Machi, (Buenos Aires, 1996).

- hay bienes fácilmente comercializables computados a su costo y no a su valor neto de realización;
- la valuación contable de los créditos y las deudas corrientes incluye componentes financieros implícitos;
- la misma valuación se basa en las tasas de interés pactadas y no en las vigentes a la fecha del balance;
- el activo y el pasivo corrientes han sido reducidos contablemente con motivo del endoso de documentos previamente recibidos de clientes, pero hay evidencias de que éstos no los levantarán a su vencimiento;
- el activo corriente incluye aportes no integrados de accionistas, pero el analista no cree que se los vaya a recibir dentro de los doce meses siguientes;
- el pasivo corriente no incluye provisiones para honorarios de directores y síndico;
- no se han constituido provisiones para vacaciones (y cargas sociales sobre ellas);
- de las notas a los estados contables surge que una porción importante del pasivo corriente fue refinanciada a largo plazo después de la fecha de los estados contables;
- la propuesta de distribución de ganancias incluye dividendos en efectivo y se espera que ella sea aprobada por los accionistas.

- La "Prueba del Ácido":

Otra razón que se considera útil para evaluar la solvencia en el corto plazo es la que caracterizamos bajo la denominación *prueba del ácido*, que es una traducción de *acid test*, expresión utilizada por los estadounidenses en referencia a cierta prueba química.

PRUEBA DEL ACIDO	
Numerador	Activo corriente menos bienes de cambio.
Denominador	Pasivo corriente.

Significado general del resultado	Cuanto más alto es, más solvente se supone al emisor de los estados contables.
Comentarios	<ul style="list-style-type: none">* La razón suele estar afectada cuando hay activos cuya valuación contable se efectúa sobre la base de sus costos históricos (y no de sus valores corrientes).* No refleja la asincronía de las futuras entradas y salidas de fondos, que puede mejorar o empeorar la situación.* Una razón Igual o superior a cierto estándar (sea: 1,00) otorga cierta tranquilidad, pero una razón inferior a él no necesariamente implica la existencia de problemas.

La misma relación ha recibido otras denominaciones, entre ellas:

- *prueba ácida*, que es una traducción inadecuada de *acid test*, pues en esta expresión *acid* (*ácido*) no es un calificativo de *test* (*prueba*);
- *prueba severa*;
- *razón de liquidez inmediata*, en referencia al hecho de que los activos computados son de más rápida realización que los excluidos;
- *liquidez rápida*, de connotación parecida a *liquidez inmediata*;
- *liquidez seca*, expresión que encontramos inadecuada porque la palabra *seca* resulta de compleja interpretación en el caso y es muy poco clara para el no entendido en cuestiones contables, ya que es difícil imaginar algo que sea líquido y seco a la vez.

La *prueba del ácido* debe tomarse como un complemento del cálculo de la *razón de liquidez total*, y su resultado supone una hipótesis de desastre: ¿qué pasaría si en los próximos doce meses el ente no lograra vender nada o vendiese algo pero no lo cobrase?

De hecho, el supuesto del planteo rara vez se dará en la práctica, así que el resultado de la *prueba del ácido* debe considerarse cuidadosamente. Un primer análisis podría ser el siguiente:

- 1) si el resultado es *1,00* o más, hay motivos de tranquilidad;
- 2) si es muy bajo, significará que los esfuerzos de vender (y luego cobrar) son importantes y que fracasar en ellos puede acarrear problemas financieros;
- 3) en los restantes casos, la situación no debería preocupar, pero tampoco invitar a la quietud;
- 4) en los casos 2) y 3) asume mayor importancia la realización de estudios adicionales sobre los flujos de fondos que generarán las ventas de mercaderías; y la sincronía entre las futuras entradas y salidas de fondos.

Por lo indicado, la afirmación de que la *prueba del ácido* debe dar *1,00* o más nos parece tan dogmática y discutible como la de que la *razón de liquidez* debe estar siempre en *2,00* o más.

- La razón del capital corriente al activo:

RAZÓN DEL CAPITAL CORRIENTE AL ACTIVO	
Numerador	Capital corriente.
Denominador	Activo.
Significado general del resultado	Cuanto más bajo es, menos solvente se presume la empresa.
Comentarios	* Es una de las razones empleadas para el cálculo otros ratios.

- Análisis del capital corriente:

Como consecuencia del cálculo de las razones de liquidez corriente y de la prueba del ácido, podrá decidirse que es conveniente profundizar el estudio de los principales componentes del capital corriente (activo corriente menos pasivo corriente) y su relación con las operaciones del ente.

5.- Inversión en activos no corrientes

a) La razón de inmovilización

Puede lograrse una idea general del grado de inmovilización de los activos calculando la siguiente razón.

RAZON DE INMOVILIZACION	
Numerador	Total del activo no corriente.
Denominador	Total del activo.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es la proporción del activo que se encuentra indisponible para la cancelación de deudas o la distribución de dividendos.
Comentarios	<ul style="list-style-type: none">* La necesidad de inmovilizar activos es importante en algunas actividades (como el transporte o la distribución de gas y energía eléctrica) y menor en otras (como la prestación de servicios profesionales personales).* Si el emisor tuviera controladas, la razón de inmovilización debería calcularse sobre los estados consolidados, pues los individuales no muestran todos los activos del grupo y presentan la totalidad de las inversiones en controladas como no corrientes.* En los estados patrimoniales que contienen porcentajes sobre el total del activo, la razón puede leerse directamente en los renglones que informan sobre el total del activo no corriente.* La razón puede desagregarse por componente del activo no corriente.

b) Financiación de la inversión inmovilizada:

En la realidad económica, el conjunto de los activos está financiado por el total de las deudas, el patrimonio y la participación de terceros en las sociedades controladas.

Sin perjuicio de lo anterior, se espera que haya determinadas relaciones entre las distintas categorías de los recursos y sus fuentes de financiación.

En esa línea, hay quienes piensan que el activo no corriente (o por lo menos la parte de éste afectada a las operaciones principales del ente) debería estar cubierto por el total del patrimonio o por éste más el pasivo no corriente. Por lo expuesto precedentemente, consideramos que al patrimonio debería sumársele la participación de los accionistas no controlantes sobre los patrimonios de las sociedades controladas.

Con las dos alternativas indicadas en cuanto a los activos no corrientes a considerar y con las dos sobre su financiamiento (incluyendo o no el pasivo no corriente), pueden construirse cuatro versiones de la *razón de financiación de la inversión inmovilizada*.

RAZON DE FINANCIACION DE LA INVERSION INMOVILIZADA (VERSION 1)	
Numerador	Total del patrimonio y participaciones de terceros en sociedades controladas.
Denominador	Activo no corriente.
Significado general del resultado	Si es igual o superior a 1,00, el patrimonio (más la participación de terceros en controladas) es suficiente para financiar el activo no corriente.
Comentarios	* De las cuatro versiones presentadas en este libro, es la más conservadora. * Incluimos la participación de terceros en sociedades controladas, porque (para el grupo empresario) es una fuente de financiación parecida al patrimonio. * No porque el resultado del cociente sea inferior a 1,00 debe

	<p>existir un problema.</p> <p>* BIONDI propone un <i>índice de inmovilización sobre el patrimonio</i> resultante de dividir el activo no corriente por el patrimonio, lo que daría la inversa del indicador bajo análisis, si no fuera por la exclusión de las participaciones de terceros en sociedades controladas.</p>
--	--

<p>RAZON DE FINANCIACION DE LA INVERSION INMOVILIZADA (VERSION 2)</p>	
Numerador	Total del patrimonio y participaciones de terceros en sociedades controladas.
Denominador	Activo no corriente menos inversiones en actividades secundarias.
Significado general del resultado	Si es igual o superior a 1,00, el patrimonio (más la participación de terceros en controladas) es suficiente para financiar el activo no corriente necesario para la actividad principal del ente.
Comentarios	<p>* Incluimos la participación de terceros en sociedades controladas, porque (para el grupo empresario) es una fuente de financiación parecida al patrimonio.</p> <p>* No porque el resultado del cociente sea inferior a 1,00 debe existir un problema.</p>

<p>RAZON DE FINANCIACION DE LA INVERSION INMOVILIZADA (VERSION 3)</p>	
Numerador	Total del patrimonio, las participaciones de terceros en sociedades controladas y el pasivo no corriente.
Denominador	Activo no corriente.

Significado general del resultado	Si es igual o superior a 1,00, para financiar el activo no corriente basta con la suma del patrimonio, las participaciones de terceros en sociedades controladas y el pasivo no corriente.
Comentarios	* Incluimos la participación de terceros en sociedades controladas, porque (para el grupo empresario) es una fuente de financiación parecida al patrimonio. * No porque el resultado del cociente sea inferior a 1,00 debe existir un problema.

RAZON DE FINANCIACION DE LA INVERSION INMOVILIZADA (VERSION 4)	
Numerador	Total del patrimonio, las participaciones de terceros en sociedades controladas y el pasivo no corriente.
Denominador	Activo no corriente menos inversiones en actividades secundarias.
Significado general del resultado	Si es igual o superior a 1,00, para financiar el activo no corriente asignado a las operaciones principales basta con la suma del patrimonio, las participaciones de terceros en sociedades controladas y el pasivo no corriente.
Comentarios	* Incluimos la participación de terceros en sociedades controladas, porque (para el grupo empresario) es una fuente de financiación parecida al patrimonio. * No porque el resultado del cociente sea inferior a 1,00 debe existir un problema.

El hecho de que existan varias versiones de la misma razón no significa que se deba optar por sólo una de ellas. Lo mejor parece ser empezar por el cálculo de la razón más conservadora (la 1, que incluye todos los activos no corrientes y no considera los pasivos corrientes), para luego pasar, si su resultado fuese insatisfactorio, a las restantes.

Ahora bien, ¿cuál es el resultado satisfactorio? Como en otros casos, pensamos que no hay un número mágico, pues la razón calculada debe evaluarse junto con los otros elementos surgidos del análisis de estados contables.

Por lo indicado, no compartimos las afirmaciones de que la razón bajo estudio *debe ser igual o superior a 1,00* y encontramos antojadizos los argumentos que a veces se dan para fundamentarlas.

c) Inmovilización del capital (según la BCBA):

RAZON DE INMOVILIZACION DEL CAPITAL (BCBA)	
Numerador	Bienes de uso.
Denominador	Patrimonio.
Significado general del resultado	Si supera a 1,00, parte de los bienes de uso están financiados con pasivo o con participaciones de terceros en sociedades controladas.
Comentarios	<p>* Por las razones ya expuestas en anteriores partes del capítulo, podría elaborarse una versión modificada de esta razón sumando las participaciones de terceros en sociedades controladas al denominador.</p> <p>* Con la modificación recién referida, en muchos casos el resultado de esta razón debería parecerse a la inversa de la razón de financiación de la inversión inmovilizada.</p> <p>* Este indicador no aporta mucho cuando ya se ha calculado el de financiación de la inversión inmovilizada.</p>

En su ya referida *Guía del inversor*, la BCBA informa *índices de inmovilización del capital* que responden al siguiente esquema.

6.- Análisis del capital corriente

Para analizar el capital corriente, deben tenerse presentes:

- las definiciones de ese concepto establecidas en las NCP aplicables al

caso;

- las reglas seguidas en la práctica para aplicar dichas NC.

a) Concepto:

Al igual que las NCP argentinas, consideramos:

- *capital corriente* a la diferencia entre el *activo corriente* y el *pasivo corriente*;

- *pasivo corriente* a la parte del pasivo constituido por obligaciones que ya han vencido o que lo harán dentro de los doce meses siguientes a la fecha del estado de situación patrimonial;

- *activo corriente* a la parte del activo que, se espera, permitirá la cancelación de pasivos corrientes, lo que incluye el efectivo y los bienes a convertir en efectivo dentro del citado plazo de doce meses.

Otras NCP:

- no clasifican los activos y pasivos en *corrientes* y *no corrientes* sobre la base del plazo de doce meses, sino en base a la duración del llamado *ciclo operativo normal*, que es el lapso que va desde la compra de los insumos de producción hasta la cobranza de la venta de los bienes producidos con ellos; o en base al menor plazo entre doce meses y la duración del ciclo operativo normal;

- consideran *corrientes* a los activos que durante el plazo definido para su clasificación como corrientes o no corrientes se convertirán en otros activos más líquidos, aunque no se transformen en efectivo.

El *ciclo operativo normal* puede durar desde unos pocos días (caso de una heladería) hasta varios años (astilleros, establecimientos de producción y añejamiento de vinos, etc.). Su empleo como base para la clasificación de partidas en corrientes y no corrientes conspira contra la obtención de información comparable, pues, los ciclos de las distintas empresas difieren entre sí, y la duración del ciclo de una misma empresa varía con el transcurso del tiempo.

Además, las empresas (o grupos) pueden tener actividades diversas con ciclos distintos, pero manejar sus finanzas en forma centralizada.

Por lo expuesto, nos parece preferible un plazo fijo, aunque sea algo arbitrario. Dentro de esta línea, el lapso de doce meses tiene la ventaja de anular los efectos de la estacionalidad.

También es inadecuado considerar *corrientes* los activos que se vendan o consuman dentro del plazo estipulado al efecto. Lo que importa es su conversión en efectivo, pues sólo ésta permite el pago de deudas.

b) Cuestiones prácticas:

Una aplicación estricta del concepto que preferimos llevaría a clasificar como *corriente* parte de los saldos de las cuentas de *bienes de uso* (tangibles) o *bienes intangibles*. Fundamentos:

- emplear un bien sujeto a depreciación es una forma de consumo diferido;
- si se acepta que las materias primas y otros bienes consumidos para producir efectivo dentro de los doce meses siguientes se clasifiquen como activos corrientes, debería hacerse lo mismo con los consumos de bienes depreciables que hagan al mismo propósito.

Sin embargo, este criterio no tiene mayor aplicación, quizá porque la exposición separada de la porción corriente de los activos sujetos a depreciación no mejora mucho la información presentada, puede confundir a los lectores y demanda un importante trabajo administrativo, lo que implica una mala relación entre costos y beneficios.

Otras consideraciones prácticas que el analista debería tener presentes:

- para clasificar los activos (salvo el efectivo) es necesario estimar razonablemente los momentos de su conversión en dinero;
- al practicar dicha estimación se considera la intención del ente;
- se considera aceptable clasificar como corrientes los activos que no se convertirán en efectivo, pero harán innecesaria su salida dentro del año de plazo (caso de la papelería administrativa a ser consumida en dicho lapso);
- un activo o un pasivo pueden tener componentes corrientes y no corrientes.

- Análisis del capital corriente:

El análisis del capital corriente suele practicarse con estos objetivos:

- profundizar el estudio sobre la solvencia del emisor de los estados contables;
- establecer ciertas relaciones operativas, como los tiempos de venta representados por las cuentas de clientes o los días de venta para los cuales se tienen existencias.

El análisis podría comenzar por la consideración del importe y el signo del capital corriente, pero estos elementos, individualmente considerados, pueden no brindar información significativa.

7.- Análisis del pasivo corriente

a) Plazo de cancelación total:

El plazo de cancelación total del pasivo corriente no dice mucho por sí, pero su cálculo es necesario para estimar su plazo promedio de vencimiento, cuya comparación con el plazo medio de realización del activo corriente ayuda a evaluar la liquidez del emisor de los estados contables.

A veces se considera que la determinación del plazo de cancelación total del pasivo es necesaria para estimar la duración del ciclo operativo normal del ente. En los hechos, sin embargo, ésta no depende de dicho plazo de cancelación, sino del de conversión en efectivo de los bienes y servicios adquiridos.

Para estimar el plazo de cancelación total del pasivo corriente, el analista externo recurre generalmente a la técnica de cálculo de razones de rotación.

RAZÓN DE ROTACIÓN DEL PASIVO CORRIENTE(EN VECES)	
Numerador	Flujo de compras de bienes y servicios (más IVA y costos financieros relacionados) o de pagos a los correspondientes acreedores a lo largo de un período base.
Denominador	Saldo promedio del pasivo corriente.
Significado general del	Cuanto más alto es, más rápida es la rotación del pasivo corriente (menores son los plazos de su cancelación total).

resultado	
Comentarios	<p>* La inclusión de costos financieros (que no es mencionada por algunos autores) hace comparable el importe del flujo considerado con el del pasivo corriente (que incluye costos financieros acumulados).</p> <p>* Si se desconocen los pagos posteriores del pasivo (flujo de salida) es mejor considerar las compras del período (flujo de entrada) que los pagos del mismo, pues los pagos posteriores se relacionan más con las compras que con los pagos anteriores.</p> <p>* A veces, los pagos a proveedores pueden encontrarse en estados de orígenes y aplicaciones de fondos (o de flujos de caja) preparados por el método directo.</p> <p>* Los importes correspondientes a las compras y a los costos financieros relacionados con el mantenimiento de pasivos no siempre aparecen en los estados contables.</p>

RAZÓN DE ROTACIÓN DEL PASIVO CORRIENTE(EN DIAS)	
Numerador	Días contenidos en el período base (365, si es un año) por saldo promedio del pasivo corriente.
Denominador	Flujo de compras de bienes y servicios (más IVA y costos financieros relacionados) o de pagos a los correspondientes acreedores a lo largo de un periodo base.
Significado general del resultado	Cuanto más bajo es, más lenta es la rotación del pasivo corriente (más lentamente se lo paga).
Comentarios	<p>* Puede obtenerse también dividiendo la cantidad de días comprendida en el período base por la razón de rotación en veces (para el mismo lapso).</p> <p>* Valen los comentarios presentados en la ilustración anterior.</p>

El analista interno, en cambio, puede recurrir a la información provista por el sistema contable en materia de compras y pagos a proveedores de bienes y servicios.

Como puede deducirse de los comentarios que aparecen en las ilustraciones, el cálculo de la razón de cancelación total del pasivo corriente es dificultoso. Por ello, es casi obligatorio recurrir a alguna simplificación, como por ejemplo:

- excluir la totalidad de los resultados financieros, por desconocerse en qué medida están originados por el pasivo corriente;
- computar todas las compras de bienes y servicios, aunque parte de ellas se hayan financiado a más de un año de plazo;
- agregar el IVA a una única tasa, por resultar imposible o muy dificultosa la identificación de las compras de bienes exentos o gravados a tasas diferenciales.

b) Plazo de cancelación promedio:

Si se dispusiese de la información necesaria, el plazo de cancelación promedio del pasivo corriente podría estimarse calculando el promedio ponderado de los importes a pagar en cada uno de los días posteriores al cierre del ejercicio.

Claro está que el analista externo no tiene acceso a la información de facturas a pagar, importes y sus vencimientos y en el mejor de los casos debe contentarse con una estimación grosera. La más elemental supone que los pasivos a vencer diariamente son de importes iguales. Por lo tanto, si previamente se ha estimado que el plazo de cancelación total del pasivo es de n días, el correspondiente plazo medio surgirá de esta cuenta:

$$\frac{\text{Suma de los números de 1 a } n}{n} = \frac{1 + n}{2}$$

Por supuesto, el resultado obtenido estará afectado tanto por la adopción del supuesto de que los vencimientos diarios son equivalentes, como por todas las simplificaciones efectuadas al momento de estimar el período de cancelación total del pasivo corriente. Por lo tanto, habrá casos en que este indicador será de escasa precisión.

8.- Análisis del activo corriente

Un primer análisis del activo corriente consiste en determinar la importancia relativa de sus componentes, mediante la realización de estas cuentas (una por componente):

IMPORTE DEL COMPONENTE / TOTAL DEL ACTIVO CORRIENTE

Los datos así obtenidos pueden ser útiles para estimar el antes referido plazo promedio de realización del activo corriente.

En la práctica, las razones antes referidas pueden informarse junto con las relaciones entre cada componente del activo corriente y el total del pasivo corriente.

a) Fondos:

A los efectos del análisis, es razonable agrupar las disponibilidades y las colocaciones temporarias, pues éstas se originan en excesos de efectivo que se invierten para obtener una renta en términos reales o, si ello no es posible, para minimizar las pérdidas por exposición de las disponibilidades a la inflación.

Generalmente, la palabra *fondos* define el agrupamiento citado, y a tal denominación se refiere la expresión *origen y aplicación de fondos*.

Digresión: es un error considerar que *capital corriente* es una variante de *fondos*. Un estado que muestre las causas de los aumentos y disminuciones del capital corriente no es un *estado de origen y aplicación de fondos*, sino un *estado de variaciones del capital corriente*.

Una alternativa a lo indicado consiste en juntar el efectivo (las disponibilidades) y sus equivalentes. Para el International Accounting Standards Committee (IASC, Comité de Normas Internacionales de Contabilidad) y en relación con la presentación de *estados de flujos de caja*, son *equivalentes de efectivo* las colocaciones financieras que reúnen los siguientes requisitos:

- alta liquidez;
- fácil conversión en sumas conocidas de dinero;
- riesgo insignificante de cambios de valor.

En relación con las disponibilidades, los fondos o el efectivo y sus equivalentes no es mucho lo que hay para analizar, pues se trata de importes aplicables rápidamente a la cancelación de pasivos. Sin embargo, para el cálculo del plazo promedio de realización de activos, debe tenerse en cuenta que la conversión en efectivo de algunos *fondos* puede demorar algo.

Claro está que la información necesaria para el cálculo antecedente pocas veces está al alcance de los analistas externos, razón por la cual el plazo medio de realización de los fondos sólo puede ser estimado groseramente.

Las *ajustes de saldos* necesarias en relación con los fondos no deberían ser muchas. En la Argentina, suponemos que la más frecuente es la reclasificación como *créditos* de los cheques posdatados que han sido indebidamente presentados como *disponibilidades*. Esto, porque la realidad económica indica que son documentos que no se planea depositar antes de la fecha convenida (si se lo hiciera antes, probablemente serían rechazados por falta de fondos suficientes).

Por último, señalemos que no nos parece útil la comparación entre los saldos de las disponibilidades (o las colocaciones, los fondos, o el efectivo y sus equivalentes) y cualquier flujo (ventas, compras, cobranzas pagos), porque dichos saldos son en cierto modo accidentales y están sujetos a variaciones diarias bruscas por el efecto de cobranzas o pagos importantes, y en el caso de las disponibilidades, las empresas tratan de minimizarlas invirtiendo los excedentes en colocaciones temporarias.

9.- Créditos por ventas

a) Periodo de cobranza y días de venta en la calle:

Respecto de las cuentas a cobrar por ventas, sería ideal calcular:

- el período en que se completará su cobranza:
 - por el valor de esta información en sí;

- para evaluar la eficacia de la gestión de cobranzas mediante la comparación de este indicador con los plazos establecidos en las condiciones de venta (si es que se los conoce);

- para su comparación con los plazos de cobranza de empresas competidoras;

- su plazo promedio de vencimiento, como parte del cálculo del plazo medio de realización del activo.

El analista interno podría estimar estos indicadores a partir de presupuestos financieros, los vencimientos de las facturas y notas de débito (menos notas de crédito) a cobrar, los documentos en cartera y los endosados a terceros (cuando se suponga que éstos no recibirán pagos directamente de los clientes).

Como el analista externo no dispone de esos datos (los entradas de efectivo posteriores al cierre no aparecen en los estados contables), debe conformarse con estimaciones basadas preferiblemente en los flujos de ventas, por cuanto éstos deberían impactar más sobre las cobranzas futuras que las entradas históricas de efectivo.

Por supuesto, lo que se obtiene en tal caso no es el plazo estimado de cobranza, sino los *días de venta en la calle* (antigüedad promedio de las cuentas a cobrar por ventas), indicador cuyas características generales se resumen en el siguiente cuadro:

DÍAS DE VENTAS EN LA CALLE (ANTIGÜEDAD PROMEDIO DE LAS CUENTAS A COBRAR POR VENTAS)	
Numerador	Días contenidos en el período base (365, si es un año) por saldo promedio de cuentas a cobrar por venias.
Denominador	Flujo de ventas (más IVA) a lo largo del período base.
Significado general del resultado	Cuanto más bajo es, más corto es el período de formación del saldo de cuentas a cobrar por ventas.

Comentarios	* La tasa del IVA a considerar es la relacionada con las ventas que originan el saldo de cuentas a cobrar. * Si se dispusiese de datos <i>por actividad o por segmento</i> , debería tratárselos por separado, sin perjuicio de la posterior determinación del promedio ponderado de días en la calle.
-------------	---

- en principio, puede considerarse una aproximación del plazo de cobranzas, salvo cuando existan evidencias que lleven a presumir el acortamiento o el estiramiento de éste;
- podría ser comparada con la antigüedad promedio de otras empresas, si tal dato estuviera disponible.

Algunos colegas opinan que las ventas a considerar para el cálculo deben ser las hechas a crédito. La idea es buena si lo que se busca es evaluar la gestión de cobranzas de esas ventas, pero ninguna NC obliga a discriminar las ventas al contado de las efectuadas a crédito, de modo que lo más probable es que el criterio sólo pueda ser aplicado por los analistas internos que cuenten con la información necesaria.

Junto con las ventas debe considerarse el IVA relacionado, pues éste forma parte de los saldos a cobrar a clientes. La tasa a considerar debe ser la aplicable a las partidas pendientes de cobro. Si hubiera ventas del emisor de los estados contables exentas o gravadas a tasas diferenciales, será necesaria alguna estimación de la porción del saldo de deudores por ventas alcanzado por cada una de ellas.

Por lo expuesto, es preferible que el flujo de ventas (más IVA) se relacione con saldos promedio de deudores por ventas y no con su saldo final.

b) Otras consideraciones:

Las *ajustes de saldos* necesarias en relación con los créditos por ventas no deberían ser muchas. Las presuntamente más frecuentes incluyen el agregado de:

- los documentos endosados a terceros, cuando se espera que los clientes no los paguen directamente, lo que implica que el emisor de los estados deberá pagarlos a los acreedores y cobrarlos a los deudores;

- los cheques posdatados que estuvieren indebidamente incluidos en el Rubro *Caja y Bancos*.

10.- Bienes de cambio

a) Cuestiones generales:

En relación con los bienes de cambio, y a los fines de las evaluaciones de solvencia, interesa estimar los plazos de su conversión en efectivo, de modo que las comparaciones de sus saldos deben efectuarse con flujos que representen salidas. Las comparaciones con flujos de entradas sólo deberían efectuarse:

- para estimar antigüedades (períodos de formación de los saldos de los bienes);
- como *último recurso* en caso de no disponerse de información sobre flujos de salidas, pero sí de entradas.

Por las razones antes expuestas, es preferible la consideración de los saldos promedio a los finales.

Naturalmente, la valuación contable de las existencias y los flujos a ser comparados debe haberse practicado con los mismos criterios, sea que éstos se basen en costos históricos o valores corrientes. Esto no ocurriría, por ejemplo, si las existencias se tomasen a sus costos de reposición, pero el costo de lo vendido se determinase sobre la base de una cuenta como ésta:

	Existencia inicial (a costos de reposición)
Más:	Compras y costos de producción (importes históricos)
Menos:	Existencia final (a costos de reposición)
Igual a:	Costo de lo vendido

En este caso, lo que los estados contables informan como costo de lo vendido incluye también resultados de tenencia de los bienes de cambio, y el dato no es apto para su comparación con la cifra de existencias. Lamentablemente, lo único que en un caso así puede hacer el analista externo es tomar debida nota del hecho de que los indicadores que estime estarán distorsionados.

También se producen distorsiones cuando el ente emisor utiliza métodos de asignación de costos (históricos) a salidas, como PEPS (*primero entrado, primero salido*) o UEPS (*último entrado, primero salido*). Si se emplea el primero:

- los flujos de salidas (consumos de materias primas, costo de lo vendido) se habrán computado considerando los precios de las unidades más antiguas;
- las existencias estarán valuadas de acuerdo a las últimas incorporaciones.

Y lo contrario ocurre cuando se utiliza UEPS.

El signo de la distorsión varía en cada caso, dependiendo de la relación entre la; evoluciones de:

- los precios de cada uno de los bienes; y
- el índice general de precios utilizado para los ajustes por inflación.

En lo posible, deben efectuarse estimaciones de plazos de conversión en efectivo para cada componente del rubro *bienes de cambio*, para lo cual es necesario disponer de información detallada.

b) Productos terminados y mercaderías de reventa:

La conversión de estos activos en efectivo requiere dos pasos:

- su venta;
- la cobranza de las ventas efectuadas.

El lapso involucrado en el segundo paso puede estimarse utilizando los datos resultantes del estudio de los saldos de deudores por ventas.

DÍAS DE CONVERSIÓN DE LAS MERCADERÍAS PARA LA VENTA EN CREDITOS	
Numerador	Días en el período base por saldo promedio de existencias de mercaderías para la venta (productos terminados y mercaderías de reventa).
Denominador	Costo de lo vendido durante un período base.
Significado general del resultado	Cuanto más bajo es, más corto es el plazo de conversión de las existencias en cuentas a cobrar y en efectivo.

Comentarios	<p>* La valuación contable de las existencias y el costo de lo vendido debe basarse en los mismos criterios.</p> <p>* Si se dispusiese de datos por <i>actividad o por segmento</i>, debería tratárselos por separado, sin perjuicio de la posterior determinación de un promedio ponderado.</p>
-------------	--

c) Materias primas y materiales:

Respecto de estos activos, debería estimarse su plazo de consumo, para lo cual habría que aplicar un algoritmo como el descripto anteriormente.

DIAS DE CONSUMO DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LOS MATERIALES	
Numerador	Días en el periodo base por saldo promedio de existencias de materias primas y materiales.
Denominador	Consumos de materias primas y materiales durante el período base.
Significado general del resultado	Cuanto más bajo es, más corto es el plazo de conversión de las materias primas en productos en proceso, en productos terminados, en cuentas a cobrar y en efectivo.
Comentarios	<p>* La valuación contable de las existencias y el costo de lo consumido debe basarse en los mismos criterios.</p> <p>* Si la velocidad de consumo de materias primas y materiales fuese significativamente distinta, deberían efectuarse cálculos separados.</p> <p>* Si se dispusiese de datos por <i>actividad o por segmento</i>, debería tratárselos por separado, sin perjuicio del posterior cálculo de un promedio ponderado.</p>

d) Plazo promedio de realización por componente:

Una forma razonable de estimar el plazo promedio de realización de cada componente de los bienes de cambio consiste en sumar:

- el plazo medio de conversión del componente en otro activo más líquido, resultante de aplicar la ya referida fórmula:

$$(\text{Plazo total} + 1) / 2$$

- el total de días que ese activo más líquido tarda en convertirse en efectivo.

e) Plazo promedio de realización del rubro:

El plazo promedio de realización del rubro puede estimarse ponderando (sobre la base de las valuaciones finales) los promedios de sus componentes.

f) Cálculos globales:

Cuando no se dispone de información detallada sobre la evolución de los saldos de cada uno de los componentes de *bienes de cambio*, no parece haber otro remedio que trabajar con los saldos totales del rubro.

DÍAS DE CONVERSION DE LOS BIENES DE CAMBIO EN CRÉDITOS (CALCULO GLOBAL)	
Numerador	Días en el período base por saldo promedio de existencias de bienes de cambio.
Denominador	Costo de lo vendido durante el período base.
Significado general del resultado	Cuanto más bajo es, más corto es el plazo de conversión de las existencias en cuentas a cobrar y en efectivo.
Comentarios	* También se denomina <i>días de ventas en existencias</i> . * La valuación contable de las existencias y el costo de lo vendido debe basarse en los mismos criterios. * Si se dispusiese de datos <i>por actividad o por segmento</i> , debería tratárselos por separado, sin perjuicio del posterior cálculo de un promedio ponderado.

11.- Plazo medio de realización del activo corriente

Una vez calculados los plazos medios de conversión en efectivo de los diversos componentes del activo corriente puede ponderárselos por sus valuaciones finales para establecer el plazo medio de realización del activo corriente.

El procedimiento es similar al utilizado para los fondos y los bienes de cambio.

a) Razón entre los plazos medios de realización del activo corriente y de cancelación del pasivo corriente:

Si se conociesen los dos plazos medios indicados en el título, podría comparárselos para mejorar las conclusiones sobre la liquidez del emisor de los estados contables.

RAZÓN DEL PLAZO MEDIO DE REALIZACIÓN DEL ACTIVO CORRIENTE AL DE CANCELACIÓN DEL PASIVO CORRIENTE	
Numerador	Plazo medio de realización del activo corriente (en días).
Denominador	Plazo medio de cancelación del pasivo corriente (en días).
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es la solvencia en el corto plazo (dados ciertos importes del activo corriente y del pasivo corriente).
Comentarios	* Complementa la información general que da la razón de liquidez. * El analista externo raramente cuenta con todos los datos necesarios para su cálculo.

Lamentablemente, es raro que la información básica para el cálculo de ambos promedios esté totalmente disponible para el analista externo, que en la mayoría de los casos debe contentarse con relacionar los totales del activo corriente y el pasivo corriente a través de la razón de liquidez.

12.- Análisis de la rentabilidad

a) Limitaciones de la información disponible:

La información para el análisis de la rentabilidad de un ente debe buscarse principalmente en sus estados de resultados, en las notas que lo complementan y en la información adicional que pudiere estar disponible. Esto, sin perjuicio de considerar otros datos, como los referidos a los contextos en los cuales dicho ente actúa.

Un buen análisis de estados contables debería proporcionar conclusiones sobre:

- la rentabilidad del activo;
- el costo del pasivo;

Para esto, lo ideal sería que los resultados de un período (o al menos los ordinarios) se mostrasen discriminando los generados por el activo y por el pasivo, pero, en cuanto conocemos:

- esto no es habitual ni está requerido por ninguna NCP;
- en muchos estados contables, sólo aparece el importe neto de los ingresos y los costos financieros, o algunos de sus componentes;
- otros (como los preparados de acuerdo con las NICs o las NCP estadounidenses) excluyen algunas diferencias de cambio devengadas, que son imputadas a cuentas de patrimonio neto;
- que sepamos, sólo la CNV requiere (a las sociedades argentinas con cotización) que muestren separadamente los resultados financieros y de tenencia generados por el activo y por el pasivo, lo que constituye una aproximación al enfoque que nos parece adecuado.

Por lo tanto, es posible que antes de calcular indicadores o razones, haya que efectuar algunas adecuaciones de la información contenida en el estado de resultados. En los casos de falta de reexpresión monetaria en un contexto inflacionario, es posible que dicha información no sirva para ningún tipo de análisis y deba ser directamente desechada.

b) Tipos de resultados:

A los fines del análisis de rentabilidad, interesa clasificar a los resultados por su tipo y relacionarlos con los activos y pasivos que intervienen en su generación, con vistas al cálculo de:

- rentabilidades de activos en particular y de grupos de ellos;
- costos del mantenimiento de pasivos.

- Extraordinarios:

Por supuesto, la clasificación más importante es la que da lugar a la separación de los resultados entre *normales* (u *ordinario*) y *extraordinarios*.

Según los lugares, las NC utilizan distintos conceptos de resultados *extraordinarios*. La RT 8, siguiendo la tendencia mundial, considera como tales los resultados atípicos y excepcionales, que han sido de suceso infrecuente en el pasado y cuya repetición no se espera.

De acuerdo con el requisito de *atipicidad*, un resultado excepcional pero vinculado con la actividad principal del ente sería *ordinario*. Discordamos con este criterio y opinamos que un resultado cuya repetición futura sea improbable debería excluirse de cualquier proyección en materia de rentabilidad. Además, pensamos que nuestra opinión es coherente con las siguientes definiciones del Diccionario de la Lengua Española:

Ordinario: ...Común, regular y que sucede habitualmente.

Extraordinario: ...Fuera del orden o regla natural o común.

Los resultados extraordinarios a considerar deberían ser netos de sus efectos impositivos, pero en muchos estados contables el impuesto a las ganancias del período aparece en un único importe, sin indicarse las porciones asignables a los resultados ordinario y extraordinario.

-Normales:

Se consideran *normales* u *ordinarios* los resultados que no son *extraordinarios*.

1) Del activo y del pasivo:

Sería bueno poder discriminar los resultados normales generados por los activos de los ocasionados por el mantenimiento de pasivos, pero ya hemos mencionado que esta información muy pocas veces está disponible.

2) Principales:

Los resultados de los activos afectados a las operaciones principales incluyen habitualmente:

- * La ganancia bruta por las ventas de bienes y servicios, y algún eventual ajuste a su cifra;
- * Las ganancias y pérdidas de tenencia de activos no financieros (como los bienes de cambio), cuando se las reconoce;
- * Los resultados financieros relacionados con las disponibilidades, las colocaciones transitorias y las cuentas a cobrar;
- * Los gastos operativos relacionados;
- * El impuesto a las ganancias que les sea atribuible.

Se consideran también resultados principales los ocasionados por los pasivos, incluyendo:

- * Los costos financieros no capitalizados en el costo de activos producidos;
- * Los ajustes a las valuaciones de pasivos en especie;
- * El impuesto a las ganancias relacionado.

3) Secundarios:

El resultado secundario es la parte del resultado ordinario que no integra el resultado principal. Normalmente, incluye el producido de los activos que en el estado de situación patrimonial se presentan bajo un rubro de *inversiones no corrientes*.

Aunque no siempre se lo hace, la participación en las ganancias o pérdidas de una controlada cuya actividad esté económicamente integrada con la de su controlante debería atribuirse a los resultados principales de ésta, pues eso es lo que indica la realidad económica. Por supuesto, el problema de asignar estos resultados sólo se presenta en los estados individuales de la inversora, pues en los consolidados se muestran los ingresos, gastos, ganancias y pérdidas del grupo.

Idealmente, el resultado a considerar para el análisis debería ser neto de los gastos operativos atribuibles a la actividad secundaria y del impuesto a las ganancias relacionado.

c) Problemas habituales:

En las secciones anteriores señalamos la conveniencia de imputar los gastos operativos y el impuesto a las ganancias a los diversos tipos de resultados. En la práctica, esa información no está disponible, y a veces —ya lo dijimos—ni siquiera se discrimina el impuesto a las ganancias atribuible a los resultados extraordinarios.

Ante esta limitación, los principales cursos alternativos de acción son:

- computar dichos gastos e impuestos sólo cuando puede imputárselos;
- intentar algún tipo de asignación razonable.

Ejemplos:

- si hay resultados extraordinarios, el impuesto a las ganancias se presenta en un único importe, y no hay datos suficientes para calcular las porciones ordinaria y extraordinaria: calcular indicadores de rentabilidad antes *del impuesto*;
- si se presenta un único total de *gastos operativos* y se presume que los vinculados con los resultados secundarios y los generados por el pasivo son poco importantes: atribuir la totalidad de tales gastos a los resultados principales.

13.- Indicadores generales

Los indicadores de rentabilidad surgen de relacionar el resultado del período (o algunos de sus componentes) y una o más cifras que sean significativas a los efectos de la comparación, tales como:

- el patrimonio, para determinar el rendimiento de la inversión de los propietarios;
- el activo (o una parte de él), para evaluar el resultado de la inversión en él (o ella).

De manera similar, los resultados generados por los pasivos pueden relacionarse con los importes de éstos, para determinar costos porcentuales de financiamiento y compararlos luego con los rendimientos de los activos.

La incorporación en el cómputo de cifras del patrimonio, del activo, de parte de él o del pasivo obliga a definir si ellas deben ser las finales del período u otras. Nuestra opinión es favorable a la consideración de los saldos promedio anterior-

res a la adición del resultado comparado, pues de este modo pueden obtenerse indicadores más comparables con los de rendimientos de inversiones de otra índole.

a) Rentabilidad de la inversión de los propietarios:

Las razones de rentabilidad de la inversión de los propietarios (*del patrimonio*, mirada desde la empresa) se esquematizan en las siguientes ilustraciones.

RAZÓN DE RENTABILIDAD TOTAL DE LA INVERSIÓN DE LOS PROPIETARIOS (DEL PATRIMONIO)	
Numerador	Resultado total del período.
Denominador	Promedio del patrimonio (menos aportes no integrados) anterior a la adición del resultado del período.
Significado general del resultado	Cuanto más alto, mayor es la rentabilidad.
Comentarios	<p>* Cuando incluye resultados extraordinarios es útil como dato histórico, pero no sin/e para pronosticar ganancias futuras, pues no se espera que tales resultados se repitan en el futuro.</p> <p>* Puede desagregarse en una razón para la rentabilidad ordinaria y otra para la extraordinaria.</p>

RAZÓN DE RENTABILIDAD ORDINARIA DE LA INVERSIÓN DE LOS PROPIETARIOS (DEL PATRIMONIO)	
Numerador	Resultado ordinario del período.
Denominador	Promedio del patrimonio (menos aportes no integrados) anterior a la adición del resultado del período.
Significado general del resultado	Cuanto más alto, mayor es la rentabilidad ordinaria.

Comentarios	<p>* La suma de esta razón y de la referida a la rentabilidad extraordinaria debe dar como resultado la razón de rentabilidad total esquematizada anteriormente.</p> <p>* Si no se conociesen las porciones del Impuesto a las ganancias devengadas por los resultados ordinario y extraordinario, podría resultar conveniente reemplazar el numerador por el resultado ordinario antes del impuesto.</p>
-------------	---

RAZÓN DE RENTABILIDAD EXTRAORDINARIA DE LA INVERSIÓN DE LOS PROPIETARIOS(DEL PATRIMONIO)	
Numerador	Resultado extraordinario del período.
Denominador	Promedio del patrimonio (menos aportes no integrados) anterior a la adición del resultado del período.
Significado general del resultado	Cuanto más alto, mayor es la rentabilidad extraordinaria.
Comentarios	<p>* El resultado tiene valor histórico, pero no es útil para efectuar predicciones, porque no se espera que los resultados extraordinarios se repitan en el futuro.</p> <p>* La suma de esta razón y de la referida a la rentabilidad ordinaria debe dar como resultado la razón de rentabilidad total esquematizada anteriormente.</p> <p>* Si no se conociesen las porciones del impuesto a las ganancias devengadas por los resultados ordinario y extraordinario, podría resultar conveniente reemplazar el numerador por el resultado extraordinario antes del impuesto.</p>

Proponemos que el patrimonio a computar excluya los aportes no integrados de los propietarios porque, para éstos, las inversiones se producen cuando entregan dinero a la empresa. Concordantemente, al resultado del período debería quitárse-

le cualquier resultado financiero computado, debido a las diferencias de tiempo entre los momentos de suscripción e integración de los aportes de los propietarios.

Los resultados de los períodos a considerar para el cálculo de estas relaciones deben ser netos del impuesto a las ganancias, pues lo que les interesa a los inversores es el rendimiento final de su inversión. Como ya lo mencionamos, sólo se justificaría la exclusión del impuesto si:

- hubiese resultados ordinarios y extraordinarios;
- los estados contables no mostrasen la porción del impuesto asignable a cada uno de esos tipos de resultados; y
- el analista no tuviese elementos como para hacer, por sí, esa imputación.

b) Costo de financiamiento:

Este indicador se esquematiza en la siguiente ilustración:

COSTO DE FINANCIAMIENTO	
Numerador	Costos financieros y otros generados por el pasivo.
Denominador	Promedio del pasivo anterior a la adición de los costos por él generado.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es el costo de financiamiento.
Comentarios	<p>* No debería calcularse si el emisor cargase gastos financieros a los costos de producción y los importes objeto de este tratamiento no fuesen conocidos.</p> <p>* El resultado debería compararse con la rentabilidad del activo.</p> <p>* El cálculo del pasivo promedio puede requerir la adopción de supuestos simplificadores (ver texto).</p> <p>* Si existieran pasivos en especie significativos sería útil el cálculo de indicadores separados para ellos y para los asumidos en moneda.</p>

	<p>* Si existieren participaciones de terceros en sociedades controladas por importes significativos sería conveniente calcular indicadores adicionales (ver las ilustraciones 6,5 y 6,6).</p> <p>* SI se dispusiese de información sobre las monedas en que deben cancelarse los pasivos, su carácter de actualizares o no y los tipos de tasas de interés que devengan, sería interesante el cálculo de razones por separado.</p>
--	---

El cálculo del denominador de la razón de costo de financiamiento implica dificultades porque normalmente no se conocen las medidas en que los costos ocasionados por el pasivo se agregaron a éste o consumieron activos.

Por lo indicado, es virtualmente ineludible la adopción de algún procedimiento simplificado, aunque se sepa que cualquiera de ellos será imperfecto. Entre los posibles, el siguiente nos parece relativamente razonable:

- determinar la variación del pasivo durante el período cubierto por los estados contables;
- si el pasivo disminuyó, considerar que los costos de financiamiento consumieron activos;
- en caso contrario, suponer que los costos de financiamiento incrementaron el pasivo, hasta el límite del aumento de éste.

Algunos autores sugieren que como costo de financiamiento se tomen los intereses mostrados por el estado de resultados, lo cual merece algunos comentarios:

- además de los intereses, el pasivo genera otros resultados, como:
 - * las actualizaciones monetarias de deudas;
 - * las diferencias de cambio;
 - * los conceptos asimilables a los anteriores;
 - * ajustes a las valuaciones de pasivos en especie;
- las correcciones monetarias de los costos financieros nominales no siempre se deducen de éstos;
- es frecuente que en los estados contables se agrupen resultados financieros

generados por los activos y los pasivos y que, por ejemplo, se muestren:

- * el neto de las diferencias de cambio (nominales o reales) del período;
- * el neto de las correcciones monetarias de los ingresos y costos financieros nominales en un único importe de resultado por exposición a la inflación;
- cuando las NC admiten la activación de costos financieros, éstos terminan presentándose dentro de los costos de los activos consumidos (en el mismo período, en otro o en más de uno) y no como resultados generados por los pasivos.

Para ilustrar esta última cuestión, supóngase que una empresa carga al costo de una máquina en construcción parte de sus costos financieros totales, netos de los efectos de la inflación. El importe de los costos así activados recién incidirá en resultados en los ejercicios en que se vendan los bienes de cambio en cuyos costos esté cargada la depreciación de dicha máquina. Además, la porción de costos financieros contenida en el costo de las mercaderías vendidas no aparecerá explícitamente en los estados contables.³⁰

c) Participación de terceros en los resultados de sociedades controladas:

Cuando un grupo tiene socios en alguna controlada, reconoce en sus estados contables las proporciones que a ellos les corresponde sobre el patrimonio y los resultados de dicho ente. Esta última participación no es un costo financiero, pero a los efectos de ciertas decisiones (como la de adquirir dicha inversión o parte de ella) puede ser vista como tal.

En otras palabras, desde el punto de vista financiero de un grupo, las participaciones de los accionistas no controlantes en el patrimonio y los resultados de las controladas podrían verse, respectivamente, como si fueran pasivos y costos financieros, aunque contablemente no lo sean.

Si el enfoque recién presentado se considerase útil y las cifras en juego fueran significativas, podrían calcularse dos indicadores adicionales al de costo de financiamiento:

³⁰ FOWLER NEWTON, Enrique, Análisis de estados contables. Ediciones Machi, (Buenos Aires, 1996), Pág. 177.

- Para medir el "costo" porcentual de dichas participaciones de terceros;
- El que combina el costo de financiamiento y el de las participaciones de terceros.

PARTICIPACIÓN DE TERCEROS EN LOS RESULTADOS DE SOCIEDADES CONTROLADAS	
Numerador	Participación de terceros en los resultados de sociedades controladas.
Denominador	Promedio de las participaciones de terceros en sociedades controladas, anterior a la adición del numerador.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es el "costo" de financiamiento de la actividad con participaciones de terceros en los patrimonios de las sociedades controladas.
Comentarios	* El cálculo de la participación promedio debería ser análogo al del patrimonio promedio. * También puede calcularse un indicador basado en el costo de financiamiento (con pasivo) más la participación de terceros en sociedades controladas.

COSTO DE FINANCIAMIENTO Y DE LA PARTICIPACIÓN DE TERCEROS EN LOS RESULTADOS DE SOCIEDADES CONTROLADAS	
Numerador	Costos financieros y otros generados por el pasivo más participación de terceros en los resultados de sociedades controladas.
Denominador	Suma de los promedios del pasivo (anterior a la adición de los costos por él generado) y de la participación de terceros en sociedades controladas (anterior a la adición de su parte en el resultado del ejercicio).
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es el "costo" de financiamiento de la actividad con pasivos y participaciones de terceros en

	los patrimonios de las sociedades controladas.
Comentarios	* Ver los presentados en las ilustraciones anteriores.

d) Rentabilidad del activo:

La evaluación de la rentabilidad del activo requiere la comparación de los resultados que él produce con su importe, referidas respectivamente a las rentabilidades total, ordinaria y extraordinaria.

RAZÓN DE RENTABILIDAD (TOTAL) DEL ACTIVO	
Numerador	Resultado generado por el activo.
Denominador	Promedio del activo anterior a la adición del resultado por él generado.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es la rentabilidad obtenida.
Comentarios	<ul style="list-style-type: none"> * Para calcular el activo promedio puede ser necesario recurrir a simplificaciones. * El resultado debería compararse con el costo del pasivo. * Si hubiere resultados extraordinarios, debería calcularse un indicador para la rentabilidad ordinaria y otra para la extraordinaria. * Si hubiere activos afectados a actividades secundarias significativas, sería útil intentar el cálculo de razones de rentabilidad separadas para los activos afectados a las actividades principales y secundarias. * BIONDI propone que la rentabilidad del activo se calcule dividiendo la ganancia del período por el activo total. No nos parece adecuado porque el numerador incluye el efecto de resultados generados por el pasivo.

RAZÓN DE RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO	
Numerador	Resultado ordinario generado por el activo.
Denominador	Promedio del activo anterior a la adición del resultado (total) por él generado.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es la rentabilidad ordinaria obtenida.
Comentarios	<ul style="list-style-type: none"> * Para calcular el activo promedio puede ser necesario recurrir a simplificaciones. * El resultado debería compararse con el costo del pasivo. * La suma de este indicador y de la razón de rentabilidad extraordinaria del activo debería dar como resultado la razón de rentabilidad (total) del activo. * Si hubiere activos afectados a actividades secundarias significativas, sería útil intentar el cálculo de razones de rentabilidad separadas para los activos afectados a las actividades principales y secundarias.

RAZÓN DE RENTABILIDAD EXTRAORDINARIA DEL ACTIVO	
Numerador	Resultado extraordinario generado por el activo.
Denominador	Promedio del activo anterior a la adición del resultado (total) por él generado.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es la rentabilidad obtenida.
Comentarios	<ul style="list-style-type: none"> * Para calcular el activo promedio puede ser necesario recurrir a simplificaciones. * La suma de este indicador y de la razón de rentabilidad ordinaria del activo debería dar como resultado la razón de

	rentabilidad (total) del activo. * Este indicador es útil como dato histórico, pero no sirve para pronosticar ganancias futuras, pues los resultados extraordinarios no son de repetición esperada.
--	--

Vale la pena reiterar que:

- no siempre los estados de resultados muestran los generados por el activo;
- el cálculo del activo promedio puede ofrecer dificultades.

Frente al primer problema, algunos autores sugieren que al resultado del período se le sumen los intereses devengados por el pasivo. Esto sería válido si los costos generados por el pasivo sólo estuvieran integrados por intereses, pero ya hemos visto que la realidad es otra.

En cuanto al cálculo del activo promedio anterior al agregado del resultado, es necesario recurrir a alguna simplificación, pues sería raro que los estados contables permitiesen establecer en qué medidas los resultados generados por el activo incrementaron éste y disminuyeron el pasivo.

En la materia, lo que nos parece más sensato es tomar como promedio del activo la suma de los promedios del patrimonio, del pasivo y de las participaciones de terceros en sociedades controladas, determinados para calcular las razones anteriores.

En definitiva, lo que debe buscarse es una estimación razonable que no demande un costo excesivo.

e) Rentabilidad de componentes del activo:

En cuanto se disponga de la información necesaria, podrían calcularse ratios resultantes de la comparación entre:

- los resultados generados por ciertos activos o grupos de ellos; y
- sus importes promedio.

El cálculo de estos indicadores debería basarse en algoritmos similares a los empleados para determinar la rentabilidad total del activo.

RAZONES DE RENTABILIDAD DE COMPONENTES DEL ACTIVO	
Numerador	Resultado generado por el componente.
Denominador	Promedio del componente anterior a la adición del resultado por él generado.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es la rentabilidad del componente.
Comentarios	<p>* Si se desconociese el impuesto a las ganancias vinculado con el resultado producido por el componente y no pudiera estimárselo razonablemente, la razón a calcular debería basarse en la ganancia o pérdida antes del impuesto.</p> <p>* Si para la inversión en el componente se hubiese tomado financiación específica, el resultado podría compararse con el costo de ella, si se lo conociese.</p> <p>* Es recomendable calcular razones para todos los componentes significativos respecto de los cuales se disponga de la información necesaria.</p>

Aplicando la idea de calcular razones de rentabilidad por componentes podrían obtenerse ratios con los resultantes de considerar los siguientes numeradores y denominadores:

Numerador	Denominador
Resultado de la inversión en la actividad principal	Inversión en activos afectados a la actividad principal
Resultado de la Inversión en la actividad secundaria	Inversión en activos afectados a la actividad secundaria
Resultado de las inversiones en otras sociedades	Inversiones en otras sociedades
Resultado de la inversión en la sociedad A	Inversión en la sociedad A

Resultado de la inversión en un inmueble entregado en alquiler	Inversión en dicho inmueble
--	-----------------------------

14.- Indicadores basados en la cifra de ventas

Resultantes del análisis vertical del estado de resultados:

Una manera de analizar el estado de resultados consiste en relacionar sus cifras con las de ventas, a través de un análisis vertical basado en el importe de ellas. Este procedimiento facilita las tareas, pero también produce algunos indicadores sin sentido, pues hay componentes del resultado del período que no dependen de las ventas, como los siguientes:

- resultados financieros y de tenencia (del activo y del pasivo);
- resultados de las actividades secundarias;
- resultados extraordinarios.

En otros casos, como el del impuesto a las ganancias sobre los resultados ordinarios, la relación con las ventas es parcial.

Y, por supuesto, nos parece inadecuado relacionar las ventas con un resultado que incluya ajustes de ejercicios anteriores, pues, por definición, estos últimos no tienen nada que ver con el período de las ventas.

Estos indicadores son un elemento de análisis estático puesto que sirven para determinar diferencias respecto de un ejercicio a otro y buscar las causas cuando éstas sean significativas. Son llamados de atención.

RAZÓN DE COSTO DE VENTAS SOBRE VENTAS	
Numerador	Costo de ventas.
Denominador	Ventas.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, menor es la proporción de las ventas que queda para absorber los costos operativos y generar ganancias.

Comentarios	<p>* El ratio está afectado por la inclusión de costos fijos en el numerador. Si se dispusiese de los elementos (raro en el análisis externo), el estudio debería extenderse al ratio costo variable da ventas sobre ventas y a la evolución del importe absoluto del costo fijo de ventas.</p> <p>* Cuando el costo de ventas no es el de reposición, el ratio no siempre refleja la eficacia de la gestión comercial porque el numerador incluye ganancias y pérdidas de tenencia de los bienes vendidos.</p> <p>* En el mismo caso, el importe del numerador depende del criterio de asignación de costos a las salidas (primero entrado primero salido, último entrado primero salido, costo promedio ponderado, identificación específica).</p> <p>* Las razones correspondientes a diversos segmentos pueden diferir significativamente.</p> <p>* Para interpretar las razones deben considerarse diversos factores.</p>
-------------	--

RAZÓN DE GANANCIA BRUTA SOBRE VENTAS	
Numerador	Ganancia bruta de ventas.
Denominador	Ventas.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, menor es la proporción de las ventas que queda para absorber los costos operativos y generar ganancias.
Comentarios	<p>* El resultado debe ser igual a 1,00 menos la razón de costo de ventas sobre ventas, salvo que haya partidas que corrijan directamente la ganancia bruta, como un resultado por promoción impositiva que sea difícil de segregar entre ventas y costo.</p> <p>* Cuando el costo de ventas no es el de reposición, el ratio</p>

	<p>no siempre refleja la eficacia de la gestión comercial porque el numerador incluye ganancias y pérdidas de tenencia de los bienes vendidos.</p> <p>* En el mismo caso, el importe del numerador depende del criterio de asignación de costos a las salidas (<i>primero entrado primero salido, último entrado primero salido, costo promedio ponderado, identificación específica</i>).</p> <p>* Las razones correspondientes a diversos segmentos pueden diferir significativamente.</p> <p>* El resultado no debe confundirse con la contribución marginal de las ventas.</p> <p>* Para interpretar las razones deben considerarse diversos factores.</p>
--	--

Para interpretar las razones de costo de ventas y de ganancia bruta sobre ventas debe apelarse a toda la información que esté disponible en referencia a las operaciones del emisor de los estados contables, al ramo en que opera y a los contextos económicos en los cuales actúa.

RAZÓN DE GASTOS DE COMERCIALIZACIÓN SOBRE VENTAS	
Numerador	Gastos de comercialización.
Denominador	Ventas.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, menor es la proporción de las ventas que se utiliza para afrontar los gastos de comercialización.
Comentarios	<p>* El ratio está afectado por la inclusión de costos fijos en el numerador.</p> <p>* En caso de disponerse de los elementos (raro en el</p>

	<p>análisis externo) sería preferible estudiar separadamente la relación gastos <i>variables de comercialización sobre ventas</i> y la evolución del importe absoluto de los costos fijos.</p> <p>* En las empresas que venden bienes de consumo masivo, puede ser interesante calcular también la relación entre los costos de publicidad y propaganda y las ventas, para saber qué porcentaje de éstas se aplica a la promoción con vistas al futuro.</p> <p>* Al analizar estados de sociedades comerciales argentinas, debe tenerse presente que el art. 64, apart. I, inc. b) de la LSC las obliga a mostrar explícitamente algunos gastos de comercialización.</p> <p>* Las razones correspondientes a diversos segmentos pueden diferir significativamente.</p>
--	--

RAZON DE GASTOS DE ADMINISTRACIÓN SOBRE VENTAS	
Numerador	Gastos de administración.
Denominador	Ventas.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, menor es la proporción de las ventas que se utiliza para afrontar los gastos de administración.
Comentarios	<p>* Sin ser inútil, el resultado es algo volátil porque está afectado tanto por las modificaciones absolutas de los gastos de administración (normalmente fijos), como por los cambios en los volúmenes de ventas.</p> <p>* Puede ser más útil el estudio directo de las variaciones absolutas de las partidas componentes de estos gastos. Las sociedades comerciales argentinas deben</p>

	<p>mostrar algunos de esos componentes en forma explícita, por así exigirlo el art. 64, apart. I, inc. b) de la LSC.</p> <p>* Las razones correspondientes a diversos segmentos pueden diferir significativamente.</p>
--	--

RAZÓN DE GASTOS OPERATIVOS DIVERSOS SOBRE VENTAS	
Numerador	Gastos operativos diversos.
Denominador	Ventas.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, menor es la proporción de las ventas que se utiliza para afrontar los gastos operativos diversos (ejemplo: los de investigación y desarrollo que no sean capitalizarles en cuentas de activo).
Comentarios	<p>* El resultado sólo sería útil si existiesen razones para esperar que los gastos operativos diversos tengan alguna relación con las ventas (ejemplo: en un laboratorio de productos medicinales interesa conocer qué proporción de las ventas se utiliza para investigación y desarrollo).</p> <p>* En el caso de las actividades de investigación y desarrolló, puede haber costos cargados al activo, de modo que el estudio debería complementarse calculando la razón entre el total de costos del período (los activados y los cargados a resultados) y las ventas.</p> <p>* También puede ser útil el estudio directo de las variaciones absolutas de las partidas componentes de</p>

	<p>estos gastos. Las sociedades comerciales argentinas deben mostrar algunos de esos componentes en forma explícita, por así exigirlo el art. 64, apart. 1, inc. b) de la LSC.</p> <p>* Las razones correspondientes a diversos segmentos pueden diferir significativamente.</p>
--	--

RAZÓN DE GASTOS OPERATIVOS SOBRE VENTAS	
Numerador	Total de gastos operativos.
Denominador	Ventas.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es la proporción de las ventas que se utiliza para afrontar los gastos de comercialización, de administración y otros operativos.
Comentarios	<p>* El resultado es igual a la suma de las razones esquematizadas en las ilustraciones anteriores, de modo que está afectado por los problemas mencionados al comentarlas.</p> <p>* Las razones correspondientes a diversos segmentos pueden diferir significativamente.</p> <p>* Su correlato en una entidad sin fines de lucro es la razón entre el total de sus gastos de funcionamiento y el de los ingresos que obtiene ordinariamente.</p>

RAZÓN DE GANANCIA NETA DE VENTAS SOBRE VENTAS	
Numerador	Ganancia neta de ventas.

Denominador	Ventas.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, mayor es la proporción de las ventas que queda para Impuestos y distribuciones.
Comentarios	<p>* Es igual a la razón de ganancia bruta sobre ventas menos la razón de gastos operativos sobre ventas, de modo que está afectado por los problemas mencionados al comentarlas.</p> <p>* Las razones correspondientes a diversos segmentos pueden diferir significativamente.</p>

15.- Cobertura de cargos financieros

El cálculo de razones indicativas del número de veces que han sido ganados los cargos financieros puede ser útil para pronosticar si el emisor de los estados contables podrá afrontar tales costos en el futuro.

RAZÓN DE COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS	
Numerador	Resultado ordinario antes de gastos financieros y del impuesto a las ganancias.
Denominador	Gastos financieros.
Significado general del resultado	Cuanto más alto es, más solvente sería el emisor, pues más facilidad tendría para generar resultados que le permitan afrontar los pagos de intereses.
Comentarios	<p>* Algunos autores proponen que sólo se consideren los intereses y, en algunos casos, únicamente los de la deuda a largo plazo. Son criterios inadecuados, tanto por lo expuesto en el texto como porque los cargos financieros devengados por el pasivo corriente también deben ser pagados.</p> <p>* Si hubiera acciones preferidas, sería razonable que el denominador incluyera los dividendos a que ellas dan</p>

	<p>derecho.</p> <p>* La exclusión del impuesto a las ganancias es una manera fácil de homogeneizar el numerador y el denominador. Como alternativa, podrían computarse el resultado final y los gastos financieros netos de su efecto impositivo.</p> <p>* Cuando se cargan gastos financieros al costo de activos producidos, el denominador es incompleto y el resultado de la razón puede ser engañoso.</p> <p>* Un numerador negativo indica dificultades financieras, cualquiera sea el resultado de la razón.</p> <p>* Un denominador negativo hace perder importancia al resultado numérico de la razón.</p>
--	---

- además de los intereses hay otros gastos financieros;
- no tiene sentido computar los intereses y dejar de lado los otros gastos financieros, en especial cuando:

- * hay pasivos sujetos a indexación que generan actualizaciones monetarias e intereses;

- * hay pasivos en moneda extranjera que generan diferencias de cambio e intereses;

- * las tasas de intereses de los pasivos en moneda nacional no sujetos a indexación son muy superiores a las referidas en los dos incisos anteriores debido a que incluyen coberturas contra la inflación.

Las razones de cobertura son utilizadas por las calificadoras de títulos de deuda y acciones con cotización, pero sospechamos que algunas aplican fórmulas basadas en los intereses y no en el total de cargos financieros.

16.- Cálculo de puntos de equilibrio

El punto de equilibrio está dado por el nivel de ventas de determinados bienes o servicios que produce (para esa actividad) un resultado nulo.

En valores monetarios, la fórmula se deriva a partir de la siguiente igualdad, correspondiente a una situación de resultado nulo:

$$\text{Ventas} - \text{Costos fijos} - \text{Costos variables} = 0$$

que puede transformarse sucesivamente en:

$$\text{Ventas} - \text{Costos variables} = \text{Costos fijos}$$

$$\text{Ventas} (1 - \text{Costos variables} / \text{Ventas}) = \text{Costos fijos}$$

$$\text{Ventas} = \text{Costos fijos} / (1 - \text{Costos variables} / \text{Ventas})$$

Naturalmente, el problema consiste en obtener información sobre los costos fijos y los variables.

17.- Calculo de márgenes de seguridad

Cuando es posible calcular un nivel de ventas de equilibrio, también puede determinarse la diferencia entre ese guarismo y las ventas reales. Este *margen de seguridad* indica el importe en el cual podrían disminuir las ventas sin que la empresa comience a perder por su actividad principal. Es, por lo tanto, una medida de riesgo.

18.- Nuevo modelo de análisis de la rentabilidad

En la actualidad hay una nueva tendencia para el análisis de rentabilidad sobre fondos propios, que permite visualizar de mejor manera la rentabilidad en una empresa.

La nueva fórmula de rentabilidad permite un análisis más profundo de la parte operativa, financiera y no operativa de la organización.

$$u = r_o + (r_o - i) D/C + (r_n - r_o) An/C$$

donde:

$$u = U/C$$

$$r_o = R_o/A_o \text{ (neto)}$$

$$rn = Rn / An \text{ (neto)}$$

$$i = I \text{ (financiero)} / D \text{ (financiero)}$$

u = Resultado ordinario neto antes de impuestos / P.Netto que generó el resultado

ro = Resultado operativo antes de impuestos / Activo operativo neto que generó el resultado

i = Resultado de los Pasivos financieros antes de impuestos / Pasivo financiero que generó el resultado

D/C = Pasivo financiero que generó el resultado / P.Netto que generó el resultado

rn = Resultado no operativo antes de impuestos / Activo no operativo neto que generó el resultado

Ann/C = Activo no operativo neto que generó el resultado / P.Netto que generó el resultado.

Esta fórmula permite dinamizar el estudio de la rentabilidad de una empresa, permitiendo, con el uso de indicadores de riesgo y rentabilidad, ver en que parte la empresa debe mejorar para aumentar su performance (u).

CAPÍTULO V

Análisis e interpretación de los Estados Contables de Ledesma S.A.

Sumario: 1.- Introducción. 2.- Análisis de la memoria. 3.- Análisis del informe de auditoría y de la comisión fiscalizadora. 4.- Análisis horizontal y vertical. 5.- Esquema Contable reordenado para análisis. 6.- Determinación de la rentabilidad. 7.- Análisis de la rentabilidad operativa. 8.- Herramienta de análisis para ro y rno. 9.- Otros indicadores. 10.- Conclusión.

1.- Introducción

El análisis contable proporciona elementos de juicio que pueden ser de suma importancia al momento de analizar la situación financiera de una empresa, tales como cocientes, comparaciones y porcentajes.

En éste trabajo se analiza los estado contables de la empresa agroindustrial “Ledesma S. A.” examinándola desde el punto de vista de su situación patrimonial, económica y financiera. Cuando hablo de situación económica, me refiero a la eficiencia de la empresa para producir beneficios, y con respecto a la situación financiera es la capacidad que tiene la empresa de pagar sus deudas.

El balance y el estado de resultados, por si solos no son capaces de reflejar toda la complejidad de la situación patrimonial, económica y financiera de la empresa, el hecho de que la igualdad planteada en la partida doble del balance, no debe sig-

nificar que las cifras reflejen su verdadero valor. Es por eso que debe existir un plan de cuentas organizado y adecuado, información estadística al alcance del analista, una auditoria previa que demuestre que el análisis esta cimentado sobre bases correctas, etc.

Para elaborar el trabajo se usó como base de análisis los estados contables individuales (versión tradicional) ya que se quiso estudiar a la empresa tomada individualmente; lo que nada obstaría si se hubiere optado por usar los estados contables consolidados, debido a la significatividad que tiene sobre el estado contable de la empresa las inversiones en otras empresas y por cuanto dependen de sus controladas para llevar a cabo la actividad principal. En este último caso se analizaría al grupo económico al que pertenece la empresa. La decisión de qué estados contables utilizar queda librada a juicio del analista en función a la información que desee obtener.

2.- Análisis de la memoria

La "Memoria" que se presenta junto a los Estados Contables de cierre de ejercicio, es un descripción de todo lo acontecido durante el ejercicio económico, no solamente los relacionados con los aspectos netamente económicos, sino además por las relacionadas en el entorno local, nacional e internacional, que de alguna manera hayan influido, directa o indirectamente, en las decisiones de los administradores de los Entes.

La "Memoria" es confeccionada por el Directorio, órgano de gestión de las Sociedades Anónimas.

De este análisis, se observa que la empresa trabajo durante el ejercicio en un contexto de crisis, tanto internacional como nacional.

Contexto internacional y nacional

La crisis iniciada con una burbuja inmobiliaria e hipotecaria en Estados Unidos y Europa, entró a finales de 2008 en la que es probablemente la peor crisis desde 1930. La crisis se profundizó a partir de septiembre de 2008 y llevó a la quiebra, reestructuración o salvataje a muchas de las principales empresas del sector fi-

nanciero internacional. Esto a su vez, complicó la captación de fondos del exterior para aquellas empresas que lo necesitaban.

Otro de los efectos importantes que trajo aparejada esta recesión fue la disminución de la demanda mundial, y por ende, la reducción de precios de los commodities, que se tradujo en una reducción de ventas para aquellas empresas que venden sus productos al exterior.

La crisis internacional significó un freno para la economía argentina que redujo – pero no eliminó – la presión inflacionaria. A su vez, persiste la crisis energética, se registra una fuga de capitales, se restringe el crédito y aumenta la tasa de interés.

Durante el año 2008 se registraron exportaciones récord en el país por U\$S 70.589 millones, un aumento de 27% respecto del año anterior, explicado casi exclusivamente por el aumento de los precios (26%), mientras que las cantidades exportadas prácticamente no mostraron variaciones. Las importaciones del año 2008, por su parte, aumentaron un 28% respecto de 2007.

Hacia el final del año 2008 y en los primeros meses de 2009, sin embargo, se detectó un fuerte freno en el comercio exterior argentino. Las exportaciones sufrieron una caída del 16%, principalmente debido a la crisis internacional; las importaciones, por su parte, cayeron 21%.

El deterioro económico y del comercio exterior se tradujo en el empeoramiento de la situación fiscal. El sector público recauda y gasta más que nunca, pero persisten las dudas sobre la equidad y la eficiencia en ambas funciones.

Por otra parte, el gobierno nacional ha continuado con su política de impedir ajustar los balances impositivos por inflación. La prohibición de ajustar el valor de los bienes de uso reduce las amortizaciones deducibles y genera impuestos por ganancias inexistentes hasta que esos bienes estén totalmente amortizados. Para Ledesma S. A. y otras empresas, esto implica una significativa reducción del capital disponible para nuevas inversiones, las que podrían dinamizar el crecimiento económico. Por otra parte, la falta de ajuste castiga a las empresas nacionales pero no a las extranjeras (que pueden tomar el pago en exceso a cuenta de obligaciones de sus casas ma-

trices); y mientras afecta a empresas con importantes activos físicos, significa impuestos mucho menores para aquellas que tenga más pasivos que activos expuestos a la inflación. Finalmente, la falta de ajuste por inflación desincentiva la inversión y así genera más inflación.

Azúcar, jarabes y alcohol

A pesar del panorama descrito en el apartado anterior, la producción nacional de azúcar de la zafra 2008 se recuperó satisfactoriamente después de las fuertes heladas experimentadas en 2007, alcanzando las 2.286.690 toneladas, lo que implicó un incremento de 11,7% respecto del año anterior. Ledesma, por su parte, llegó a un hito histórico al superar las 400.000 toneladas de azúcar refinado, cifra 17% superior a la del ejercicio anterior.

Durante el ejercicio bajo análisis los precios promedio de venta en el mercado interno experimentaron un incremento de 17%, en tanto que los precios promedio de las exportaciones aumentaron 34%. Este aumento se debió a la disminución de las existencias mundiales derivada de la caída de la producción en algunos países exportadores, principalmente de la India. Las perspectivas actuales señalan que todavía queda margen para que los mercados internacionales del azúcar continúen mejorando.

En lo que atañe a inversiones debe destacarse, entre otros proyectos en el Complejo Agroindustrial, la instalación de una nueva caldera bagacera de alta presión que mejorará la eficiencia energética de la fábrica.

Por otra parte, Ledesma analiza la posibilidad de asociarse con el ingenio La Florida para crear una nueva sociedad.

Molienda húmeda de maíz

Con respecto a la molienda húmeda de maíz, la planta Glucovil de Villa Mercedes logró un nuevo récord de producción de 130.501 toneladas (base seca), lo que representa un incremento de 1% respecto al ejercicio anterior.

La producción se vio afectada durante el mes de junio por el conflicto y paro agropecuario, lo que significó una pérdida de producción de aproximadamente

2.500 toneladas base seca. También se sufrió una pérdida de producción por problemas en el suministro de energía eléctrica.

En cuanto a inversiones, durante el ejercicio se compró una nueva turbina a gas que comenzó a operar a fines de junio de 2009.

Por otra parte, cabe mencionar que se concretó la asociación estratégica con Cargill SA, en el negocio de molienda húmeda de maíz. La inversión total de Cargill SA asciende a 36,1 millones de dólares, lo que permitirá ampliar la actual capacidad de producción de la planta Glucovil en 50% a fin de satisfacer la mayor demanda de clientes domésticos y de mercados de exportación.

Alcohol

La producción de alcohol presentó un incremento de 14,5% sobre la de la zafra 2007, originado tanto en la mayor molienda de caña como en la mejora de la eficiencia fabril.

Por otra parte, los precios del mercado interno se incrementaron 14% y los de exportación 18%, en comparación con el ejercicio anterior.

Actualmente, Ledesma negocia la comercialización de alcohol con el gobierno nacional. A fines de mayo de 2009 la empresa presentó ante la Secretaría de Energía de la Nación su proyecto de fabricación de alcohol anhidro para combustible a través de su controlada Bioledesma SA. Una vez aprobado el mismo, la empresa podrá avanzar con las inversiones necesarias.

Papel

El ejercicio de Ledesma fue atípico en lo que respecta a su Negocio Papel, tanto en lo productivo como en lo comercial.

En lo que respecta a lo productivo, afectó a la producción la culminación de algunas inversiones y la realización de otras. Por un lado, en el ejercicio bajo estudio alcanzaron pleno rendimiento las inversiones realizadas en la planta de electrólisis y en el anillo de recuperación de soda cáustica. Como consecuencia, la producción de soda cáustica de electrólisis y la de soda recuperada lograron récords de producción. También quedaron completadas durante el ejercicio las obras de ampliación del Sistema Integral de Tratamiento de Efluentes Líquidos.

Al mismo tiempo, la producción de Jujuy debió convivir con nuevas inversiones tanto en la máquina de papel como en la planta de pulpa, ambas destinadas a incrementar las capacidades instaladas y a reducir costos.

En este contexto, la producción de pulpa blanca de bagazo alcanzó un nuevo récord histórico, pero la producción de papel obra con esta pulpa presentó una disminución del 0,7% respecto del ejercicio anterior. En definitiva, se produjo prácticamente la misma cantidad pero se redujeron los costos.

La planta de productos de librería de Villa Mercedes, por su parte, presentó una disminución programa del 4,5% en relación con el año anterior, causado por una disminución en la demanda.

En lo comercial, el año fue particularmente complicado porque a la caída del mercado interno se sumó una agresiva presencia de papeles encarpados de origen asiático.

Este aumento significativo de las importaciones tuvo su origen, en la caída estrepitosa del consumo mundial, principalmente de Estados Unidos y la Unión Europea (los dos grandes receptores del papel asiático), generando un excedente de papel cercanos a los 5 millones de toneladas anuales. A pesar de que se aceleró el cierre de plantas, el desequilibrio fue tal que el ajuste por precios no se produjo de forma normal y se generaron todo tipo de distorsiones.

Durante el ejercicio bajo análisis el Consumo Nacional Aparente sufrió una caída de 13% frente al ejercicio anterior.

La caída del consumo fue fundamentalmente absorbida por la paralización de la producción de las plantas y la salida total del mercado durante seis meses de la empresa Massuh S.A. Posteriormente, el Estado realizó un salvataje de la empresa y se hizo cargo de la operaciones con prácticas poco leales para con la competencia.

En este contexto, las ventas totales de papeles de Ledesma S.A. alcanzaron las 109.673 toneladas, constituyendo un nuevo récord a pesar de que las ventas totales de papel obra al mercado interno cayeron un 7%. Con respecto al segmento de resmitas, la marca Autor sigue manteniendo la posición de liderazgo en el mercado.

En lo que hace a los cuadernos, repuestos y blocks producidos en la planta de Villa Mercedes, las ventas tuvieron una caída del 3%, en un mercado cuya caída se estima superior al 10%. Con respecto al segmento de resmitas, la marca Autor sigue manteniendo la posición de liderazgo en el mercado.

Negocio Frutas y Jugos

Durante el ejercicio Ledesma produjo un total de 95.223 toneladas de frutas procesadas. De ese total se destinaron 53.430 toneladas a fruta fresca embalada y 39.207 a su planta de jugos concentrados.

En la planta de jugos concentrados se procesaron, además de fruta de producción propia, 51.679 toneladas de fruta adquirida a terceros, lo que permitió un mejor aprovechamiento de la capacidad instalada. Del total de la molienda se produjeron 6.476 toneladas de jugo concentrado, un nuevo récord histórico, y 264 toneladas de aceites esenciales.

La demanda del principal mercado de la Compañía, la Unión Europea, se mantuvo receptiva, permitiendo incrementar levemente (2%) las exportaciones con respecto al ejercicio anterior. El mercado se mantuvo equilibrado durante toda la campaña, con precios estables y un valor del euro bastante más alto al del año anterior. En el mercado interno se obtuvieron precios de venta similares a los registrados en el ejercicio anterior.

Negocio agropecuario

Durante el ejercicio bajo análisis la empresa produjo 128.354 toneladas de cereales, lo que representa un aumento de 2% sobre la producción del año anterior, pero 22% por debajo del estimado pre-campaña. Esto se debió a una de las sequías más severas de la historia, que significó la pérdida a nivel nacional de más de 30 millones de toneladas.

En respuesta a la sequía se modificó el plan de siembra hacia cultivos de menor demanda hídrica. Dentro del Negocio Agropecuario de Ledesma, la sequía impactó más en los cultivos de verano que en los de invierno.

Los precios también se vieron afectados durante el ejercicio bajo análisis, por causas externas e internas. Por un lado, la crisis financiera internacional redujo

los precios de los granos en más de 30%. Por otro lado, el conflicto con el sector agropecuario afectó la comercialización de granos y carnes. El cierre de las exportaciones de trigo, maíz y carnes aumentó la brecha entre el mercado internacional y el interno, impidió aprovechar excelentes precios existentes en el primer semestre del año 2008 y generó la pérdida de muchos mercados.

La producción ganadera durante el ejercicio presentó una caída de 21,5% respecto del ciclo precedente.

Dentro de las inversiones más importantes realizadas durante el ejercicio, se destacan la canalización interna de 19.000 metros de extensión en la estancia La Bellaca y la construcción de 5.000 hectáreas de terrazas en Centella.

3.- Análisis del informe de auditoria y de la comisión fiscalizadora

Estos informes ayudan (en distinto grado) a evaluar la representatividad, integridad y confiabilidad de la información contable a analizar.

Al examinar el informe de auditoria y de la comisión fiscalizadora, presentados por el ejercicio que finaliza el 31 de mayo de 2009 se observa que se aplicaron las normas de auditoria sin restricciones. Sin embargo, el trabajo de auditoría y sindicatura presentan un dictamen con salvedad indeterminada causada por una limitación al alcance.

Esta salvedad indeterminada tiene su origen en la determinación del valor de las inversiones permanentes Unión Transitoria de Empresas Área Aguaragüe y de las sociedades controladas Bridgeport Investments LLC y Calilegua S.A.

En relación a la sociedad controlada Bridgeport Investments LLC, la determinación del valor patrimonial proporcional ha sido efectuada en base a estados contables al 31 de mayo de 2009, los cuales no cuentan con informe de auditoría. Además se detalla, que con posterioridad a la emisión del informe por la auditoria al 31 de mayo de 2008, se recibió los estados contables de Bridgeport Investments LLC a dicha fecha, donde el informe del auditor contiene una limitación en el alcance por no poder confirmar la valuación por partes independientes de ciertos fondos de cober-

tura y otras inversiones privadas por U\$s 7.223.718 realizadas por Orange Creek S.A., sociedad controlada por Bridgeport Investments LLC.

En relación a la sociedad controlada Calilegua S.A., el informe de auditoria se basó en el trabajo realizado y en el informe de otros profesionales independientes en lo que respecta a la participación en las sociedades La Biznaaga S.A. y Franquicias Azucareras S.A. Adicionalmente, en relación a la inversión de esta sociedad en Bridgeport Investments LLC, el informe contiene una limitación al alcance motivada en lo descripto en el párrafo precedente.

En relación a la Unión Transitoria de Empresas Área Aguaragüe, la determinación del valor patrimonial proporcional ha sido efectuada en base a estados contables al 28 de febrero 2009 y 29 de febrero de 2008, los que no cuentan con informe de auditoria.

Por lo mencionado anteriormente, se concluye que la confianza en los estados contables es mayor debido a que el dictamen no consiste en una abstención de opinión ni contiene una opinión adversa. Sin embargo, es preciso mencionar que este aumento de confianza es mínimo, debido a la salvedad indeterminada presentada en el rubro inversiones permanentes; el cual, es un rubro importante que representa el 24,6% del activo.

4.- Análisis horizontal y vertical

En el análisis horizontal, lo que se busca es determinar la variación absoluta o relativa que haya sufrido cada partida de los estados contables en un periodo respecto de otro. Es el análisis que permite determinar si el comportamiento de la empresa en un periodo fue bueno, regular o malo.

El análisis vertical de un estado financiero permite identificar con claridad como están compuestos los estados contables. Lo que hace principalmente, es determinar que tanto participa un rubro dentro de un total global, a la vez que nos permite determinar igualmente que tanto ha crecido o disminuido la participación de ese rubro en el total global.

El análisis horizontal debe ser complementado con el análisis vertical y los distintos indicadores o razones financieras, para poder llegar a una conclusión acerca de la realidad financiera de la empresa, y así poder tomar decisiones más acertadas para responder a esa realidad.

ANALISIS HORIZONTAL				
ESTADO DE SIT. PATRIMONIAL	2009	2008	Variaciones	
ACTIVO	1.793.896	1.568.063	225.833	14,40%
ACTIVO CORRIENTE	611.620	580.748	30.872	5,32%
Caja y Bancos	26.434	11.793	14.641	124,15%
Inversiones	15.704	54.917	-39.213	-71,40%
Creditos por Ventas	132.015	121.699	10.316	8,48%
Otros Creditos	59.718	26.454	33.264	125,74%
Saldos Sociedades relacionadas	8.606	4.550	4.056	89,14%
Bienes de Cambio	369.143	361.335	7.808	2,16%
ACTIVO NO CORRIENTE	1.182.276	987.315	194.961	19,75%
Otros Creditos	2.470	2.774	-304	-10,96%
Inversiones	531.796	385.683	146.113	37,88%
Bienes de Uso	648.010	598.858	49.152	8,21%
TOTAL DEL PASIVO Y PN	1.793.896	1.568.063	225.833	14,40%
PASIVO	627.014	469.626	157.388	33,51%
PASIVO CORRIENTE	437.814	380.528	57.286	15,05%
Deudas Comerciales	119.450	128.226	-8.776	-6,84%
Prestamos Bancarios y Financieros	225.908	161.772	64.136	39,65%
Saldos con Sociedades relacionadas	36.005	26.654	9.351	35,08%
Remuneraciones y C. Sociales	33.380	30.878	2.502	8,10%
Deudas Fiscales	6.915	12.073	-5.158	-42,72%
Provision para costos y gastos	470	3.452	-2.982	-86,38%
Otros Pasivos	13.996	15.895	-1.899	-11,95%
Prevision para juicios laborales	1.690	1.578	112	7,10%
PASIVO NO CORRIENTE	189.200	89.098	100.102	112,35%
Prestamos Bancarios y Financieros	130.900	31.704	99.196	312,88%
Deudas Fiscales	31.263	32.491	-1.228	-3,78%
Otros Pasivos	561	175	386	220,57%
Prevision para juicios laborales	26.476	24.728	1.748	7,07%
PATRIMONIO NETO	1.166.882	1.098.437	68.445	6,23%

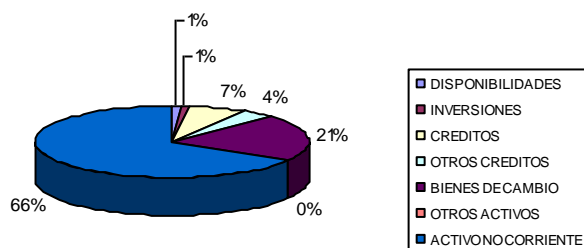
Del análisis horizontal y vertical, se observa un aumento importante (124,15%) en el rubro Caja Y Bancos, una disminución drástica en el rubro Inversiones Corrientes. Con esto se busca una mayor liquidez para afrontar compromisos a corto plazo, sin embargo se desaprovecha la posibilidad de invertir este dinero inmovilizado. Las inversiones en moneda extranjera, son las principales cuentas que disminuyeron debido a la crisis internacional.

Por otra parte, los Créditos Por Ventas sufrieron un aumento del 8,48% producto del aumento de las ventas, mientras que el rubro otros créditos tuvieron una variación impactante del 125,74%. Los primeros variaron producto del aumento de las ventas, mientras que los segundos encuentran su explicación en un aumento en Los Reembolsos sobre Exportaciones y Factor De Convergencia y en un aumento los impuestos; principalmente en el IVA, el cual aumento fruto de mayores costos de producción y gastos de comercialización (20,65%) y administración (17,18%).

Sin embargo, el Activo Corriente (sólo tuvo una variación de 5,32%) no fue gran participe en las variaciones del Activo (14,40%), debido a que sus grandes rubros (Bienes de Cambio y Créditos por Ventas) no sufrieron prácticamente alteraciones.

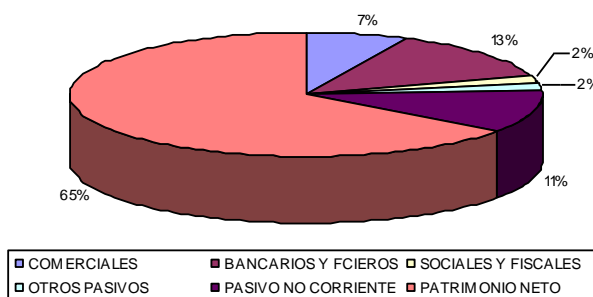
ANALISIS VERTICAL				
ESTADO DE SIT. PATRIMONIAL	2009		2008	
ACTIVO	1.793.896	100%	1.568.063	100%
ACTIVO CORRIENTE	611.620	34,09%	580.748	37,04%
Caja y Bancos	26.434	1,47%	11.793	0,75%
Inversiones	15.704	0,88%	54.917	3,50%
Creditos por Ventas	132.015	7,36%	121.699	7,76%
Otros Creditos	59.718	3,33%	26.454	1,69%
Saldos Sociedades relacionadas	8.606	0,48%	4.550	0,29%
Bienes de Cambio	369.143	20,58%	361.335	23,04%
ACTIVO NO CORRIENTE	1.182.276	65,91%	987.315	62,96%
Otros Creditos	2.470	0,14%	2.774	0,18%
Inversiones	531.796	29,64%	385.683	24,60%
Bienes de Uso	648.010	36,12%	598.858	38,19%
TOTAL DEL PASIVO Y PN	1.793.896	100,00%	1.568.063	100,00%
PASIVO	627.014	34,95%	469.626	29,95%
PASIVO CORRIENTE	437.814	24,41%	380.528	24,27%
Deudas Comerciales	119.450	6,66%	128.226	8,18%
Prestamos Bancarios y Financieros	225.908	12,59%	161.772	10,32%
Saldos con Sociedades relacionadas	36.005	2,01%	26.654	1,70%
Remuneraciones y C. Sociales	33.380	1,86%	30.878	1,97%
Deudas Fiscales	6.915	0,39%	12.073	0,77%
Provision para costos y gastos	470	0,03%	3.452	0,22%
Otros Pasivos	13.996	0,78%	15.895	1,01%
Prevision para juicios laborales	1.690	0,09%	1.578	0,10%
PASIVO NO CORRIENTE	189.200	10,55%	89.098	5,68%
Prestamos Bancarios y Financieros	130.900	7,30%	31.704	2,02%
Deudas Fiscales	31.263	1,74%	32.491	2,07%
Otros Pasivos	561	0,03%	175	0,01%
Prevision para juicios laborales	26.476	1,48%	24.728	1,58%
PATRIMONIO NETO	1.166.882	65,05%	1.098.437	70,05%

ACTIVO AÑO 2009



	2009	2008
ACTIVO CORRIENTE	34%	37%
DISPONIBILIDADES	1%	1%
INVERSIONES	1%	4%
CREDITOS	7%	8%
OTROS CREDITOS	4%	2%
BIENES DE CAMBIO	21%	23%
OTROS ACTIVOS	0%	0%
ACTIVO NO CORRIENTE	66%	48%
TOTAL DEL ACTIVO	100%	100%

PASIVO Y PN AÑO 2009



	2009	2008
PASIVO CORRIENTE	24%	24%
COMERCIALES	7%	8%
BANCARIOS Y FINANCIEROS	13%	10%
SOCIALES Y FISCALES	2%	3%
OTROS PASIVOS	2%	3%
PASIVO NO CORRIENTE	11%	6%
PATRIMONIO NETO	65%	70%
TOTAL DEL PASIVO Y PN	100%	100%

La variación en el Activo No Corriente (19,75%) es generada principalmente por el rubro Inversiones y Bienes de Uso, los cuales tienen una participación de 65,76% sobre el total del Activo No Corriente (65,91%). Las inversiones tuvieron una variación del 37,88% causado fundamentalmente por la inversión en la nueva empresa Glucovil S.A. Por su parte, el rubro Bienes de Uso solo tuvo una variación del 8,21%.

Por otro lado, el Pasivo sufrió una alteración de 33,51%, el cual se desagrega en Pasivo Corriente (tuvo una variación de 15,05%) y Pasivo No corriente (varió un 112,32% con respecto al ejercicio anterior).

A pesar de que Pasivo Corriente (15,05%) aumentó más que el Activo Corriente (5,32%), para Ledesma, esta variación no es importante debido a su magnitud.

Dentro del Pasivo Corriente, sus dos mayores rubros experimentaron variaciones diferentes. Por un lado, las Deudas Comerciales disminuyeron en 6,84% a

causa de la disminución en las compras. Por el otro, los Préstamos Bancarios y Financieros aumentaron 39,65% con respecto al año anterior resultado del aumento en los adelantos bancarios.

La variación en el Pasivo No Corriente se debe fundamentalmente al aumento en los Préstamos Bancarios y Financieros que se incrementaron en 312,88%. Sin embargo, la participación del Pasivo No corriente dentro del total global no es relevante.

Un dato a tener en cuenta es la mayor proporción de Activo No Corriente (65,91%) sobre el Activo Corriente (34,09%). En esta empresa, el rubro Bienes de Uso es la cuenta de mayor peso sobre el activo (tiene una participación de 36,12%), y es importante destacar esto ya que tener demasiado activo inmovilizado puede perjudicar en la liquidez de la empresa.

Con respecto al Estado de Resultados, se percibe que la utilidad antes de impuestos de \$126.709, que representa un 7,41% sobre las ventas, fue inferior a la del ejercicio anterior en \$24.002 (15,93%). Esto se debió principalmente a los menores resultados de las inversiones en sociedades controladas (-28,48%), a los aumentos en los gastos comerciales (20,65%) y de administración (17,18%), y al aumento de los resultados financieros negativos (724,61%), compensados por una mejora del margen bruto (27,99%).

ANALISIS HORIZONTAL				
ESTADO DE RESULTADOS	2009	2008	Variaciones	
VENTAS	1.709.674	1.400.155	309.519	22,11%
CTO MERCAD VENDIDA	-1.097.209	-921.646	-175.563	19,05%
GANANCIA BRUTA	612.465	478.512	133.953	27,99%
GS COMERCIALIZACION	-304.709	-252.558	-52.151	20,65%
GS ADMINISTRACION	-159.881	-136.446	-23.435	17,18%
RES. OTRAS SOC.	20.753	29.018	-8.265	-28,48%
OTROS IG Y EG	-1.379	-6.539	5.160	-78,91%
RES. FINANC. ACTIVOS	45.962	49.214	-3.252	-6,61%
RES. FINANC. PASIVOS	-86.502	-10.490	-76.012	724,61%
GANANCIA ANTES DE IMP	126.709	150.711	-24.002	-15,93%
IMP A LAS GCIAS	-43.581	-56.468	12.887	-22,82%
GCIA DEL EJERCICIO	83.128	94.243	-11.115	-11,79%

Durante el ejercicio bajo análisis aumentaron los precios de venta de todos los productos, pero también se registraron aumentos generalizados de precios y tarifas que impactaron en los costos de producción; entre ellos se destacan los rubros gas, urea, gasoil, y mano de obra dentro de convenio.

ANALISIS VERTICAL				
ESTADO DE RESULTADOS	2009		2008	
VENTAS	1.709.674	100%	1.400.155	100%
CTO MERCAD VENDIDA	-1.097.209	-64,18%	-921.643	-65,82%
GANANCIA BRUTA	612.465	35,82%	478.512	34,18%
GS COMERCIALIZACION	-304.709	-17,82%	-252.558	-18,04%
GS ADMINISTRACION	-159.881	-9,35%	-136.446	-9,75%
RES. OTRAS SOC.	20.753	1,21%	29.018	2,07%
OTROS IG Y EG	-1.379	-0,08%	-6.539	-0,47%
RES. FINANC. ACTIVOS	45.962	2,69%	49.214	3,51%
RES. FINANC. PASIVOS	-86.502	-5,06%	-10.490	-0,75%
GANANCIA ANTES DE IMP	126.709	7,41%	150.711	10,76%
IMP A LAS GCIAS	-43.581	-2,55%	-56.468	-4,03%
G CIA DEL EJERCICIO	83.128	4,86%	94.243	6,73%

El aumento de las ventas es producto de nuevos récords de producción y ventas, con mejoras en los precios de venta del mercado externo, en los negocios de azúcar y frutas y jugos.

Los gastos de comercialización aumentaron debido a la suba de las tarifas de fletes de larga y corta distancia; los de administración debido a la suba general de los precios y a los incrementos salariales otorgados al personal fuera de convenio como medida paliatoria del efecto de la inflación.

El aumento en los Resultados Financieros Pasivos se debió al aumento en el nivel de endeudamiento, producto de una mayor necesidad de financiación de capital de trabajo y a las inversiones que se están llevando a cabo; al aumento de las tasas de interés y a la depreciación del peso respecto del dólar estadounidense, dado que la deuda financiera que mantiene la Compañía se encuentra mayormente en dólares en líneas de prefinanciación de exportaciones.

Como consecuencia de la difícil situación económica – financiera que continúa afectando al mundo, se generó un efecto negativo en las inversiones en otras sociedades, principalmente en Calilegua S.A. y Bridgeport Investments LLC. ³¹

5.- Esquema contable reordenado para análisis

ESTADO DE RESULTADO	2009	2008
Ventas	1.709.674	1.400.155
CMV	-1.097.209	-921.643
Ganancia Bruta	612.465	478.512
Gs. De comercialización	-304.709	-252.558
Gs. De Administración	-159.881	-136.446
Otros Ing y Eg.	-5.880	-12.666
Rdos Financ y x T		
Activo	45.962	49.214
Pasivo	-21.680	-4.513
Resultado Operativo (RO)	166.277	121.543
Resultado Financiero (I)	-64.822	-5.977
Resultado No Operativo (RNO)	25.254	35.149
RESULTADO NETO (U)	126.709	150.715

Activo Operativo Neto (Aon*)	\$ 902.979,00	Pasivo financiero (D*)	\$ 189.887,00
Activo no operativo neto (Ann*)	\$ 405.912,00	Patrim. Neto (C*)	\$ 1.119.004,00
\$	1.308.891,00	\$	1.308.891,00

$$C^* = SI + \text{Mayor Valor Inv en Glucovil SA} - \text{Div ponderados en el tiempo}$$

$$C^* = 1.098.437 + 74.339 - 20.000 \times 348/365 - 40.000 \times 255/365 - 29022 \times 85/365$$

$$C^* = 1.119.004$$

$$D^* = SI + (SF - SI - \text{Rdos financieros}) \times \text{Variación en el tiempo}$$

³¹ Memoria de los Estados Contables de Ledesma S.A., correspondientes al ejercicio económico finalizado el 31 de mayo de 2009.

$$\begin{aligned} \text{Prefinanc. Export} &= 138.861 + (135.479 - 138.861 - 36125) \times 180/365 = 119.108 \\ \text{Prest fcieros} &= 5.907 + (105.373 - 5.907 - 28.697) \times 11/12 = 70.779 \\ D^* &= 119.108 + 70.779 = 189.887 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Ann}^* &= \text{SI} + (\text{SF} - \text{SI} - \text{Rdos}) \times \text{variación en el tiempo} \\ \text{Inv. En muebles e inmuebles} &= 32.544 \\ \text{Inv. En sociedades} & \\ \text{Inv. En Glucovil} &= 0 + (144.997 - 0 - 7.775) \times 3/12 = 34.306 \\ \text{Inv. En otras soc.} &= 346.855 + (348.143 - 346.855 - 12.978) \times 8/12 = 339.062 \\ \text{Total Inv. En Sociedades} &= 373.368 \\ \text{Ann}^* &= 32.544 + 373.368 = 405.912 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Aon}^* &= D^* + C^* - \text{Aon}^* \\ \text{Aon}^* &= 189.887 + 1.119.004 - 405.912 \\ \text{Aon}^* &= 902.979 \end{aligned}$$

6.- Determinación de la rentabilidad

$$\begin{aligned} u &= U/C = ro + (ro - i) D/C + (rnn - ro) \text{Ann}/C \\ ro &= RO/\text{Aon}^* = 166.277/902.979 = 18,41\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} i &= I/D = 64822/189.887 = 34,14\% \\ D/C &= 189.887/1.119.004 = 0,17 \\ (ro - i)D/C &= (18,41 - 34,14)0,17 = -2,67\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} rnn &= \text{RNO}/\text{Ann}^* = 25.254/405.912 = 6,22\% \\ \text{Ann}/C &= 405.912/1.119.918 = 0,3627 \\ (rnn - ro) \text{Ann}/C &= (6,22 - 18,41)0,3627 = -4,42\% \end{aligned}$$

$$U = 126.709/1.119.004 = 18,41\% - 2,67\% - 4,42\% = 11,32\%$$

<u>Ledesma</u>		
ro = 18,41%		
i = 34,14%	(ro - i) = -15,7%	D/C = 0,1697
m = 6,22%	(m - ro) = -12,19%	An/C = 0,3627
u = 11,32%		

La rentabilidad del PN es atractiva y tiene un nivel de D/C bajo, lo que indica una mayor eficiencia en la Actividad Operativa.

Con respecto a ro, la empresa muestra un buen aprovechamiento de los Ao debido a su alta tasa.

La Rno esta marcada en Ledesma por dos factores, por su gran proporción dentro de la organización, como así también por su alejada rentabilidad con respecto al rendimiento de su actividad principal, otorgándole una perdida de rentabilidad total, pero afirmando en negocio en varias frentes, otorgándole así mayor seguridad y estabilidad a los flujos futuros.

7.- Análisis de la rentabilidad operativa

Margen y Rotación

Para analizar la rentabilidad operativa podemos multiplicar y dividir la fórmula por las Ventas, sin que se altere la igualdad, pero logrando nuevos elementos de análisis. Así aparecen los conceptos de margen y rotación.

$$ro = RO/Aon^* = RO/Aon^* \times Vtas/Vtas = RO/Vtas \times Vtas/Aon^* = \text{margen} \times \text{rotación}$$

$$\text{Margen} = RO/Vtas = 166.277/1.709.674 = \mathbf{0,0973}$$

$$\text{Rotación} = Vtas/Aon^* = 1.709.674/902.979 = \mathbf{1,8934}$$

El margen nos indica que porcentaje de las ventas es resultado operativo. En Ledesma casi el 10% de ventas es ganancia de la actividad principal.

La rotación señala las veces que gira o se mueve la estructura de la empresa. Podemos observar que la empresa vende casi dos veces su estructura al año.

Estas dos magnitudes se mueven de manera contrapuesta y se debe encontrar la combinación que optimice ro.

Rotación de Créditos por ventas

$$\text{Rot Cred} \times Vtas = [(Vtas \text{ a cred} + IVA) + (R \times T + IVA) - Ds \text{ Incob.}] / \text{Stock}^* \text{ Cred} \times Vtas$$

$$\text{Rot Cred} \times vtas = (1.709.674 \times 1,21 + 0 + 134) / [(132.015 + 121.699) / 2] = \mathbf{16,31 \text{ veces}}$$

$$\text{Plazo Prom. de Cobranzas} = 365 / \text{Rot C} \times V$$

$$\text{P. P. Cobranzas} = 365 / 16,31 = \mathbf{22 \text{ Días}}$$

La rotación de la cartera un alto número de veces, es indicador de una acertada política de crédito que impide la inmovilización de fondos en cuentas por cobrar.

Este índice esta señalando que las cuentas por cobrar están circulando, en el 2009, 22 días; es decir, indica el tiempo promedio que tardan en convertirse en efectivo.

Por lo tanto, se advierte que Ledesma tiene una óptica política de crédito.

Rotación de Proveedores

Rot Prov = [(Compras + Gastos + IVA) + (RxT + IVA)]/Stock* Prov.

Rot Prov = [(749.204 + 304709)x1,21 + 36.649x1,21]/[(119.450 + 128.226)/2]

Rot Prov = **10,66 veces**

P. P. Pagos = 365/Rot Prov

P. P. Pagos = 365/10,6 = **34 días**

Cuanto más bajo es, más rápida es la rotación del pasivo corriente (más rápidamente se lo paga). El índice esta señalando, que los pagos por compra de bienes y servicios están circulando en el 2009, cada 34 días, es decir, indica el tiempo promedio que tardan en cancelar estas deudas.

De este indicador y del anterior, se puede concluir que Ledesma tiene un pequeño apalancamiento con los proveedores debido a que el plazo promedio de cobranza es menor en 12 días al plazo promedio de pagos. Es decir, al cobrar sus créditos por ventas la empresa cuenta con un margen de 12 días hasta pagar a los proveedores y puede utilizar este margen para llevar el día a día de la empresa (para pagar sueldos por ejemplo).

Rotación de Bienes de Cambio

Rot Bs Cbio = Costo Vtas/ Stock* Bs. Cbio

Rot Bs Cbio = 1.097.209/[(369.143 + 361.335)/2] = **3 veces**

Cuanto más alto es, más corto es el plazo de conversión de las existencias en cuentas a cobrar y en efectivo. Mientras más alta sea la rotación de inventarios, más eficiente será el manejo del inventario de la empresa.

De este indicador se advierte que la empresa mantiene un buen manejo de inventario y que vende su estructura de bienes de cambio tres veces al año

Rotación de Bienes de Uso

$$\text{Rot Bs Uso} = \text{Vtas}/\text{Stock} * \text{Bs Uso}$$

$$\text{Rot Bs Uso} = 1.709.674/[(648.010 + 598.858)/2] = \mathbf{2,74 \text{ veces}}$$

Este indicador refleja la productividad y eficiencia de las plantas y equipos en la generación de ganancias.

Ledesma vende su estructura de bienes de uso casi 3 veces al año. Es una empresa líder que trabaja a capacidad máxima.

Punto de Equilibrio

El punto de equilibrio está dado por el nivel de ventas de determinados bienes o servicios que produce (para esa actividad) un resultado nulo.

Naturalmente, el problema consiste en obtener información sobre los costos fijos y los variables. En este caso, para determinar los costos fijos y variables de Ledesma se realiza un supuesto lógico a partir de una fórmula.

A partir de la siguiente fórmula se observa que el punto de equilibrio de Ledesma en el periodo 2009 está situado en \$599.188.

$$P. eq = CF/(1 - CV/Vtas)$$

$$CT = CMV + GsCom.+ Gs.Adm.+ Otros egr e ingr. ord. + Res. tcia act. y pas. oper$$

$$CT_{08} = 1.278.612 \quad I_{08} = 1.400.155$$

$$CT_{09} = 1.543.397 \quad I_{09} = 1.709.674$$

$$Rdo_{09} = I_{09} - CT_{09} = 166.277$$

$$CV_{09} = CV_{08} * Vtas_{09}/Vtas_{08} = 1,2211$$

$$Rdo_{08} = I_{08} - CT_{08} = 121.543$$

$$Rdo_{09} - Rdo_{08} = (I_{09} - I_{08}) + (-CT_{09} + CT_{08})$$

$$Rdo_{09} - Rdo_{08} = (I_{09} - I_{08}) - CV_{09} - \cancel{CF_{09}} + CV_{08} + \cancel{CF_{08}}$$

$$CV_{09} - CV_{08} = Rdo_{08} - Rdo_{09} + I_{09} - I_{08}$$

$$1,2211 CV_{08} - CV_{08} = 121.543 - 166.277 + 1.709.674 - 1.400.155$$

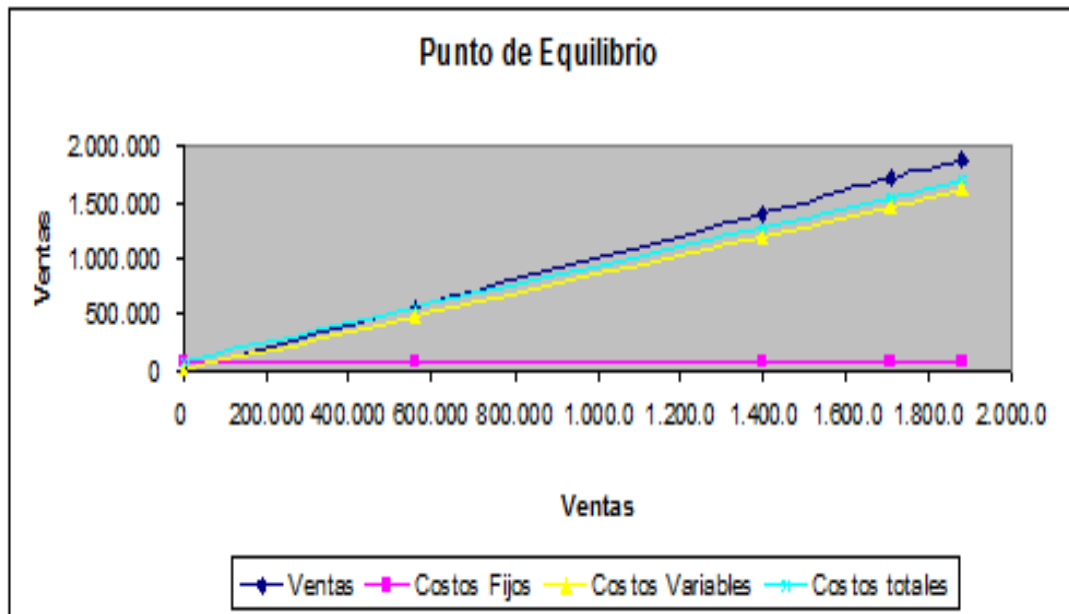
$$CV_{08} (1,2211 - 1) = 264.785$$

$$CV_{08} = 264.785/0,2211 = 1.197.794$$

$$CF_{08} = CF_{09} = CT_{08} - CV_{08} = 1.278.612 - 1.197.794 = 80818$$

$$CV_{09} = CT_{09} - CF_{08} = 1.543.397 - 80.818 = 1.462.579$$

$$P. eq = 80.818/(1 - 1.462.579/1.709.674) = 559.188$$



Ventas	C.Fijos	C.Variables	Ctos. Totales	Resultado
0	80.819	0	80.819	-80.819
559.194	80.819	478.375	559.194	0
1.400.155	80.819	1.197.793	1.278.612	121.543
1.709.674	80.819	1.462.578	1.543.397	166.277
1.880.641	80.819	1.608.835	1.689.655	190.987

8.- Herramientas de análisis para ro y rno

Lverage (manteniendo el stock)

Lverage Operativo

Este indicador muestra como evolucionan los resultados ante cambios en las ventas. Un mayor grado de Leverage Operativo significa una mayor variabilidad de los resultados, y por lo tanto un mayor riesgo operativo; a mayor proporción de costos fijos en los costos totales el Leverage es mayor.

$$LO = (\Delta R_{do\ op} / R_{do\ op}) / (\Delta V_{tas} / V_{tas})$$

$$LO = [(190.987 - 166.277) / 166.277] / [(110 - 100) / 100] = 1,49$$

Se puede observar que ante un aumento del 10% en las ventas de la Compañía, los resultados se incrementan en aproximadamente un 15%. Ledesma tiene una

baja proporción de costos fijos, por ello su lavarege operativo no es alto; y esto es importante en el contexto que se está desarrollando la empresa, ya que mantener un alto nivel de LO sería muy riesgoso para la empresa.

El cambio entonces en el RO, resulta de multiplicar el LO x incremento porcentual que se espera cambien las ventas

Ante un aumento de ventas del 10% ¿cuánto Cambia el Resultado Operativo (RO)?

Nuevo RO: 1,486 x 10: 14,86 % incremental sobre el año base

Lverage No Operativo

Este ratio indica como varían los resultados del activo ante cambios en los resultados operativos.

$$\text{LNO} = (\Delta \text{Rdo Act} / \text{Rdo Act}) / (\Delta \text{Rdo op} / \text{Rdo op})$$

$$\text{LNO} = 12,90\% / 14,86\% = 0,87$$

Lverage Financiero

El Lverage Financiero analiza la incidencia de los cambios en la utilidad del activo sobre la utilidad final.

Un grado de Lverage Financiero alto está indicando una mayor variabilidad de los resultados y por lo tanto un mayor riesgo financiero. Ledesma mantiene un nivel aceptable de 1,51.

$$\text{LF} = (\Delta \text{Rdo Neto} / \text{Rdo Neto}) / (\Delta \text{Rdo Act} / \text{Rdo Act})$$

$$\text{LF} = 19,5\% / 12,90\% = 1,51$$

Lverage Total

El Lverage Total Muestra como evolucionan la utilidad neta ante cambios en las ventas.

Ledesma no representa una empresa riesgosa debido a que la variabilidad en los resultados no es alta, y esto se ve reflejado en su Lverage Total (1,95).

$$\text{LT} = (\Delta \text{Rdo Neto} / \text{Rdo Neto}) / (\Delta \text{Vtas} / \text{Vtas})$$

$$\text{LT} = 19,5\% / 10\% = 1,95$$

E.Result.	año1	año2	Variac.%	Leverage	
Ventas	1.709.674	1.880.641	10,00%	L.O:	1,49
Costos y Gs.operat.	-1.521.717	-1.667.975			
Res.pas. oper.	-21.680	-21.680		L.N.O.:	1,95
Res.operat.	166.277	190.987	14,86%		
Res.no operat.	25.254	25.254		L.F.:	1,51
Res.activo	191.531	216.241	12,90%		
Res.Pas. Financ.	-64.822	-64.822			
Res.Netto	126.709	151.419	19,5%		

Ventas			10,00%		
ro =	18,41%	21,15%	14,86%	1,49	
u =	11,32%	13,53%	19,50%	1,31	1,95

9.- Otros indicadores

Hay otros indicadores relacionados con el análisis del pasivo y la estructura de endeudamiento que pueda tener la empresa.

Solvencia en el corto plazo

Índice de Liquidez

Se denomina liquidez corriente porque considera la totalidad de los activos de la empresa que son destinados a enfrentar los compromisos de corto plazo. Si el índice es menor a 1, la empresa no puede cubrir sus deudas de corto plazo con los activos de igual realización, pudiendo enfrentar eventualmente problemas de liquidez. En este caso, la empresa tiene un índice de liquidez de 1,40 y esto significa que por cada peso de deuda la empresa tiene \$1,40 disponible para pagarlo en el corto y mediano plazo.

$$IL = \text{Act. Cte} / \text{Pas. Cte.}$$

$$IL = 611.620 / 437.814 = 1,40$$

Índice de Prueba Ácida

Este índice es una medición mas exigente que la anterior al dejar fuera del activo corrientes los Bienes de Cambio, atendiendo a que éstos, por lo general, no son de tan fácil liquidación.

Esta prueba representa, por lo tanto, la medida en que los recursos líquidos estarán rápidamente disponibles para afrontar los compromisos de corto plazo.

Una razón igual o superior a cierto estándar (sea: 1,00) otorga cierta tranquilidad, pero una razón inferior a él no necesariamente implica la existencia de problemas.

Si Razón Ácida es menor a 1, la empresa podría suspender sus pagos u obligaciones con terceros por tener activos líquidos (circulantes) insuficientes.

Si Razón Ácida es mayor a 1, indica la posibilidad de que la empresa posea exceso de liquidez, cayendo en una pérdida de rentabilidad.

Ledesma presenta un índice menor a uno (0,55) pero no determina que esta empresa sea inestable, como se menciona en los párrafos anteriores.

Por lo tanto, se puede contemplar que la situación de Ledesma en el corto plazo es buena debido a que su tasa de rentabilidad (u) no es negativa, el flujo neto generado por las actividades operativas es positivo y su liquidez es aceptable.

$$PA = (\text{Act. Cte} - \text{Bs. Cambio}) / \text{Pas. Cte.}$$

$$PA = (611.620 - 369.143) / 437.814 = 0,55$$

Solvencia en el largo plazo

Índice de solvencia

El grado de solvencia general se considera aceptable, cuando su índice resulte mayor de dos. Esto se basa en el supuesto de que, en casos de quiebra, activos inflados, caída de precios, etc., el valor en libros de los activos no bajaría mas de un 50%; en cuyo caso y no habiendo acreedores a largo plazo, los acreedores a corto plazo cobrarían completo en caso de liquidación, salvo imprevistos y situaciones excepcionales.

Ledesma presenta un índice de solvencia muy alto ya que su Activo casi triplica a su Pasivo.

Por lo tanto, se ultima que la situación de Ledesma en el largo plazo es muy buena debido a que su índice de solvencia es muy bueno, su tasa de rentabilidad (u) es positiva y su situación en el corto plazo es buena.

$IS = \text{Activo} / \text{Pasivo}$

$IS = 1.793.896 / 627.014 = 2,86$

10.- Conclusión

El análisis realizado sobre el ejercicio finalizado el 31 de mayo de 2009 sobre la empresa Ledesma S.A. permite determinar que esta Compañía se mantiene estable a pesar del contexto económico – financiero desfavorable, tanto en el plano nacional como internacional.

A pesar de haber disminuido su utilidad con respecto al ejercicio anterior, la misma sigue siendo atractiva.

Por otra parte, mantiene una proporción deuda – capital baja, debido a su nivel de endeudamiento bajo, lo que determina que el nivel de riesgo disminuye.

Es una empresa segura que mantiene una buena diversificación del riesgo, ya que conserva una buena estrategia de inversiones.

Esta empresa familiar que apuesta a la inversión y al crecimiento antes que a la distribución de utilidades, goza de buena salud tanto en el corto como en el largo plazo.

Debido al contexto incierto nacional e internacional que se vivió durante el ejercicio, la Compañía aplicó una fuerte política de austeridad, concentrando sus esfuerzos en inversiones de carácter estratégico y en las que tienen como objetivo el aumento de la eficiencia y la productividad.

Para la temporada 2010 se prevé el mantenimiento de esta misma actitud por parte de la empresa, debido a que, aunque se pronostica un leve mejoramiento en las perspectivas económicas – financieras nacionales e internacionales, la crisis todavía persiste. No hay indicios que presuman una reducción de la presión inflacionaria, de la presión fiscal, ni de las tasas de interés.

ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO

a) General:

LAMATTINA, Oscar, Análisis de estados financieros: Un enfoque integral. Editorial Osmar Buyatti, (Buenos Aires, 2006).

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W. y JAFFE, Jeffrey, Finanzas Corporativas, Séptima edición. Edit. Mc Graw Hill, (2005).

STEPHEN Robbins y COULTER Mary, Administración, 8va Edicion, Editorial Pearson, (México, 2005).

b) Especial:

FOWLER NEWTON, Enrique, Análisis de estados contables. Ediciones Machi, (Buenos Aires, 1996).

c) Otras Publicaciones:

Estados Contables de Ledesma S.A., correspondientes al ejercicio 2009, publicados en la página web de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Artículos y material didáctico confeccionado o seleccionados por la cátedra de Estados Contables y sus análisis de la Universidad Nacional de Tucumán.

Consultas en Internet.

INDICE

Prólogo _____	<u>Pág.</u> 1
----------------------	------------------

CAPÍTULO I La Agroindustria

1.- Introducción _____	2
2.- Concepto y características _____	2
3.- Mercado Azúcar _____	4
4.- Mercado Papel _____	7
5.- Mercado Frutas y Jugos _____	9
6.- Mercado Carne _____	11
7.- Empresas agroindustriales más importantes _____	13
8.- Exportación _____	14

CAPÍTULO II Ledesma Hoy

1.- Introducción _____	22
2.- Historia _____	23
3.- Estructura _____	27
4.- Misión, visión, valores y principios _____	29
5.- Negocio Azúcar _____	31
6.- Negocio Papel _____	36
7.- Negocio Frutas y Jugos _____	39
8.- Negocio Agropecuario _____	43
9.- Responsabilidad social y medioambiental _____	46

CAPÍTULO III Estados Contables y sus Análisis

1.- Introducción _____	53
2.- Estados Contables. Concepto _____	54
3.- Objetivo de los Estados Contables _____	54
4.- Tipos de Estados Contables _____	56
5.- Tipos de análisis _____	61
6.- Adecuación de la información contable para análisis _____	63

CAPÍTULO IV Herramientas para análisis de Estados Contables

1.- Introducción _____	69
2.- Comparaciones entre datos absolutos _____	70

3.- Cálculo de razones _____	71
4.- Análisis de la estructura patrimonial _____	75
5.- Inversión en Activos no corrientes _____	88
6.- Análisis del capital corriente _____	93
7.- Análisis del Pasivo corriente _____	95
8.- Análisis del Activo corriente _____	98
9.- Créditos por ventas _____	100
10.- Bienes de cambio _____	102
11.- Plazo promedio de realización del Activo corriente _____	106
12.- Análisis de rentabilidad _____	107
13.- Indicadores generales _____	110
14.- Indicadores basados en la cifra de ventas _____	121
15.- Cobertura de cargos financieros _____	127
16.- Cálculo de punto de equilibrio _____	129
17.- Cálculos de márgenes de seguridad _____	129
18.- Nuevo modelo de análisis de rentabilidad _____	129

CAPÍTULO V

Análisis e interpretación de los Estados Contables de Ledesma S.A.

1.- Introducción _____	131
2.- Análisis de la memoria _____	132
3.- Análisis del informe de auditoría y de la comisión fiscalizadora _____	138
4.- Análisis horizontal y vertical _____	139
5.- Esquema contable reordenado para análisis _____	145
6.- Determinación de la rentabilidad _____	146
7.- Análisis de la rentabilidad operativa _____	147
8.- Herramienta de análisis para ro y rno _____	150
9.- Otros indicadores _____	152
10.- Conclusión _____	154
Índice Bibliográfico _____	155
Índice _____	156