



Universidad Nacional de Rosario
Facultad de Ciencias Económicas y Estadística
Carrera de Posgrado
Maestría en Gestión de Empresas Agropecuarias
Trabajo de Tesis

Autor: Mag. Baggini Alejandro F.

Tema: ¿Cómo analizan las entidades financieras a una empresa agropecuaria?:
modelo para el análisis económico y financiero

Director: Mag. Russo pablo

Fecha 02/06/2023

Correo electrónico: alejandrobaggini@hotmail.com

Abstract

El trabajo de investigación desarrollado a continuación, resulta ser una síntesis de un estudio de campo realizado sobre la metodología que utilizan las entidades financieras privadas para realizar un análisis económico y financiero de las compañías agropecuarias que operan con esas entidades. El informe así realizado, resulta en un resumen de lo que las diferentes entidades tienen en cuenta al momento del análisis, como así también los requisitos documentales exigidos para llevar adelante el estudio de las carpetas de crédito.

La metodología aplicada en esta investigación para la recolección de información fue la realización de consultas con los diferentes analistas de entidades que operan en la ciudad de Rosario durante el año 2022 y 2023, además de la consulta bibliográfica sobre el tema elegido, y sobre la información así recopilada de ambas fuentes, se analizan dos casos de autoría propia para la aplicación de esta metodología según lo relevado. Este análisis, será realizado sobre la base de las metodologías aplicadas en el estudio de estados contables a saber: análisis vertical, horizontal y de ratios de la información económica y financiera.

Con todo lo expuesto, se concluye que el análisis mediante ratios que se le son aplicados a las empresas industriales, comerciales y de servicios, generalmente de manera similar para todas ellas, no serían de aplicación en el caso de las empresas agropecuarias como los expuestos en los casos que en el presente se desarrollan, dado que las particularidades que presenta esta actividad (la agropecuaria), la hacen esencialmente singular al momento de realizar un análisis. De hecho, se ha verificado que, en las entidades consultadas suele existir un sector que analiza específicamente a las empresas agropecuarias, en contraste a otro sector que analiza de manera conjunta a las empresas industriales, comerciales y de servicios. Esto denota claramente, que se requiere una metodología y conocimiento propio de la actividad y de las empresas, para poder llevar adelante este análisis y el cual no consta en la bibliografía de finanzas que habitualmente se encuentra disponible para la consulta, desarrollando así por parte de cada entidad, políticas y ratios de análisis propios, aunque parecidos entre ellas.

Dedicatoria

A Cecilia, por su comprensión y apoyo en todo el tiempo que me demandó este trabajo, cubriéndome en todo momento en el cuidado de nuestra hermosa hija, Victoria.

A mi familia, por estar conmigo siempre en todo mi desarrollo académico.

A mis amigos, quienes ajustaron sus tiempos para seguir compartiendo momentos juntos.

A Pablo, quien fue mi director de tesis de grado, y es director de mi tesis de posgrado, por su apoyo y acompañamiento en todas estas etapas.

A la Universidad Nacional de Rosario en conjunto a sus profesores, por ser mis mentores y guías.

Contenido

| | |
|--|-----------|
| 1. INTRODUCCIÓN..... | 6 |
| 1.1. <i>EL PROPÓSITO DE LA INVESTIGACIÓN.....</i> | 6 |
| 1.1. <i>HIPÓTESIS.....</i> | 7 |
| 1.2. <i>METODOLOGÍA.....</i> | 7 |
| 1.3. <i>OBJETIVOS.....</i> | 7 |
| 1.4. <i>SU RELACIÓN CON LA MAESTRÍA CURSADA.....</i> | 8 |
| 2. MARCO TEÓRICO..... | 9 |
| 2.1. <i>ANÁLISIS FINANCIERO: DEFINICIÓN Y PROPÓSITO.....</i> | 9 |
| 2.2. <i>NORMAS CONTABLES RELACIONADAS.....</i> | 10 |
| 2.3. <i>ETAPAS DEL ANÁLISIS DE CRÉDITO.....</i> | 12 |
| 3. RELEVAMIENTO E INVESTIGACIÓN..... | 14 |
| 3.1. <i>Análisis preliminar.....</i> | 14 |
| 3.1.1. <i>Análisis de la empresa: aspectos cualitativos y cuantitativos básicos.....</i> | 15 |
| 3.1.2. <i>Análisis de la empresa: Documentación patrimonial.....</i> | 18 |
| 3.1.2.1. <i>Análisis de estados contables.....</i> | 20 |
| 3.1.2.1.1. <i>Estados financieros comparativos: Análisis horizontal.....</i> | 20 |
| 3.1.2.1.2. <i>Estados financieros comparativos: análisis vertical.....</i> | 21 |
| 3.1.2.1.3. <i>Análisis de Ratios.....</i> | 21 |
| 3.1.3. <i>Análisis de información post cierre de ejercicio.....</i> | 22 |
| 4. APLICACIÓN EN CASOS CONCRETOS..... | 23 |
| 4.1. <i>LA PARTICULARIDAD DE UNA EMPRESA AGROPECUARIA.....</i> | 23 |
| 4.2. <i>CASOS: EMPRESA PRODUCTORA DE CEREALES Y OLEAGINOSAS.....</i> | 24 |
| 4.2.1. <i>Análisis de un caso: LA AGRICOLA SA.....</i> | 24 |
| 4.2.1.1. <i>Análisis horizontal del balance.....</i> | 30 |
| 4.2.1.2. <i>Análisis vertical del balance.....</i> | 34 |
| 4.2.1.3. <i>Análisis de balances e información económica y financiera.....</i> | 38 |
| 4.2.1.4. <i>Ratios específicos relevados:.....</i> | 43 |
| 4.2.1.5. <i>La situación de las inversiones a largo plazo y su financiación.....</i> | 53 |
| 4.2.1.6. <i>Conclusiones del análisis de “La agrícola SA”.....</i> | 58 |
| 4.2.2. <i>Análisis de un caso: JUAN SEMILLA.....</i> | 61 |
| 4.2.2.1. <i>Análisis horizontal de la DDJJ de ganancias.....</i> | 66 |
| 4.2.2.2. <i>Análisis vertical de la DDJJ de ganancias.....</i> | 68 |
| 4.2.2.3. <i>Análisis de la DDJJ e información económica y financiera.....</i> | 69 |
| 4.2.2.4. <i>Ratios específicos relevados:.....</i> | 71 |
| 4.2.2.5. <i>La situación de las inversiones a largo plazo y su financiación.....</i> | 77 |

| | |
|--|-----------|
| 4.2.2.6. Conclusiones del análisis de “Juan Semilla”..... | 79 |
| 5. CONCLUSIONES FINALES..... | 81 |
| 6. ANEXOS | 83 |
| <i>ANEXO 1: RATIOS FINANCIEROS Y ECONÓMICOS</i> | <i>83</i> |
| <i>ANEXO 2: ENTIDADES FINANCIERAS ENTREVISTADAS:</i> | <i>85</i> |
| 7. BIBLIOGRAFÍA..... | 86 |

1. Introducción

1.1. El propósito de la investigación

El propósito de la investigación es poder relevar la metodología de análisis de crédito que realizan las entidades financieras privadas para el análisis crédito de los productores agropecuarios, en contraste con la contenida en los libros de finanzas. El cuestionamiento que surge es si esa metodología expuesta en los libros de finanzas resulta aplicable para el análisis de esta actividad y cómo la misma es llevada adelante por los analistas de crédito que se encargan de estudiar a las empresas agropecuarias.

Una idea preliminar parece indicar que la metodología que se expone en los libros de finanzas no parece ser la adecuada para el análisis de estos casos, surgiendo así la necesidad de desarrollar un marco de análisis para las carpetas de crédito de las empresas agropecuarias (sociedades o personas físicas), que permitan elaborar un informe financiero, de crédito y riesgos, como lo existen en otras actividades (comerciales, industriales, etc.) sobre las que hay basta bibliografía escrita. Se verifica en el sector agropecuario que la actividad de producción primaria no se adapta a los análisis tradicionales (definidos como fundamentales) de ratios, balances, etc., que la bibliografía de análisis de balances por ejemplo propone, sino que, al momento de llevar adelante este estudio, se presentan ciertas inconsistencias que lo hacen inapropiado, dejando traslucir la necesidad de utilizar un método diferente.

Sobre esta base, es que se plantea describir el método que las entidades financieras llevan adelante en el análisis de estos productores agropecuarios. Como fuente de información, se realiza la consulta bibliográfica que trata el tema del análisis financiero y económico de balances, para luego realizar un relevamiento a los principales bancos de la plaza de Rosario (Pcia. de Santa Fe) que los asisten financieramente, sobre la metodología que utilizan para su estudio. Luego, sobre esa información, proponer puntos de mejora, como así también analizar la validez y coherencia de ese modelo propuesto.

La lectura del presente trabajo tiene la intención de resultar en una pequeña guía que sirva a los productores primarios, como así también a sus asesores, en el armado de sus carpetas de crédito sobre aquellos puntos centrales sobre los que se centrará el análisis. En el centro de esta investigación, se encontrarán expuestos las metodologías de evaluación de las

entidades financieras más importantes de la plaza de Rosario, lo cual resulta en un aporte de valor agregado, además del aporte de la bibliografía ya conocida, que será adaptada a la situación particular de una empresa agropecuaria.

1.1. Hipótesis

El análisis fundamental basado en el estudio y comparación de ratios comúnmente utilizados en el análisis de empresas de servicios, industriales y comerciales, resulta insuficiente por sí solo para el análisis de una empresa agropecuaria (personas jurídicas o personas físicas) donde su actividad sea la de productor primario (cultivo de trigo, maíz y soja). Ello conlleva a la elaboración de ratios específicos para esta actividad, que puedan fundamentar un mejor análisis de la situación económica y financiera de los mismos, además de necesitar información adicional para un correcto análisis de estas empresas agropecuarias.

1.2. Metodología

La metodología aplicada será del tipo descriptiva, basada en la recolección de información sobre una muestra limitada a las entidades financieras más importantes de Rosario, pero en donde si bien la recolección se realiza en esta localidad, esas políticas así relevadas son las mismas en otros puntos del país para esa misma actividad. La recolección de esta información será mediante el contacto con cada una de las entidades y en especial con diferentes analistas, organizando esos contactos mediante consultas en donde se efectuarán preguntas estructuradas y relacionadas al tema tratado que sirvan de guía para la conversación, para luego realizar su análisis.

1.3. Objetivos

Los objetivos definidos para llevar adelante esta investigación serán los siguientes:

Objetivos generales

- Recabar información sobre la metodología de evaluación de crédito que se aplica a los productores primarios.
- Desarrollar la metodología existente sobre la base de lo relevado.

Objetivos específicos

- Relevar la metodología de evaluación de créditos llevadas adelante a los productores primarios en las principales entidades financieras de Rosario.
- Realizar un análisis sobre la información recopilada para contrastarla sobre la que la bibliografía proporciona.
- Elaborar una metodología de análisis de créditos que aporte una mirada específica sobre los productores agropecuarios en particular que resulte de la información relevada.
- Aplicar la metodología propuesta, en el análisis de dos casos de productores agropecuarios (una persona jurídica y una persona física)
- Elaborar conclusiones que rechacen o aprueben la hipótesis propuesta.

1.4. Su relación con la maestría cursada

El planteo de la hipótesis surge del cuestionamiento hacia el análisis fundamental que se enseñan en las materias de finanzas en las carreras ciencias económicas y en sus posgrados, con respecto a las actividades industriales, comerciales, de servicios, etc., pero sin nombrar en ningún apartado a las empresas agropecuarias. Ello lleva al estudio por parte del presente autor sobre la temática, y al desarrollo del tema correspondiente. Resulta importante según el punto de vista del autor, que conste una metodología que pueda irse desarrollando en próximos trabajos además del presente, para abordar en profundidad la temática dado el peso que tiene en Argentina el sector agropecuario.

2. Marco teórico

2.1. Análisis financiero: Definición y propósito

El análisis financiero es una metodología de estudio de información económica y financiera de las compañías, en la que mediante el uso de cálculos de determinados indicadores, se pueden hacer inferencias sobre el estado de situación actual de las empresas, como así también estimar su desarrollo y desenvolvimiento futuro. Además, estas razones permiten la comparación entre diferentes períodos de cada compañía, la fijación de políticas estratégicas para toma de decisiones, y también la comparación entre competidores del mercado.

A estos efectos, existen numerosos indicadores¹, pero pueden agruparse los mismos dentro de los siguientes grupos expuestos a continuación:

- 1) **Ratios de liquidez**: permiten tener un panorama de la solvencia de la compañía para afrontar las deudas de corto plazo en término. Dentro de este grupo, encontramos los indicadores de liquidez, prueba acida, capital de trabajo, entre otros.
- 2) **Ratios de gestión o actividad**: son aquellas razones que permiten analizar la efectividad y la eficiencia de la empresa. Están orientadas a estudiar las ventas, períodos de cobros, de pagos, rotación de stocks, etc.
- 3) **Ratios de endeudamiento**: Dentro de las fuentes de financiamiento de la empresa, se encuentra la financiación con terceros. Estas razones permiten analizar la proporción entre la financiación de terceros, y el capital propio. Componen este grupo, las razones de endeudamiento y apalancamiento.

¹ Para mayor detalle de los diferentes ratios utilizados, puede consultarse el “ANEXO N°1”

- 4) **Ratios de rentabilidad:** permiten medir la rentabilidad del capital de la compañía, y determinar mediante ello, si la inversión realizada en ella resulta productiva con respecto a proyectos alternativos. Su función, es estudiar la asignación eficiente de capital. Dentro de este grupo, se encuentran las razones que miden la rentabilidad de los activos, ratios de rentabilidad del capital, entre otros.

La información de la cual se nutren estos ratios o razones así definidos, tienen como origen la información económica y financiera que las compañías proporcionan en sus balances, memorias y notas anexas que suelen ser solicitadas por las entidades financieras. Su aplicación, es bastante conocida en las empresas de servicios, industriales y comerciales, de la cual se puede hallar basta bibliografía escrita. No sucede lo mismo con las empresas agropecuarias, donde las particularidades de la actividad le exigen ciertas modificaciones para su implementación.

De los mismos, solamente serán desarrollados aquellos que, mediante el trabajo de campo, han sido identificados como útiles para el análisis de una empresa agropecuaria.

2.2. Normas contables relacionadas

Un aspecto importante a tener en cuenta antes del comienzo del análisis, es que encontraremos algunas partidas dentro del estado de resultados y en el estado de situación patrimonial de una persona jurídica con actividad de productor primario, que no son comunes al resto de las actividades, y que hay que comprender para luego ser incluidas dentro del estudio de los casos y confeccionar de ratios. Estos se desprenden de la resolución técnica n° 46², aprobada por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, y solo para mencionar los aspectos más importantes, se incluyen a continuación:

² FACPCE. (2018). Resolución Técnica n° 46. Obtenido de https://consejo.org.ar/storage/attachments/RT_FACPCE_N46.pdf-RY0Y51CE6D.pdf

➤ **Estado de situación patrimonial:**

- **Activos biológicos:** es una planta o animal vivo utilizados en la actividad agropecuaria. Estos pueden estar en desarrollo, en producción o terminados.
- **Semenera:** Es una partida que encontremos en el estado de situación patrimonial, dentro del rubro del activo, que refleja los insumos y servicios utilizados para implantar y proteger al cultivo. Ejemplo de los insumos tenemos: semillas, fitosanitarios y fertilizantes valuados al costo de reposición al momento del uso. Por otro lado, se incluyen también las labores de preparación, implantación, protección, etc., arrendamientos o costo de oportunidad de la tierra, entre otros.

➤ **Estado de resultados:**

- **Resultado por producción:** es el valor de los productos obtenidos al momento de su obtención (cosecha, recolección, etc.), sumando/restando la valorización/desvalorización registrada por estos activos biológicos durante el período, menos los costos devengados durante el período atribuible a su transformación biológica hasta que obtengan las condiciones necesarias para ser vendidos.
- **Resultado por valuación de los bienes de cambio a su valor neto de realización:** Son los resultados originados en la valorización o desvalorización de los bienes originados en la producción agropecuaria, pero que se sucedieron con posterioridad a la obtención de esos bienes (luego de la cosecha, recolección, etc.,).

Los ratios que serán desarrollados en el presente trabajo, tendrán la finalidad de servir al análisis de una compañía agropecuaria (productor primario de trigo, maíz, soja en este caso) en formato de persona física y persona jurídica, para determinar su grado de aplicabilidad, y en qué medida deben modificaciones para lograr una mejor adecuación de

los mismos, teniendo en cuenta que, dado lo comentado anteriormente, habrá partidas específicas para esta actividad.

2.3. Etapas del análisis de crédito

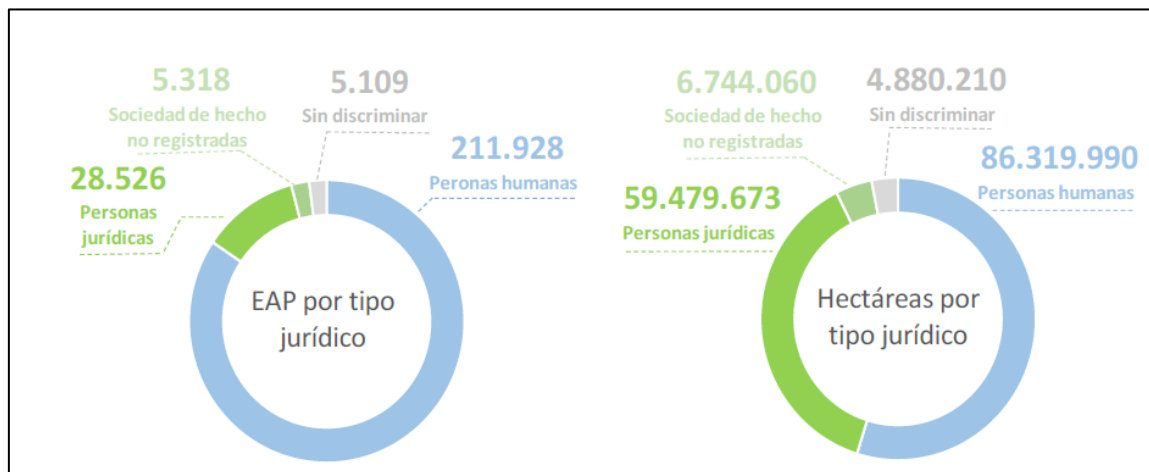
En el presente apartado, serán expuestos los pasos y métodos disponibles según la bibliografía consultada y las consultas realizadas, para un proceso de análisis de crédito. Un aspecto importante que será tratado en este desarrollo es la diferenciación de los dos tipos de empresas a evaluar: aquellas constituidas como sociedades (SA, SRL por ejemplo) y las que se encuentran constituidas como personas físicas (Empresas unipersonales). La justificación en el diferente tratamiento resulta crucial dado que, en el agro argentino, la forma jurídica en la que se organiza la producción es mayormente como persona física, pero también se encuentra un porcentaje no menor de sociedades.

Continuando con lo expuesto en el párrafo anterior pero respaldado en números que permitan constatar lo expuesto, pueden citarse los resultados preliminares del Censo Nacional Agropecuario del 2018³ expuestos a continuación en la “Figura n°1”, donde se indica que de las 250.881 explotaciones agropecuarias (EAP) relevadas en total, el 84% de estas tienen tipo jurídico de personas humanas (empresas unipersonales) y luego, por orden de importancia, le siguen las EAP conformadas como sociedades (SA, SRL, entre otros) representando el 11% del total. Siguiendo de estas, las sociedades de hecho no registradas con un 2%, y, por último, las explotaciones sin discriminar tipo jurídico, que también representa un 2%. En cantidad de hectáreas, la forma de personas físicas explota el 54.83% de las hectáreas, siguiendo luego las personas jurídicas con el 37.78%, las sociedades de hecho con el 4.28% y las formas jurídicas sin discriminar con el 3.10%.

³ Instituto Nacional de Estadística y Censos - I.N.D.E.C. (2019). Censo Nacional Agropecuario 2018: resultados preliminares (Libro digital, PDF ed.). Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina: Instituto Nacional de Estadística y Censos - INDEC.

Figura n° 1

Explotaciones y superficies agropecuarias por tipo jurídico. Total, país al 31 de diciembre de 2017



Fuente: INDEC. Censo Nacional Agropecuario 2018. Resultados preliminares.

Es por ello, como fue mencionado en el párrafo anterior, la importancia que en el presente trabajo van a recibir la forma de organización como persona física y sociedades, y el análisis que se deriva de las mismas.

3. Relevamiento e investigación

Lo que a continuación se desarrolla, constituye un resumen de lo que el propio autor ha elaborado en base a las consultas realizadas en las entidades financieras que asisten a productores, como la información obtenida de la bibliografía consultada, según lo indicado en la introducción del presente trabajo.

3.1. Análisis preliminar

En primera medida, se procede a identificar a que tipo jurídico que se va a analizar, para determinar el “check list” documental a solicitar y cumplir con los aspectos regulatorios de conocimiento cada entidad realiza sobre cada cliente. El detalle es el siguiente:

- Personas Físicas:
 - DNI de curso legal en el país
 - Impuesto o servicio a su nombre para determinar el domicilio real de la persona.
 - Última declaración jurada de ganancias o comprobantes de monotributo en su caso
 - Constancia de CUIT en donde pueda verificarse la actividad comercial en la que se está inscripto

- Personas jurídicas (SA y SRL):
 - Estatutos y modificaciones, donde se verifique el objeto social
 - Actas de autoridades debidamente inscriptas en los registros respectivos
 - Último balance de la compañía certificado
 - DNI de directores / socios gerentes, adicionando sus respectivas constancias de CUIL o CUIT en caso de corresponder

- Constancia de CUIT en donde pueda verificarse la actividad comercial en la que se está inscripto
- Estructura societaria de la compañía (¿Quiénes son sus accionistas (SA) o socios (SRL) y en que porcentajes?)

Con este conocimiento inicial, las entidades realizan los siguientes chequeos previos, antes de iniciar un vínculo comercial dado que poseen normas regulatorias que así se lo exigen:

- Inhabilitaciones en Banco Central de la República Argentina: se determina si los socios/accionistas, personas físicas unipersonales, o las sociedades, poseen cheques rechazados con categoría “SIN FONDOS” en la base central de cheques rechazados, que los inhabilite a operar como cuenta correntistas.
- Inhabilitaciones producto de integrar bases de terroristas o clientes con potencial riesgo reputacional⁴ que pueda originar cuestionamientos a la entidad. Esto también contempla aquellos clientes que operan con clientes/proveedores en países prohibidos (Ej. Irak) o poseen actividades prohibidas según las políticas de cada entidad (Ej. Producción de armas).

Completo este breve análisis en donde se determina la decisión o no de comenzar una relación comercial, se avanza con el siguiente paso que resulta estar orientado al propio negocio de la empresa (física o jurídica) a evaluar y que es desarrollado en los siguientes apartados.

3.1.1. Análisis de la empresa: aspectos cualitativos y cuantitativos básicos

⁴ Según la comunicación “A 6729” del BCRA, se define al riesgo reputacional como aquel que está asociado a una percepción negativa sobre la entidad financiera por parte de los clientes, contrapartes, accionistas, inversores, tenedores de deuda, analistas de mercado y otros participantes del mercado relevantes, que afecta adversamente la capacidad de la entidad financiera para mantener relaciones comerciales existentes o establecer nuevas y continuar accediendo a fuentes de fondeo -tales como en el mercado interbancario o de titulización. Esta normativa, alcanza no solo a las entidades financieras, sino también a las sociedades de garantía recíproca.

En esta etapa, se realiza un informe en base a la información proporcionada por los representantes de la empresa⁵ a ser evaluada. Ello debería permitir conocer su actividad, iniciación en el negocio, y otros aspectos inherentes a su organización. Una guía de los temas tratados y de la información a recopilar resulta ser la siguientes:

A. Breve descripción de la historia de la compañía

- ¿Cómo inició la empresa su actividad comercial?
- ¿Quiénes la iniciaron?
- ¿Con que recursos contaban?

B. Proceso productivo

- Descripción de las actividades llevadas a cabo por la empresa
- ¿Qué requerimientos técnicos para desarrollar la actividad (maquinarias, personal clave, conocimientos, etc.) son necesarios y/o resultan claves?
- Gastos de estructura estimados para la actividad propiamente agro (honorarios, veterinarios, ingenieros, etc.)

C. Insumos/proveedores

- Principales insumos necesarios para la actividad
- Origen de los insumos (local/importación)
- Principales proveedores y las condiciones de pago que posee la empresa

D. Productos/clientes/competencia

- Estado del mercado de los productos que la empresa comercializa
- Principales clientes y su concentración en el total de las ventas
- Condiciones de venta que le otorga a sus clientes.
- Estacionalidad de ingresos.

⁵ Entiéndase por “empresa” a las personas físicas o jurídicas indistintamente

- Marco regulatorio (influencia de políticas gubernamentales en el negocio):
- Competencia

E. Inversiones en activos fijos

- Inversiones en activos fijos que posee la compañía
- Estructura de financiamiento de esas inversiones
- En caso de poseer campos propios, indica ubicación y cantidad de hectáreas

F. Socios/accionistas - management

- Detalle de accionistas o socios en su caso
- Equipo directivo en caso de poseer
- Cambios producidos la dirección de la empresa y como se daría su continuidad
- Conformación del management
- Estructura decisoría de la compañía
- Aclaración de antecedentes negativos provenientes de fuentes externas (si existieran)

G. Empresas vinculadas

- Muy sintética descripción de la actividad de las empresas vinculadas

H. Sistema financiero

- Bancos con los que opera
- Detalle de líneas de crédito otorgadas- montos - plazos – amortización exigida - garantía (si la hubiera)
- Aclaración de antecedentes negativos provenientes de fuentes externas (si existieran)

I. Información de producción y de campaña

- Detalle de los rendimientos de la campaña anterior en cantidades y precios.
- Detalle de la campaña en curso: hectáreas sembradas, fechas de siembra y cosecha estimada.

La respuesta a todas estas preguntas permite analizar la empresa desde el punto de vista cualitativo y cuantitativo básico, tanto del propio negocio como de las personas que llevan adelante la actividad en la organización. Sobre la respuesta que se vaya obteniendo de las mismas, se irán determinando las fortalezas y debilidades en los diversos aspectos de la organización.

3.1.2. Análisis de la empresa: Documentación patrimonial

Para el armado de una carpeta de crédito, además de la documentación del punto 3.1. (la cual es coincidente en algunos ítems), se suele solicitar documentación adicional. Es aquí donde se verifica la mayor diferencia en lo que respecta a una sociedad unipersonal, de una sociedad como lo puede ser una SRL o una SA. Esa diferencia se plasma en la documentación patrimonial que cada una debe presentar y en algunos aspectos propios del análisis que serán tratados posteriormente:

- **Documentación patrimonial según tipo jurídico:**
 - Personas físicas (empresas unipersonales):
 - Declaración jurada de los dos últimos años certificada por contador público o declaración jurada de ganancias de los dos últimos años si su presentación es voluntaria
 - Si se presentan las declaraciones juradas de ganancias, se debe acompañar a las mismas, con las respectivas pantallas SIAP.
 - En el caso de monotributistas, los últimos 6 monotributos y sus pagos.
 - Sociedades:
 - Últimos dos balances certificados
 - Actas de aprobación de balances y distribución de utilidades debidamente inscriptas en caso de corresponder

- **Documentación patrimonial común (persona física y jurídica):**
 - Declaración de saldos actualizados:
 - **Ventas post cierre de ejercicio** (sin impuestos, e indicar si son ventas al mercado interno y cuales son del mercado externo)
 - **Créditos por ventas:** saldo total cuentas a cobrar actualizado, detallando además el monto adeudado por los **10 principales clientes.**
 - **Proveedores:** saldo total de cuentas a pagar actualizado, detallando además saldo de deuda con los **10 principales proveedores.**
 - **Stock de bienes de cambio a la fecha**
 - Declaración de deuda bancaria actualizada indicando en cada banco la línea otorgada, la garantía de la línea, las cuotas restantes y el monto de cuota que se abona mensualmente.
 - Último EECC de empresas vinculadas y controlantes en caso de haberlas.
 - Manifestación de bienes de la persona física, de accionistas o socios, indicando el tipo de bien, dirección en caso de ser inmuebles, y valor de mercado aproximado. En el caso de algunas entidades, se solicita tasación de los inmuebles.

Toda la información solicitada en este apartado es la que va a “nutrir” a los sistemas informáticos de análisis, proporcionando luego un informe de ratios calculados, el cual va se adiciona al estudio cualitativo expuesto en el punto 3.1.1⁶ de este trabajo.

Con respecto a la diferencia entre una persona física o una persona jurídica en el aspecto documental, algunas entidades suelen suplir la diferencia de no tener un balance en las personas físicas, haciendo que los productores complementen de manera manual un Excel o formulario que simula ser un estado de situación patrimonial y estado de resultados de

⁶ Este punto se encuentra desarrollado en página n° 16 del presente.

sociedades, el cual a veces requiere además que sea certificado por contador público y es en gran medida más amigable para los sistemas internos.

3.1.2.1. Análisis de estados contables

El análisis de estados contables es un proceso analítico y crítico basado en el estudio en detalle de la información patrimonial (balance, DDJJ de ganancias o declaración jurada en el caso de personas físicas) tanto en el período presente como pasado, de los resultados de la empresa. El objetivo de este análisis es establecer mediante la comparación entre diferentes períodos de la propia compañía, y de otras compañías comparada con ésta que sean similares, para determinar la marcha de los negocios y poder hacer proyecciones sobre la marcha giro comercial.

Este proceso, se lleva delante en tres pasos:

- 1) Análisis horizontal**
- 2) Análisis vertical**
- 3) Análisis de ratios financieros y económicos**

Estos tres tipos de análisis serán realizados en particular sobre el estado de situación patrimonial y el estado de resultados. Se deja de lado el análisis correspondiente al estado de flujo de efectivo, que, si bien presenta cierta utilidad, no es información sobre la que los analistas tomen decisiones, dado que consideran más importante el resto de la información contemplando a ese apartado como información adicional, pero no determinante. Por ello, no será expuesto en el presente trabajo análisis alguno sobre el mismo. Por último, en el caso de las personas físicas, puede realizar un estudio similar, pero no hay un balance como fuente de información como se verá más adelante, y por consiguiente, es otro el origen de la información será otro.

3.1.2.1.1. Estados financieros comparativos: Análisis horizontal

Esta técnica consiste en la comparación de partidas para obtener la variación absoluta o relativa, de un período a otro. Permite determinar a simple vista, aquellas variaciones importantes que sean consecuencia de algún cambio brusco en la empresa.

La fórmula para llevar adelante este análisis es la siguiente:

$$\underline{\text{TASA DE VARIACIÓN}} = \left(\frac{\text{Valor en período } t_2}{\text{Valor en período } t_1} - 1 \right) \times 100$$

Ejemplo de su aplicación: acumulación de stocks, aumento considerable de cuentas por cobrar o pagar, entre otros.

3.1.2.1.2. Estados financieros comparativos: análisis vertical

Este análisis, se lleva a cabo para determinar el peso de cada una de las partidas, dentro del grupo al que pertenecen. Es así, como puede entonces saberse cuanto representa por ejemplo las cuentas por cobrar sobre el activo corriente, o el saldo de caja dentro de este mismo grupo o más importante aún, el peso de las diferentes fuentes de financiación de una compañía dentro del total del pasivo. También se aplica este tipo de técnicas a las partidas del análisis de resultados para calcular la incidencia de costos.

La fórmula para llevar adelante este análisis es la siguiente:

$$\underline{\text{PESO RELATIVO}} = \left(\frac{\text{Valor de la partida en } t_x}{\text{Valor del grupo al que pertenece en } t_x} - 1 \right) \times 100$$

3.1.2.1.3. Análisis de Ratios

Esta metodología es sin dudas la más conocida y practicada. Con su aplicación se puede estudiar las fortalezas y debilidades de la situación económica y financiera de una empresa. Los ratios económicos permiten comparar el resultado con diversas partidas del

balance, obteniendo así rentabilidades y pesos relativos. Por otro lado, los ratios financieros permiten estudiar el uso de las fuentes de financiación con respecto a ese proyecto/empresa.

A modo de ejemplo, pueden encontrarse en el “ANEXO N°1” un listado de diferentes ratios y las diferentes interpretaciones que se realizan de cada uno de ellos.

3.1.3. Análisis de información post cierre de ejercicio

Como bien es sabido, la información contenida en los estados contables y en las DDJJ de bienes personales o ganancias en su caso, es información que suele estar desactualizada dado que corresponde a períodos de cierre de cada ejercicio y, por otra parte, su presentación ante los organismos fiscales (fechas que comandan la confección de esta información) suele ser a los cinco o seis meses desde su confección, lo que las deja muy desfasadas en el tiempo.

Por lo anteriormente expuesto, es que la información patrimonial común solicitada en el punto 3.1.2.⁷ antes indicado, viene a salvar este problema dado que la misma contiene información actualizada relacionada a las deudas comerciales y financieras, la facturación a la fecha, el stock actualizado, etc., que generalmente es cercana a la fecha del análisis, y permite comparar su variación en su caso, contra la información del cierre de ejercicio para poder investigar sobre el origen y sus variaciones.

Por lo tanto, la información post cierre de ejercicio al igual que el planteo productivo de la campaña, es crucial para el análisis a ser realizado y suele ser plasmada en formularios específicos de cada entidad, firmados por los propios productores en carácter de declaración jurada, en la mayoría de los casos.

⁷ Para mayor detalle, puede consultarse la página n°18 del presente.

4. Aplicación en casos concretos

Con el relevamiento realizado en cada una de las entidades indicadas en el “ANEXO II”, se procedió al análisis de dos casos modelo, de elaboración propia del presente autor, pero basados en gran parte en datos reales para de esta manera exponer como resulta aplicada la metodología relevada y las propuestas de mejora. A medida que se desarrolla cada uno, se hacen las diferentes observaciones sobre los ratios aplicados, y su utilidad en los respectivos casos.

4.1. La particularidad de una empresa agropecuaria

Los análisis de crédito y de riesgo, suelen realizarse con una cierta metodología estándar (ratios financieros y económicos) a la que luego se le adiciona algún indicador específico que permite realizar un análisis con mayor profundidad. Estos indicadores suelen ser propios de un mercado, por el cual las compañías pueden ser comparadas entre sí. Ejemplo de ellos se puede mencionar en las compañías de cable en relación con el número de clientes activos o abonados que poseen, o en una compañía telefónica la cantidad de líneas activas, etc. De esta forma, se aplica sobre la compañía un conjunto de herramientas estándar, y luego, se realiza un análisis específico con ratios particulares como los mencionados para poder compararlas entre organizaciones similares.

Con respecto a las empresas agropecuarias, las particularidades que las mismas presentan y que hacen difícil su evaluación con esa metodología estándar, son:

- a) Su principal proceso y producto, está relacionado con un activo biológico que presenta diferentes valores según el momento en el que se lo valúe, por el solo hecho del cambio que el paso del tiempo produce sobre los mismos.
- b) Existe un factor tierra productivo que es una parte importante del proceso, y determina en muchos casos de manera previa el resultado de esa explotación. Además, es un activo de alto valor económico e inmovilizado.
- c) El clima constituye en algunas producciones una variable importante y sobre la que no se tiene control.

- d) Los ciclos productivos son largos, y estos además originan ingresos en épocas específicas del año, en donde luego en el resto de las mismas, hay únicamente erogaciones. Esos ingresos y egresos irregulares es uno de los factores por los cuales los ratios financieros a veces no resultan aplicables en su firma tradicional (ejemplo, liquidez).

4.2. Casos: Empresa productora de cereales y oleaginosas

Como primer caso para el desarrollo de una metodología de evaluación que concentre lo relevado en las consultas realizadas y la bibliografía examinada, se analizan dos empresas productoras (una persona física y jurídica) con motivo de desarrollar su valuación de crédito. Los puntos centrales del análisis serán los siguientes: patrimonio, capacidad de repago y planteo de producción, ayudado con información post cierre de ejercicio y fuentes externas que permitan validar la razonabilidad de los datos. Las fuentes de información según lo relevado son: los balances de la compañía (en el caso de ser persona jurídica, los cuales a su vez se encuentran ajustados por inflación) y DDJJ de ganancias y bienes personales en el caso de personas físicas, con información post cierre de ejercicio e información sobre la campaña en marcha. La campaña en curso, al igual que la información post cierre de ejercicio, será relevada según formularios internos de cada entidad que el productor debe completar, o por las propias declaraciones de este en reuniones que se llevan adelante con el analista de créditos. La utilización de formularios internos que utilizan las entidades, tiene como finalidad la exigencia de completarlos íntegros, y por otro, organizar y estandarizar los datos para el ingreso en los respectivos sistemas internos de análisis.

4.2.1. Análisis de un caso: LA AGRICOLA SA

Se expondrá a continuación el análisis financiero y económico de una compañía modelo que se denominará “La agrícola SA” cuya actividad principal es la de producción primaria de cereales y oleaginosas, con la respectiva información de la campaña que es evaluada. La información económica y financiera, como así los datos adicionales que le son

solicitados habitualmente para su análisis, son en la mayor parte de ellos datos extraídos de una compañía real, aunque se han modificado ciertos valores para poder hacer más rico y complejo el análisis. Los mismos, se exponen a continuación:

Figura n°2

Estado de situación patrimonial del ejercicio 2021 y 2022, de la empresa "La agrícola SA"

| Fecha de Cierre | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
|----------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Tipo de Balance | Annual | Annual |
| ESTADO PATRIMONIAL | | |
| ACTIVO CORRIENTE | | |
| | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
| Disponibilidades | \$ 607.029.023,69 | \$ 994.827.002,51 |
| Cuentas por cobrar comerciales | \$ 955.367.551,36 | \$ 1.138.021.826,53 |
| Otras cuentas por cobrar | \$ 229.159.035,54 | \$ 162.825.540,45 |
| Inversiones | \$ 843.291.846,56 | \$ 922.479.689,20 |
| Activos biológicos | \$ 2.117.808.558,82 | \$ 1.042.033.065,37 |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE | \$ 4.752.656.015,97 | \$ 4.260.187.124,06 |
| ACTIVO NO CORRIENTE | | |
| | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
| Bienes de Uso | \$ 462.607.266,59 | \$ 479.210.412,12 |
| TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE | \$ 462.607.266,59 | \$ 479.210.412,12 |
| TOTAL ACTIVO | \$ 5.215.263.282,56 | \$ 4.739.397.536,18 |
| PASIVO CORRIENTE | | |
| | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
| Deuda comercial | \$ 988.089.623,79 | \$ 319.548.930,30 |
| Deuda bancaria | \$ 907.589.058,35 | \$ 766.384.411,06 |
| Deudas sociales | \$ 16.966.270,56 | \$ 14.306.171,07 |
| Deudas fiscales | \$ 1.731.886,84 | \$ 1.909.442,28 |
| Otras cuentas por pagar | \$ 57.469.649,46 | \$ 1.338.741,78 |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE | \$ 1.971.846.489,00 | \$ 1.103.487.696,49 |
| PASIVO LARGO PLAZO | | |
| | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
| Deuda Bancaria | \$ 89.424.008,63 | \$ 64.884.744,39 |
| TOTAL PASIVO LARGO PLAZO | \$ 89.424.008,63 | \$ 64.884.744,39 |
| TOTAL PASIVO | \$ 2.061.270.497,63 | \$ 1.168.372.440,88 |
| PATRIMONIO NETO | | |
| | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
| Capital Social | \$ 17.229.428,00 | \$ 17.229.428,00 |
| Ajuste de capital | \$ 326.484.093,63 | \$ 319.256.518,32 |
| Reservas legal | \$ 19.259.680,35 | \$ 19.259.680,35 |
| Otras reservas | \$ 40.833.456,42 | \$ 40.833.456,42 |
| Resultados no Asignados | \$ 505.326.523,00 | \$ 524.955.220,49 |
| Resultados del Ejercicio | \$ 2.252.087.178,84 | \$ 2.654.287.107,02 |
| Distribución de resultados | -\$ 7.227.575,31 | -\$ 4.796.315,30 |
| TOTAL PN | \$ 3.153.992.784,93 | \$ 3.571.025.095,30 |
| TOTAL PASIVO + P.N. | \$ 5.215.263.282,56 | \$ 4.739.397.536,18 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos de los balances de la empresa bajo estudio.

Figura n°3

Estado de resultados del ejercicio 2021 y 2022 y otros datos de interés de la compañía "La agrícola SA"

| ESTADO DE RESULTADOS | | | |
|--------------------------------|---|----------------------------|----------------------------|
| Cuadro Económico | | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
| | Resultado producción agropecuaria | \$ 313.038.925,37 | \$ 401.683.068,80 |
| | Venta de cereales | \$ 3.564.570.179,42 | \$ 4.124.943.730,36 |
| | Costo de ventas | -\$ 1.163.273.306,45 | -\$ 1.381.000.139,08 |
| | Resultado de la Med.de Bs de cambio a VNR | \$ 208.369.461,75 | \$ 73.788.064,66 |
| | Resultado Bruto | \$ 2.922.705.260,09 | \$ 3.219.414.724,74 |
| | Otros gastos de explotación | -\$ 94.388.726,59 | -\$ 51.652.346,72 |
| | Gastos Administración | -\$ 293.850.299,73 | -\$ 303.488.403,48 |
| | Gastos Comercialización | -\$ 334.881.672,55 | -\$ 275.238.502,87 |
| | Gastos de financiación | -\$ 267.990.097,66 | -\$ 388.499.609,76 |
| | Otros gastos | -\$ 87.165.154,25 | -\$ 104.228.610,26 |
| | Resultado Operativo | \$ 1.844.429.309,31 | \$ 2.096.307.251,65 |
| | Ingresos Extraordinarios | \$ 40.504.793,19 | \$ 9.238.345,05 |
| | Egresos Extraordinarios | \$ 14.152.720,43 | \$ 3.167.420,81 |
| | RECPAM | \$ 408.691.538,32 | \$ 614.686.084,12 |
| | Result. Antes de Impuestos | \$ 2.307.778.361,25 | \$ 2.723.399.101,63 |
| | Impuesto a las ganancias | -\$ 55.691.182,41 | -\$ 69.111.994,61 |
| | Resultado Neto | \$ 2.252.087.178,84 | \$ 2.654.287.107,02 |
| OTROS DATOS | | | |
| Otros Datos del Balance | | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
| | Compras | \$ 1.203.103.789,18 | \$ 1.807.526.710,76 |
| | Amortizaciones de Bienes de Uso | \$ 37.182.200,12 | \$ 81.827.710,40 |
| | Pagos de intereses** | \$ 258.289.955,01 | \$ 275.291.521,87 |
| | Dividendos/Honorarios Aprobados | \$ 72.275.575,31 | \$ 47.936.315,30 |
| | (+) Aportes/(-) Retiros de los socios (Flujo de efectivo) | \$ 65.218.859,83 | -\$ 29.113.980,08 |
| Detalle partidas | | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
| | | | |
| Activos biológicos | En desarrollo | \$ 847.123.423,53 | \$ 416.813.226,15 |
| | Terminados | \$ 1.270.685.135,29 | \$ 625.219.839,22 |
| | Total | \$ 2.117.808.558,82 | \$ 1.042.033.065,37 |

**En el caso del dato de pago de intereses, el mismo en algunos casos se ha obtenido del estado de flujos de efectivo, o en su defecto, de la apertura de los resultados financieros que se exponen en el estado de resultados.

Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos de los balances de la empresa bajo estudio.

Datos de la compañía:

- Fecha del análisis de la carpeta de crédito: abril/2023
- Productor primario, en cuya campaña 23/24 centrará su producción en los cultivos de soja, trigo y maíz.

- c. Posee un mix de hectáreas propias y arrendadas: 36.000 Has propias y 10.000 arrendadas. Sobre las hectáreas arrendadas, tiene acordado el pago de 18 quintales (1,8 tons) de soja en un pago anual al final de la cosecha.
- d. El mix productivo es: rotación de trigo-soja de 2da en 12.000 Has propias y 5.000 arrendadas. Luego, el maíz será sembrado en 12.000 Has propias (maíz de primera) y la soja de primera en otras 12.000 Has propias y 5.000 arrendadas. Las hectáreas propias y arrendadas se ubican en el norte de la provincia de Buenos Aires-Sur de Santa fe.
- e. Soja 1^a: sembrada en Octubre/23 y cosecha estimada en mayo/24
- f. Soja 2^{da}: sembrada en Diciembre/23 y cosecha estimada en mayo/24
- g. Trigo: sembrado en Junio/23 y cosecha estimada en diciembre/23
- h. Maíz: sembrado en Octubre/23 y cosecha estimada en abril/24
- i. Valor del dólar⁸ de referencia:

Figura n°4

Tipos de cambio de referencia que serán utilizados para el análisis

| Valor del USD | | |
|--------------------------|-----------|--------------------------------|
| MES | VALOR | OBSERVACIONES |
| abr-23 | \$ 223,21 | Valor del USD al 18/04 |
| may-23 | \$ 244,40 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| oct-23 | \$ 389,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| nov-23 | \$ 424,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| dic-23 | \$ 455,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| abr-24 | \$ 535,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| may-24 | \$ 545,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| | | |
| PROMEDIO ANUAL | VALOR | OBSERVACIONES |
| 01/10/2020 al 31/09/2021 | \$ 90,18 | Comunicación A3500 |
| 01/10/2021 al 31/09/2022 | \$ 115,51 | Comunicación A3500 |

Fuente: MatbaRofex y de la página del BCRA consultadas el 18/04/2023.

- j. El productor posee maquinaria propia para llevar adelante su actividad.

⁸ MatbaRofex. (19 de 04 de 2023). Futuros Financieros. Obtenido de Dolar USA: <https://matbarofex.primary.ventures/futuros/financieros>

k. Los gastos generales y de estructura son los siguientes según la DDJJ del cliente:

- Gastos de Estructura USD 2.050.597,32
- Arrendamientos USD 6.480.000,00

l. Información post cierre de ejercicio, resulta la siguiente. La misma fue convertida a valor de USD, usando los tipos de cambio de la figura n°4, para usar la misma moneda que resulta ser el eje común de esta actividad:

Figura n°5

Información adicional post cierre de ejercicio de la compañía “La agrícola SA” al mes de abril/23

| | abr-23 |
|--|-------------------|
| <u>Ventas post cierre de ejercicio</u> | |
| oct-22 | USD 847.620,00 |
| nov-22 | USD 565.080,00 |
| dic-22 | USD 282.540,00 |
| ene-23 | USD 565.080,00 |
| feb-23 | USD 2.542.860,00 |
| mar-23 | USD 2.825.400,00 |
| abr-23 | USD 3.107.940,00 |
| Total | USD 10.736.520,00 |
| Stock a la fecha | USD 5.199.630,95 |
| Deuda con proveedores a la fecha | USD 4.989.600,00 |
| Cuentas por cobrar a la fecha | USD 1.111.132,40 |
| Deuda bancaria, con exigencia menor a un año | USD 5.229.961,59 |
| Deuda bancaria, con exigencia mayor a un año | USD 210.919,83 |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio

m. El planteo productivo confeccionado en base a la información de hectáreas a trabajar, y con datos obtenidos de fuentes de información sobre costos y precios aplicables a esta carpeta, resulta en el siguiente:

del analista de la entidad financiera, se supone que es una compañía conocida por la entidad, con buen comportamiento de pago y con una trayectoria reconocida.

4.2.1.1. Análisis horizontal del balance

Como fue mencionado en el punto 3.1.2.1.1.¹⁰, el análisis horizontal del balance es un estudio que se realiza sobre las partidas del estado de situación patrimonial y del estado de resultados, comparando la variación que tuvieron de un año a otro. El objetivo es poder analizar las variaciones significativas en partidas claves, que permitan entender la situación económica y financiera del productor en el momento del análisis.

A continuación, se expone la información a ser analizada sobre las partidas que resultan de interés para el analista.

➤ **Partidas del activo**

- **Inversiones y disponibilidades**: Estas partidas resultan importantes desde el punto de vista del poder cancelatorio de deudas ante una menor producción. Si bien no son datos que suelen solicitarse para conocer su monto actual, en conversaciones que mantienen los analistas con los representantes de las diferentes compañías, se les consulta sobre su liquidez inmediata, lo cual lleva una referencia directa al status de estas partidas en la actualidad. En este caso, ambas partidas obtenidas de los estados financieros resultan significativas.
- **Activos biológicos**: Comparando esta partida con su año anterior, se verifica que la misma presenta una disminución tanto de los activos en desarrollo, como de los activos terminados. Esto puede originarse en los siguientes factores:
 - Menos activos biológicos en proceso, lo cual probablemente sea por una menor área sembrada o por los efectos de una sequía.

¹⁰ Ver el apartado “Estados financieros comparativos: Análisis horizontal” desarrollado en página n°20.

- Producto de lo anterior, el activo biológico se ve disminuido, y esto resulta clave porque suele ser la moneda de cambio con la que el productor cancela la deuda con proveedores (ver dato actual de stocks).

Figura n°7

Variación de la partida de activos biológicos y su composición, para los ejercicios cerrados en el 2021 y 2022 de “La agrícola SA”

| <u>Detalle partidas</u> | | 30/09/2021 | 30/09/2022 | Variación |
|--------------------------------|---------------|---------------------|---------------------|-----------|
| Activos biológicos | En desarrollo | \$ 847.123.423,53 | \$ 416.813.226,15 | -50,80% |
| | Terminados | \$ 1.270.685.135,29 | \$ 625.219.839,22 | -50,80% |
| Total | | \$ 2.117.808.558,82 | \$ 1.042.033.065,37 | |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio

➤ **Partidas del pasivo**

- **Deuda comercial:** la deuda comercial resulta ser básicamente el acompañamiento que han otorgado los proveedores, al giro comercial de la compañía. Esta partida, y la próxima (deuda bancaria) determinan las fuentes de financiamiento por las cuales ha optado la compañía, y su variación interanual:

Figura n°8

Variación de las partidas del pasivo para los ejercicios cerrados en el 2021 y 2022 de “La agrícola SA”

| PASIVO CORRIENTE | | 30/09/2021 | 30/09/2022 | VARIACION |
|---------------------------------|-------------------------|----------------------------|----------------------------|------------------|
| | Deuda comercial | \$ 988.089.623,79 | \$ 319.548.930,30 | -67,66% |
| | Deuda bancaria | \$ 907.589.058,35 | \$ 766.384.411,06 | -15,56% |
| | Deudas sociales | \$ 16.966.270,56 | \$ 14.306.171,07 | -15,68% |
| | Deudas fiscales | \$ 1.731.886,84 | \$ 1.909.442,28 | 10,25% |
| | Otras cuentas por pagar | \$ 57.469.649,46 | \$ 1.338.741,78 | -97,67% |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE | | \$ 1.971.846.489,00 | \$ 1.103.487.696,49 | -44,04% |
| PASIVO LARGO PLAZO | | 30/09/2021 | 30/09/2022 | |
| | Deuda Bancaria | \$ 89.424.008,63 | \$ 64.884.744,39 | -27,44% |
| TOTAL PASIVO LARGO PLAZO | | \$ 89.424.008,63 | \$ 64.884.744,39 | |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio

En el caso bajo estudio, puede verse que la deuda en general tanto con proveedores y entidades financieras resulta ser menor en largo plazo y en el corto plazo. Sin embargo, la de mayor disminución, es la deuda con proveedores de corto plazo. Esto puede deberse porque el contexto ha impedido una financiación acorde a la que el productor necesita, y por ello haberse abonado “de contado” o porque realmente, los proveedores “vieron” algún problema en la compañía, que afectó su confianza y por ello tuvo menor crédito. En el caso de la menor deuda bancaria, también puede deberse a una falta de condiciones convenientes para tomar deuda y el consiguiente desincentivo para utilizar esta fuente de recursos. En el caso de la deuda de largo plazo, puede deberse a una simple amortización de esta.

➤ **Partidas del estado de resultados**

Se expone a continuación, las partidas del balance con el respectivo análisis horizontal del estado de resultados:

Figura n°9

Variación de las cuentas del estado de resultados para los ejercicios cerrados en el 2021 y 2022 de “La agrícola SA”

| ESTADO DE RESULTADOS | | | |
|---|----------------------------|----------------------------|------------------|
| Cuadro Económico | 30/09/2021 | 30/09/2022 | VARIACION |
| Resultado producción agropecuaria | \$ 313.038.925,37 | \$ 401.683.068,80 | 28,32% |
| Venta de cereales | \$ 3.564.570.179,42 | \$ 4.124.943.730,36 | 15,72% |
| Costo de ventas | -\$ 1.163.273.306,45 | -\$ 1.381.000.139,08 | 18,72% |
| Resultado de la Med.de Bs de cambio a VNR | \$ 208.369.461,75 | \$ 73.788.064,66 | -64,59% |
| Resultado Bruto | \$ 2.922.705.260,09 | \$ 3.219.414.724,74 | |
| Otros gastos de explotación | -\$ 94.388.726,59 | -\$ 51.652.346,72 | -45,28% |
| Gastos Administración | -\$ 293.850.299,73 | -\$ 303.488.403,48 | 3,28% |
| Gastos Comercialización | -\$ 334.881.672,55 | -\$ 275.238.502,87 | -17,81% |
| Gastos de financiación | -\$ 267.990.097,66 | -\$ 388.499.609,76 | 44,97% |
| Otros gastos | -\$ 87.165.154,25 | -\$ 104.228.610,26 | 19,58% |
| Resultado Operativo | \$ 1.844.429.309,31 | \$ 2.096.307.251,65 | 13,66% |
| Ingresos Extraordinarios | \$ 40.504.793,19 | \$ 9.238.345,05 | -77,19% |
| Egresos Extraordinarios | \$ 14.152.720,43 | \$ 3.167.420,81 | -77,62% |
| RECPAM | \$ 408.691.538,32 | \$ 614.686.084,12 | 50,40% |
| Result. Antes de Impuestos | \$ 2.307.778.361,25 | \$ 2.723.399.101,63 | 18,01% |
| Impuesto a las ganancias | -\$ 55.691.182,41 | -\$ 69.111.994,61 | 24,10% |
| Resultado Neto | \$ 2.252.087.178,84 | \$ 2.654.287.107,02 | 17,86% |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio

- **Venta de cereales:** atado a lo que se expuso anteriormente, se expone un mayor ingreso por venta de cereales con respecto al período anterior. El origen de esta variación puede darse a una mayor venta de stocks y no de producción de la propia campaña (de hecho, anteriormente se indicó que hay un menor activo terminado y en desarrollo).
- **Gastos de administración, comercialización y explotación:** los gastos de explotación y gastos de comercialización son menores al ejercicio anterior. Esto refuerza la teoría de que la campaña abarcada por este balance resultó menor a la producción de la anterior. Ante una menor producción de cereales, hay ciertos gastos que son más elásticos a esta variación, como se acaba de indicar. En cambio, los gastos de administración resultan ser similares.
- **Gastos de financiación:** si vemos los datos de los pasivos con entidades financieras, y vemos como ha crecido los gastos por financiación, claramente concluimos que el

crédito ha sido menos favorable para la actividad. En este caso, los gastos de financiación se encarecieron en un 44,97%, originando las siguientes consecuencias:

- **Menor producción:** Si el crédito es más caro, y la compañía carece de buena liquidez, seguramente deba disminuir la cantidad de hectáreas a trabajar (mayormente, las alquiladas).
- **Menor apoyo de proveedores:** un factor que explica una menor financiación por proveedores es cuando estos, como el productor bajo estudio, sufren un mayor costo del crédito. Al no tener herramientas de financiación para ofrecerle al productor, el plazo de pago se acorta o la financiación se vuelve más cara erosionando el resultado. Básicamente no hay herramientas financieras para poder trasladar a su cliente y por ello se reduce el crédito.
- **Resultado operativo:** El resultado operativo creció un 13,66%, a pesar de todo lo mencionado anteriormente. Este resultado, seguramente esté alentado por una disminución de actividad por parte del productor, pero compensada por una liquidación de stocks y/o un mejor precio de los cereales que compensó un poco esa caída (será cuestión de análisis con mayor profundidad por parte del analista).

El resto de las partidas, no serán objeto de este análisis dado que como se ha mencionado anteriormente, son las indicadas hasta aquí las que los diferentes analistas consultados, identificaron como importantes y centrales de su análisis.

4.2.1.2. Análisis vertical del balance

Con respecto al análisis vertical del balance de la compañía bajo estudio, se exponen a continuación aquellas partidas sobre las cuales los analistas centran su atención:

➤ **Partidas del activo**

• **Activo corriente**

Sobre el mismo, se tendrán en cuenta aquellas partidas que representan montos líquidos, con los cuales el productor debería de poder afrontar obligaciones de cortísimo plazo. Ellas son:

- Las disponibilidades, que constituyen básicamente saldos en caja.
- Activos biológicos terminados, los cuales pueden ser liquidados en el mercado.
- Inversiones: siempre que estas sean liquidas como lo son los plazos fijos, fondos de inversión con cotización en mercados transparentes, entre otros títulos de fácil realización.

No se tienen en cuenta las “cuentas por cobrar”, salvo que se traten de saldos disponibles en corredores y que resulten de fácil realización. Lo mismo sucede con la partida referente a “otras cuentas por cobrar” dado que esta partida suele alojar saldos de cuentas personales de los accionistas y los impuestos a favor de la compañía que no son saldos líquidos o de fácil realización.

Figura n°10

Cuentas del activo corriente y detalle de los saldos correspondientes a inversiones de la empresa bajo estudio, para los ejercicios 2021 y 2022 de “La agrícola SA”

| ACTIVO CORRIENTE | 30/09/2021 | 30/09/2022 | Peso/AC 2021 | Peso/AC 2022 |
|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------|----------------|
| Disponibilidades | \$ 607.029.023,69 | \$ 994.827.002,51 | 12,77% | 23,35% |
| Cuentas por cobrar comerciales | \$ 955.367.551,36 | \$ 1.138.021.826,53 | 20,10% | 26,71% |
| Otras cuentas por cobrar | \$ 229.159.035,54 | \$ 162.825.540,45 | 4,82% | 3,82% |
| Inversiones | \$ 843.291.846,56 | \$ 922.479.689,20 | 17,74% | 21,65% |
| Activos biológicos | \$ 2.117.808.558,82 | \$ 1.042.033.065,37 | 44,56% | 24,46% |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE | \$ 4.752.656.015,97 | \$ 4.260.187.124,06 | 100,00% | 100,00% |

| Detalle partidas | | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
|-------------------------|---------------|----------------------------|----------------------------|
| Activos biológicos | En desarrollo | \$ 847.123.423,53 | \$ 416.813.226,15 |
| | Terminados | \$ 1.270.685.135,29 | \$ 625.219.839,22 |
| | Total | \$ 2.117.808.558,82 | \$ 1.042.033.065,37 |

| Detalle partidas | | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
|-------------------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|
| Inversiones | Fondos de inversión | \$ 252.987.553,97 | \$ 276.743.906,76 |
| | Plazos fijos | \$ 421.645.923,28 | \$ 461.239.844,60 |
| | Bonos en pesos | \$ 168.658.369,31 | \$ 184.495.937,84 |
| | Total | \$ 843.291.846,56 | \$ 922.479.689,20 |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio. Las siglas “Peso/AC” indica el peso relativo de esa partida sobre el total del activo corriente.

Comparando ambos ejercicios, puede indicarse que gana preponderancia el saldo de disponibilidades y cuentas por cobrar, en detrimento de los activos biológicos. En relación con su liquidez, sumando el activo biológico terminado, las disponibilidades y las inversiones, el saldo de liquidez inmediata asciende a \$2.542.526.530,93 que representa el 59,68% del activo corriente para el período 09/2022.

➤ **Partidas del pasivo**

En el caso del pasivo, se expone el peso relativo que poseen todas las partidas con respecto al pasivo total. De esta manera, se busca entender como se ha financiado el productor, y quienes son las fuentes que mayor peso tuvieron:

Figura n°11

Cuentas del pasivo, indicando el porcentaje que las mismas representan sobre el total, para ambos ejercicios bajo estudio

| PASIVO CORRIENTE | 30/09/2021 | 30/09/2022 | Peso PT 2021 | Peso PT 2022 |
|---------------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------|----------------|
| Deuda comercial | \$ 988.089.623,79 | \$ 319.548.930,30 | 50,11% | 16,21% |
| Deuda bancaria | \$ 907.589.058,35 | \$ 766.384.411,06 | 46,03% | 38,87% |
| Deudas sociales | \$ 16.966.270,56 | \$ 14.306.171,07 | 0,86% | 0,73% |
| Deudas fiscales | \$ 1.731.886,84 | \$ 1.909.442,28 | 0,09% | 0,10% |
| Otras cuentas por pagar | \$ 57.469.649,46 | \$ 1.338.741,78 | 2,91% | 0,07% |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE | \$ 1.971.846.489,00 | \$ 1.103.487.696,49 | 95,66% | 94,45% |
| PASIVO LARGO PLAZO | 30/09/2021 | 30/09/2022 | | |
| Deuda Bancaria | \$ 89.424.008,63 | \$ 64.884.744,39 | | |
| TOTAL PASIVO LARGO PLAZO | \$ 89.424.008,63 | \$ 64.884.744,39 | 4,34% | 5,55% |
| TOTAL PASIVO | \$ 2.061.270.497,63 | \$ 1.168.372.440,88 | 100,00% | 100,00% |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio. Las siglas “Peso PT” indica el peso relativo de esa partida sobre el total del pasivo.

Sobre el análisis del estado de situación patrimonial en lo relativo a su pasivo, del total que el productor a financiado (PT = Pasivo total), la caída de la deuda con proveedores es la más pronunciada, siendo a su vez la deuda bancaria algo menor al ejercicio anterior. Como fue expuesto en el apartado anterior donde se hizo el análisis horizontal de partidas, puede verse que en realidad el productor se ha financiado menos con terceros. Nuevamente, hay que dilucidar si fue una cuestión de contexto (menor producción, costos de financiación muy altos) o por algún problema que los terceros hayan detectado en la compañía.

➤ **Estados de resultados**

En el estudio del estado de resultados bajo la metodología del análisis vertical, se busca determinar los niveles de márgenes que la compañía posee en el desarrollo de su actividad. De esta forma, se buscará obtener los siguientes datos: márgenes brutos de ventas, Ebitda/ventas y el peso de los gastos de administración y comercialización, sobre las ventas.

Figura n°12

Estado de resultados del período 2021/2022 con la determinación de márgenes sobre ventas y resultado sobre ventas de “La agrícola SA”

| ESTADO DE RESULTADOS | | | | |
|---|----------------------------|----------------------------|------------|------------|
| Cuadro Económico | 30/09/2021 | 30/09/2022 | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
| Resultado producción agropecuaria | \$ 313.038.925,37 | \$ 401.683.068,80 | | |
| Venta de cereales | \$ 3.564.570.179,42 | \$ 4.124.943.730,36 | | |
| Costo de ventas | -\$ 1.163.273.306,45 | -\$ 1.381.000.139,08 | | |
| Resultado de la Med.de Bs de cambio a VNR | \$ 208.369.461,75 | \$ 73.788.064,66 | | |
| Resultado Bruto | \$ 2.922.705.260,09 | \$ 3.219.414.724,74 | 71,53% | 69,98% |
| Otros gastos de explotación | -\$ 94.388.726,59 | -\$ 51.652.346,72 | | |
| Gastos Administración | -\$ 293.850.299,73 | -\$ 303.488.403,48 | | |
| Gastos Comercialización | -\$ 334.881.672,55 | -\$ 275.238.502,87 | | |
| Gastos de financiación | -\$ 267.990.097,66 | -\$ 388.499.609,76 | | |
| Otros gastos | -\$ 87.165.154,25 | -\$ 104.228.610,26 | | |
| Resultado Operativo | \$ 1.844.429.309,31 | \$ 2.096.307.251,65 | 45,14% | 45,57% |
| Ingresos Extraordinarios | \$ 40.504.793,19 | \$ 9.238.345,05 | | |
| Egresos Extraordinarios | \$ 14.152.720,43 | \$ 3.167.420,81 | | |
| RECPAM | \$ 408.691.538,32 | \$ 614.686.084,12 | | |
| Result. Antes de Impuestos | \$ 2.307.778.361,25 | \$ 2.723.399.101,63 | 56,48% | 59,20% |
| Impuesto a las ganancias | -\$ 55.691.182,41 | -\$ 69.111.994,61 | | |
| Resultado Neto | \$ 2.252.087.178,84 | \$ 2.654.287.107,02 | 55,12% | 57,70% |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio

El ingreso por ventas que puede observarse en el denominador de las fórmulas se compone de la suma del resultado de la producción agropecuaria, la venta de cereales y el resultado por la medición de bienes de cambio a VNR. Puede observarse que, en ambos períodos, los márgenes en todos sus niveles fueron similares. Esto es importante dado que los analistas toman esos valores para confeccionar proyecciones a largo plazo en casos puntuales de análisis. Por otro lado, se utiliza estos mismos ratios para hacer comparaciones entre compañías cuando resultan viable estas comparaciones por tener las mismas actividades o para también, compararlas con las revistas especializadas que informan sobre márgenes agropecuarios.

4.2.1.3. Análisis de balances e información económica y financiera

Luego de iniciado el análisis del productor y habiendo podido sortear las cuestiones básicas (legalidad de los balances, trayectorias, identificación de clientes y proveedores, etc.) se proceder al análisis duro de los balances y del planteo de producción.

Antes de iniciar el análisis, se dejan plasmadas las siguientes observaciones:

- a)** El planteo productivo que el productor proporciona es una estimación que el mismo realiza en base a su experiencia y, por lo tanto, será importante aquí la experiencia del analista sobre esta información para determinar inconsistencias. De lo relevado se indica que generalmente los datos claves son los tipos de cultivos y las hectáreas a trabajar con su respectiva ubicación, para que el analista de la institución que realiza el análisis pueda confeccionar un flujo de fondos propio, y estimar de esta forma la capacidad de repago del productor. Para poder hacer estas estimaciones, se sirve de información de costos y rindes que suelen brindar las fuentes especializadas.
- b)** De los ratios financieros tratados en apartados anteriores, solamente serán expuestos los que, a criterio de los analistas consultados, resultan importantes por cuestiones regulatorias o de decisión de crédito¹¹. Se releva que los analistas de crédito no realizan el cálculo de todos los ratios mencionados en el “Anexo I” que constan al final del presente trabajo, sino solo de algunos considerados importantes a los efectos de ese análisis.

A continuación, se exponen los cálculos de ratios comúnmente utilizados por las entidades entrevistadas, y su aplicación al caso particular bajo estudio:

¹¹ Si bien puede observarse una gran cantidad de ratios de uso común en la entrevista realizada a los analistas, los mismos manifestaron la poca utilidad de estos y, por consiguiente, centrar su atención sobre un número muy reducido de ellos.

Figura n°13

Ratios calculados para los ejercicios 2021 y 2022 del caso bajo estudio

| <i>Ratio</i> | <i>Fórmula</i> | 30/09/2021 | 30/09/2022 |
|--------------------------------|---|---------------------|---------------------|
| 1. Apalancamiento neto | $\frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$ | 0,65 | 0,33 |
| 2. Liquidez | $\frac{(\text{DISP.}+\text{CRED. POR VENTAS}+\text{ACT. BIOLÓGICOS. TERMINADOS})}{\text{PASIVO CP}}$ | 1,44 | 2,50 |
| 3. Endeudamiento | $\frac{\text{DEUDA FINANCIERA}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$ | 0,32 | 0,23 |
| 4. Cobertura de Intereses | $\frac{\text{RESULTADO OPERATIVO}}{\text{INTERESES}}$ | 7,14 | 7,61 |
| 5. Rentabilidad del Patrimonio | $\frac{\text{RESULTADO NETO}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$ | 71,40% | 74,33% |
| 6. Ebitda | $\frac{\text{RESULTADO BRUTO} - \text{GASTOS DE ADMINISTRACION Y COMERCIALIZACION Y OTROS GASTOS DE EXPLOTACION} + \text{AMORTIZACIONES}}{\text{EBITDA}}$ | \$ 2.236.766.761,34 | \$ 2.670.863.182,07 |
| 7. Deuda / Ebitda | $\frac{\text{DEUDA FINANCIERA}}{\text{EBITDA}}$ | 0,45 | 0,31 |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio

A continuación, un breve análisis de estas razones expuestas anteriormente:

1. **Apalancamiento neto:** Este ratio calculado como el resultado del pasivo total dividido el patrimonio neto, presenta una utilidad parcial, dado que generalmente en las empresas agropecuarias productoras de cereales, suelen financiar una parte importante de la campaña agrícola con bancos y con proveedores, haciendo que el apalancamiento sea importante. Hay que tener en cuenta además, que los activos (campos) suelen estar muy subvaluados, por lo que este indicador puede dar como resultado un apalancamiento muy alto, pero a valores actuales de los campos, no ser significativo. Se puede verificar que el resultado para este caso es de 0,65 pesos de terceros por cada un peso del accionista en el 2021, el cual disminuye a 0,33 pesos de terceros por cada uno del accionista. Gana peso el aporte propio, por sobre el de terceros en esta estructura.
2. **Liquidez:** Este ratio presenta una particularidad con respecto al conocido ratio de liquidez observable en empresas comerciales, industriales y de servicios. La diferencia sustancial, es que solamente pueden considerarse dentro de su cálculo, los activos biológicos terminados, y no aquellos que estén aún en proceso. El resultado así obtenido para ambos períodos bajo estudio muestra valores mayores a uno, con lo que claramente hay disponibilidades para cancelar sus obligaciones de corto plazo. Además, en el caso del

año 2022, el valor de liquidez es mayor de 2,5, lo cual indica que, por cada peso de obligaciones, se dispone de activos líquidos por un valor de dos veces y media esa obligación.

3. Deuda financiera/PN: evalúa la proporción de financiación ajena que la compañía recibe, en comparación con su propio patrimonio. En este caso, existe el mismo problema que el apalancamiento neto, dado que el patrimonio de la compañía suele tener sus bienes de uso subvaluados, arrojando de esta manera resultados no del todo fiables. En este caso, para el ejercicio 2022 la deuda financiera representa un 0,23% del propio patrimonio de la compañía, resultando ser menor al del ejercicio anterior.
4. Cobertura de intereses: Otro de los ratios comúnmente utilizados, es el que determina la cobertura de los intereses por parte del resultado operativo de la propia compañía. En el caso de lo calculado aquí, lo que indica para el año 2021 es que, por cada un peso de intereses, hay \$7,14 de resultado operativo para su cobertura. Por otro lado, en el año 2022, por cada un peso de intereses se dispone de \$7,61 de resultado operativo para su cobertura. Esto está relacionado con que, en el año 2022, la compañía bajo estudio tenía una menor deuda, acompañado con un mejor resultado operativo, y por consiguiente, su estado de resultados le permite cubrir una deuda mucho mayor, que le daría opción a poder hacer mayores inversiones con fondeo bancario.
5. Rentabilidad del patrimonio: Este es otro de los indicadores clásicos para determinar la rentabilidad de una inversión comparándolas con otras similares. En el caso de la empresa agropecuaria, hay activos que son inversiones a muy largo plazo con una rentabilidad estable (ejemplo la inversión en campos), con lo que además de ser poco comparables por su subvaluación, carece de utilidad a la hora de determinar si un inversionista debería quedarse con su compañía o no. Esta pregunta es la que suelen hacerse los analistas cuando verifican retiros de dividendos agresivos, a los cuales se les suma que la rentabilidad del patrimonio es baja, entonces parece denotar una retirada del negocio por parte de sus titulares ante esa política agresiva de retiro de dividendos, aunque también

podría indicar, la falta de inversiones para realizar y por ello su retiro. Cabe destacar, que este ratio únicamente se calcula sobre el valor informado en balance del patrimonio, el cual si se tomara el valor de las inversiones actuales (el valor actual de los campos), seguramente sería una rentabilidad mucho menor. En el caso de la empresa bajo estudio, en el 2021 se obtiene una rentabilidad del 71,40% sobre el patrimonio neto, mejorando el valor del 2022 cuando este ratio ascendía a 74,33%.

6. EBITDA: El resultado antes de intereses, impuestos y amortizaciones, es un indicador de capacidad operativa para generar resultados en una compañía. Si bien en los clientes agropecuarios puede presentar una gran variabilidad (como por ejemplo en el caso bajo estudio) es un indicador que se calcula para determinar la capacidad máxima de endeudamiento que una compañía puede resistir ante una determinada estructura, y sobre la cual luego se desprenden otros indicadores como el ratio de cobertura de intereses o deuda/EBITDA dándonos un panorama general de la deuda en la compañía y de su capacidad de hacerle frente. Algunos de ellos suelen ser tomados como parámetros para definir límites de calificación, como por ejemplo no exceder de dos EBITDA en deuda total en el sistema financiero como capacidad máxima de crédito en una entidad. En el caso de la compañía, este indicador asciende para el 2021 a los \$2.236.766.761,34 y en el 2022 logra un incremento del 19,41% ascendiendo a \$2.670.863.182,07.
7. Deuda/EBITDA: Este indicador representa la cantidad de veces que el Ebitda de la compañía, cubre la deuda financiera en un determinado ejercicio. Su cálculo permite determinar si se posee un endeudamiento muy elevado que pueda comprometer la sostenibilidad de la compañía ante un caso fortuito. En el caso de la compañía evaluada, la deuda decreció en el año 2022 en relación con el 2021, y a su vez, se generó un mayor Ebitda, lo que deja a la compañía en un mejor escenario desde este punto de vista que en el año 2021. En el 2021, por cada peso de Ebitda que la compañía generaba había \$0,45 de deuda, mientras que en el 2022 por cada peso generado tan solo había \$0,31 de deuda.

Los indicadores antes expuestos son los que calculan los analistas de crédito para tomar decisiones, aunque los mismos presentan dificultades para analizar a la empresa

agropecuaria objeto de este estudio, presentando varios reparos en su cálculo como los que se fueron comentando. Por otro lado, se verifica que este problema hace que las compañías no sean comparables entre otras con la misma actividad, bastando con que una empresa tenga una leve diferencia para que la haga no comparable con la otra, como puede ser tener maquinaria o no, o tener una porción de campo alquilado o no, o cambiar la cantidad de hectáreas a trabajar en dos campañas consecutivas. Esto ensucia mucho el análisis e impide la comparación entre empresas, siendo una práctica común por ejemplo en la metodología de valuación de empresas.

Por otro lado, hay ratios que no fueron calculados por carecer directamente de utilidad. Ejemplo de ellos, es el período de rotación de existencias o los días de pago, entre otros. Estos pueden tener muchas oscilaciones dependiendo de las condiciones de pago que presenten las insumeras donde nuestro productor adquiere los insumos, o, en el caso del stock, si el productor quiere guardar semilla para resembrar o por especulación. Esto ocasiona que las comparaciones sean difíciles, hasta a veces tomando el mismo productor interanualmente.

4.2.1.4. Ratios específicos relevados:

Las dificultades mencionadas en el apartado anterior hacen que los analistas de cada entidad diseñen ratios específicos para complementar la información que los mismos les proporcionan, y poder realizar sus proyecciones. Estos ratios que fueron relevados, serán expuestos a continuación y valen únicamente para productores de cereales y oleaginosas, dado que para cada actividad desarrollada, los analistas diseñan indicadores propios. Los que a continuación se exponen, se suman a los mencionados en el apartado 4.2.1.3 expuestos anteriormente, para obtener un panorama más completo sobre el productor:

- 1. Necesidades de campaña**
- 2. Hectáreas propias sobre hectáreas arrendadas**
- 3. Valor patrimonial sobre la deuda total**
- 4. Stres test**

A continuación, se hará un desarrollo de cada uno de ellos:

1. **Necesidades de campaña:** Es el monto de financiación que va a necesitar el productor para la campaña actual, calculado como la suma de los costos directos de producción, descontando el stock y cuentas por cobrar, pero sumando la deuda que debe afrontar de la campaña anterior. El monto así determinado debe ser cubierto por financiación propia, financiación con proveedores o financiación bancaria. La fórmula es la siguiente:

| | | | | | | | | |
|--|---|--|---|---|---|--|---|-------------------------------|
| NECESIDADES DE CAMPAÑA _(t) | = | COSTOS DIRECTOS CAMPAÑA _(t) | - | STOCKS CAMPAÑA _(t-1) | + | DEUDA COMERCIAL _(t-1) | - | CREDITOS POR VENTAS |
|--|---|--|---|---|---|--|---|-------------------------------|

- 1.a. **Cálculo de los costos directos de campaña:** En el siguiente cuadro, se exponen los principales costos que conforman los costos directos de la campaña:

En el caso de la compañía que se viene analizando, el resultado es expuesto a continuación. Todos los valores son expresados en USD/has y los mismos fueron obtenidos de la revista Márgenes Agropecuarios (2023) para la campaña 23/24, constando en la línea n°13, de la figura n°6¹². Estos datos así obtenidos, son los que el analista tomará para sus propias proyecciones.

Figura n°14

Ratios calculados para los ejercicios 2021 y 2022 del caso bajo estudio

| Cultivo | Soja 1era | Soja 2da | Maiz | Trigo |
|---|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Total costos (USD/Has) | USD 576,00 | USD 387,00 | USD 1.050,00 | USD 642,00 |
| <i>Has cultivo propias</i> | 12.000 | 12.000 | 12.000 | 12.000 |
| <i>Has Arrendadas</i> | 5.000 | 5.000 | 0 | 5.000 |
| Total Has | 17.000 | 17.000 | 12.000 | 17.000 |
| Total costos por cultivo (Has x USD/Has) | USD 9.792.000 | USD 6.579.000 | USD 12.600.000 | USD 10.914.000 |
| Total costos planteo productivo (Suma total) | | | | USD 39.885.000 |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio

¹² La figura n°6 se encuentra expuesta en la página n°29.

De esta manera, el planteo productivo que el productor acerca a la entidad tiene un costo estimado de unos USD 39.885.000 para la campaña 23/24 en lo relativo a labranzas, semillas, agroquímicos y fertilizantes, costos de cosecha y comercialización.

1.b. Valor de los Stocks de la campaña anterior: En el caso de poseer stocks de la campaña anterior que el productor ha decidido atesorar para volver a sembrar o como resguardo de valor, se deben restar los mismos. Lo que se realiza generalmente es consultarle al productor, cuantas toneladas de cada cultivo posee en stock, y valorarla al momento del análisis. Por otro lado, es también válido que directamente otorgue el valor de los stocks ya valuados. En este caso, el productor informó USD 5.199.630,95 de stocks según la figura n°5¹³ “Información adicional post cierre de ejercicio de la compañía “La agrícola SA” al mes de abril/23”.

1.c. Deuda comercial: Este es un dato que debe ser consultado al productor, y el mismo forma parte de uno de los datos que debe proporcionar en carácter de DDJJ. En este caso, el productor informa: USD 4.989.600,00 según la figura N°5 “Información adicional post cierre de ejercicio de la compañía “La agrícola SA” al mes de abril/23”.

1.d. Créditos por ventas: Este es un dato que debe ser consultado al productor, y el mismo forma parte de uno de los datos que debe proporcionar en carácter de DDJJ. En este caso, el productor informa: USD 1.111.132,40 figura N°5 “Información adicional post cierre de ejercicio de la compañía “La agrícola SA” al mes de abril/23”.

Por consiguiente, habiendo realizado los cálculos pertinentes, el indicador da el siguiente resultado:

¹³ Ver página n°28.

Figura n°15

Determinación de las necesidades de campaña para “La agrícola SA”

| NECESIDADES DE CAMPAÑA _(t) | = | COSTOS DIRECTOS CAMPAÑA _(t) | - | STOCKS CAMPAÑA _(t-1) | + | DEUDA COMERCIAL _(t-1) | - | CREDITOS POR VENTAS |
|---------------------------------------|---|--|---|---------------------------------|---|----------------------------------|---|---------------------|
| NECESIDADES DE CAMPAÑA _(t) | = | USD 39.885.000 | - | USD 5.199.630,95 | + | USD 4.989.600,00 | - | USD 1.111.132,40 |
| NECESIDADES DE CAMPAÑA _(t) | = | USD 38.563.837 | | | | | | |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del caso.

En conclusión, el productor va a necesitar financiar la cantidad de USD 38.563.837,00 para cumplir únicamente con los costos directos de la campaña 23/24. Este cálculo podría contemplar también la deuda financiera de corto plazo, dado que es un monto que debe erogarse en el transcurso de la campaña evaluada.

La importancia de conocer este valor es que los analistas contemplan la posibilidad de que el productor pueda llevar adelante esta campaña, siempre y cuando pueda acceder a la financiación que le permita alcanzar este valor. De no ser así, llevaría obligadamente a un replanteo de la campaña y, por consiguiente, a un replanteo de la generación de ingresos de la compañía. Por otra parte, este valor al cual se arriba, suele ser el valor sobre el cual las entidades fijan un tope máximo de financiación como, por ejemplo, no financiar más de un 50% de esta necesidad de campaña, de manera tal de que el riesgo quede compartido con otra entidad o con el productor mismo.

2. Hectáreas propias sobre hectáreas arrendadas: Este indicador es una razón que mide el riesgo de estar sometido al pago de quintales fijos, más allá del rendimiento que se obtenga de la producción. Básicamente, lo que se busca es que el productor tenga la mayor cantidad de hectáreas propias, por sobre las arrendadas, dado que de ser un productor cuya cantidad de hectáreas arrendadas sea muy grande, pondrían en peligro la continuidad de la actividad ante una mala campaña. Siempre es más valorado un productor con hectáreas propias, dado su respaldo patrimonial en caso de necesitar liquidar una porción de campo

para hacer frente a las deudas, o de entregarlo como garantía. Por último, este dato también forma parte del stress test que se realiza sobre el planteo productivo que el productor agropecuario informa, de manera de saber su break even o umbral de equilibrio.

En el del productor propuesto para el análisis, posee 10.000 has arrendadas sobre un total a trabajar de 46.000 has (recordar que, si bien son cuatro cultivos, hay dos de ellos que hacen rotación, en este caso la soja de segunda y el trigo, ambos sembrados en los mismos lotes en el transcurso de la misma campaña), o sea, un 21,74% del total de las has. a trabajar. En este caso, la valorización del pago por el alquiler de los campos resulta de la siguiente ecuación (resultado informado en los datos del caso):

Figura n° 16

Cálculo del costo del arrendamiento para la campaña de “La agrícola SA”

| Arrendamiento | has (1) | Tons x Ha de alquiler (2) | Precio de la SOJA a Mayo/24 (3) | TOTAL (1x2x3=4) |
|---------------|---------|---------------------------|---------------------------------|------------------|
| SOJA | 10.000 | 1,8 | USD 360,00 | USD 6.480.000,00 |

Fuente: Elaboración propia en base valores extraídos de la revista Márgenes Agropecuarios.

Por consiguiente, además de las pérdidas que puede originar una mala campaña por rendimientos menores a los esperados, hay que contemplar dentro del análisis que este costo también debe ser abonado por el productor de manera anual. Este valor así obtenido también podría sumarse a las necesidades de campaña obtenidas previamente para obtener un valor de necesidades totales. Un atenuante a este cálculo, es cuando el alquiler es a rendimiento o se comparte el riesgo de alguna manera para que no tenga que afrontar todo el riesgo quien trabaja el campo. Cuando la cantidad de hectáreas arrendadas es muy importante sobre las propias, este aspecto del análisis cobra principal relevancia.

3. Valor patrimonial sobre deuda total: Como uno de los límites al endeudamiento por todo concepto (proveedores y financieros) se calcula este ratio para saber hasta qué punto los activos fijos que puedan ser liquidables, cubren la deuda contraída del productor. Generalmente es calculado sobre el valor de las hectáreas que el productor posee bajo

propiedad plena (se excluyen aquellas que hayan sido donadas con reserva de usufructo, por ejemplo). De obtenerse un ratio muy alto de endeudamiento sobre el valor patrimonial, seguramente el productor encuentre dificultades para financiarse con terceros, principalmente bancarios.

El productor así planteado, posee en este caso 36.000 has. propias, en el norte de la provincia de Buenos Aires (hectáreas aptas para trigo, maíz, soja) cuyo valor ronda aproximadamente en USD 7.000,00 por hectárea según un informe de la revista Márgenes Agropecuarios al mes de abril 2023. De esta forma, esta relación queda calculada de la siguiente manera:

Figura n° 17

Valuación de los campos propios de “La agrícola SA” al mes de abril 2023

| has propias (1) | Valor por Ha (2) | TOTAL (1x2=3) |
|-----------------|------------------|---------------|
| 36.000 | USD 7.000,00 | USD 43.000,00 |

Fuente: Elaboración propia en base valores extraídos de la revista Márgenes Agropecuarios para el año 2023 y datos del productor.

Luego, sumamos la deuda con terceros de la empresa agropecuaria:

Figura n° 18

Deuda con terceros de “La agrícola SA” al mes de abril 2023

| <u>Deuda comercial (1)</u> | <u>Deuda financiera (2)</u> | <u>Total de deuda (1+2=3)</u> |
|----------------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| USD 4.989.600,00 | USD 5.440.881,42 | USD 10.430.481,42 |

Fuente: Elaboración propia en base valores extraídos de la DDJJ del productor.

Por último, se calcula la razón entre el valor de los campos y la deuda de la compañía:

Figura n°19

Cálculo del valor patrimonial sobre el total de la deuda de “La agrícola SA” al mes de abril 2023

| Valor patrimonial/deuda total | = | Valor de los campos | |
|-------------------------------|---|---------------------|----------------|
| | | Total de deuda | |
| | = | USD | 252.000.000,00 |
| | = | USD | 10.430.481,42 |
| <i>Resultado</i> | = | | 24,16 |

Fuente: Elaboración propia en base valores extraídos de la DDJJ del productor.

Si bien no hay un resultado deseable para este cálculo, la realidad es que cuando comienza a ser bajo porque la compañía posee una deuda abultada, es cuando comienza a ser un factor de disminución de la calificación crediticia. En este caso, por cada USD 1 de deuda, la compañía posee aproximadamente USD 24,16 de patrimonio, lo cual cumple ampliamente cualquier necesidad que surja de una mala campaña, aunque deba desprenderse de algún bien.

4. Stress test: Luego de analizado los indicadores básicos y específicos, los analistas realizan un análisis de stress para determinar cuánto es lo máximo que esta estructura económica y financiera resiste, ante una merma de rendimientos en los cultivos o una baja de precios. Para ello, se sirven de herramientas de simulación como lo puede ser una planilla de Excel o Solver para su cálculo. Como las variables que afectan los ingresos pueden ser muchas y muy variables, en el caso de la empresa bajo estudio, se hará el análisis ante una baja de precios, baja de rendimientos y aumento de costos de manera generalizada. Los resultados son los siguientes de estos escenarios así propuestos, son los siguientes:

En el caso de esta última simulación, con un aumento del 49,45% de costos de manera generalizada, el planteo productivo resulta ser nulo. Este caso al igual que el de precios, resulta ser poco probable, aunque suelen darse aumento de costos en determinados insumos puntuales, como lo sucedió con el caso de la urea¹⁴ que en abril del 2022 valía USD 790 la tonelada, y en abril del 2023, su valor se desplomó a USD 390. Este insumo como fertilizante, es de importancia trascendental para la campaña, siendo su aplicación de 60 a 200 kilos por hectárea.

4.2.1.5. La situación de las inversiones a largo plazo y su financiación

Todo lo anteriormente expuesto, permite analizar la situación financiera y económica del productor (persona jurídica en este caso) orientando este análisis a una necesidad de financiamiento de corto plazo o capital de trabajo para la presente campaña (menor al año). Pero cuando se trata de financiaciones de largo plazo (mayores a un año) el análisis que se hace sobre el productor se complejiza un poco más.

Las entidades consultadas agregan a todo el análisis anterior, los siguientes documentos:

- Flujo de fondos que cubra la necesidad de financiamiento de largo plazo como mínimo, y en algunos casos, con más doce meses (ejemplo, si la intención es financiar una cosechadora a 48 meses, solicitan flujo de fondos a 60 meses).
- Análisis profundo de la capacidad patrimonial del productor para determinar garantías colaterales. Generalmente se adjunta DDJJ de bienes personales o manifestación de bienes.

De esta manera se describe como sería el análisis llevado a cabo para estudiar esta necesidad puntual, dado que la misma, es considerada como un proyecto de inversión dentro

¹⁴ Bichos de campo. (29 de Abril de 2023). Valor soja. Obtenido de Empezaron las remarcaciones de precios en fertilizantes nitrogenados y apareció la demanda: <https://bichosdecampo.com/empezaron-las-remarcaciones-de-precios-en-fertilizantes-nitrogenados-y-aparecio-la-demanda/urea-26/>

de la calificación. O sea, que el cliente contará con una calificación compuesta de la siguiente manera:

- **Líneas de crédito para corto plazo:** cuyo monto se desprende de la información analizada anteriormente (DDJJ de saldos, balances, información post cierre de ejercicio, etc.), que tenga plazos de vencimientos menores a un año, y garantías específicas o no para acceder a ellas. Su destino, son los gastos propios de la campaña.
- **Líneas de crédito para el largo plazo:** Generalmente encontramos dentro de estas, las inversiones inherentes a recambio de maquinaria e inversiones de envergadura tal, que requieren plazos largos de financiación. En este caso, la misma es analizada con información específica, como si fuera el análisis de un proyecto de inversión en donde cuya garantía en caso de ser requerida, también puede ser específica y garantizar únicamente esta línea, dejando afuera las de capital de trabajo que pueden tener una garantía o no diferente.

De esta manera, el análisis será el siguiente:

- 1) **Análisis de capacidad de pago:** Este estudio permite determinar si el planteo productivo que el productor llevará adelante para la presente campaña y la generación que este mismo produce, es sostenible por más de un año, para que ello le permita pagar esa financiación a largo plazo. De esta manera, el análisis estará orientado a lo siguiente:

- 1.a. Que el productor pueda mantener la cantidad de hectáreas y su nivel de producción para poseer una generación determinada que permita honrar la deuda.
- 1.b. Que pueda afrontar los pagos de la financiación sin comprometer los compromisos de corto plazo (ejemplo pagos a proveedores) que compliquen la operatividad de la compañía.
- 1.c. Que la adquisición de la maquinaria a financiar resulte acorde a su estructura productiva (ejemplo: una cosechadora para un productor que únicamente trabaja 100 has no sería lógico).

De esta manera, y basados además en el flujo de fondos, el analista se centrará en determinar la capacidad de repago, versus las erogaciones de la deuda a otorgar. Por consiguiente, se hará una simulación del monto de la deuda a financiar y de los pagos involucrados, para luego contrastarlos con la generación de la presente campaña, y con el flujo de fondos que el productor presente. Se expone a continuación un ejemplo:

| | | |
|----|--|---------------------------------------|
| 1. | Tipo de inversión: | Compra de cosechadora |
| 2. | Valor en USD S/IVA | USD 750.000,00 |
| 3. | Financiación por parte del banco: | 70,00% del valor de la proforma S/IVA |
| 4. | Monto a financiar: | USD 525.000,00 |
| 5. | Pagos: | Semestrales |
| 6. | Moneda: | USD |
| 7. | Plazo | 48 meses |
| 8. | Total de cuotas | 6 cuotas bajo sistema francés |
| 9. | Tasa | 3,00% |

De esta manera, la financiación que la entidad financiera otorgará como máximo, es del 70% del valor de la unidad SIN IVA (algunas entidades incluyen el IVA dentro de la financiación, pero para este caso, la misma se deja afuera). Esto es con objeto de que, para disminuir riesgos, se busca que el productor financie una parte del proyecto, haciéndose cargo del 30% del capital y de sus impuestos asociados.

Una simulación de esta financiación sería la siguiente:

Figura n°21

Simulación de un préstamo a 48 meses, bajo sistema francés, y pagos semestrales para la adquisición de la cosechadora a financiar.

| | | | | | | | | | |
|--------------|-------------|------------|-------|--|--|--|--|--|--|
| FECHA INICIO | 04/08/2023 | | | | | | | | |
| CAPITAL | USD | 525.000,00 | | | | | | | |
| PLAZO | | 48 | MESES | | | | | | |
| TASA | | 3,00% | FIJA | | | | | | |
| MONEDA | USD | | | | | | | | |
| PAGOS | SEMESTRALES | | | | | | | | |
| SISTEMA | FRANCES | | | | | | | | |

| Año | Saldo Capital | Pago Capital | Pago intereses | Monto de Pago | Plazo en días | Saldo Capital | Pago N° | Fecha |
|-----|---------------|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------|------------|
| 1 | USD 525.000 | USD 62.257 | USD 7.875 | USD 70.132 | 180 | USD 462.743 | 1 | 31/01/2024 |
| 1 | USD 462.743 | USD 63.190 | USD 6.941 | USD 70.132 | 180 | USD 399.553 | 2 | 29/07/2024 |
| 2 | USD 399.553 | USD 64.138 | USD 5.993 | USD 70.132 | 180 | USD 335.415 | 3 | 25/01/2025 |
| 2 | USD 335.415 | USD 65.100 | USD 5.031 | USD 70.132 | 180 | USD 270.314 | 4 | 24/07/2025 |
| 3 | USD 270.314 | USD 66.077 | USD 4.055 | USD 70.132 | 180 | USD 204.237 | 5 | 20/01/2026 |
| 3 | USD 204.237 | USD 67.068 | USD 3.064 | USD 70.132 | 180 | USD 137.169 | 6 | 19/07/2026 |
| 4 | USD 137.169 | USD 68.074 | USD 2.058 | USD 70.132 | 180 | USD 69.095 | 7 | 15/01/2027 |
| 4 | USD 69.095 | USD 69.095 | USD 1.036 | USD 70.132 | 180 | USD - | 8 | 14/07/2027 |

Fuente: elaboración propia.

De esta manera, el productor abonaría cada seis meses, una cuota de USD 70.132,00 aproximadamente sin IVA, siendo un total de dos por año, que alcanzan el valor de USD 140.263,00 para el primer año. Por consiguiente, lo que el análisis de la situación del productor debe responder es:

- 1) ¿Puede este productor con su generación, afrontar estos pagos sin descuidar el capital de trabajo que necesita para funcionar?
- 2) ¿Puede además de afrontar los pagos, afrontar el pago del 30% del capital y los impuestos (IVA principalmente) asociados a la compra?
- 3) Por último, el productor debería de tomar este préstamo a fines de Julio, para que su primera cuota deba ser abonada luego de la cosecha fina, y la siguiente, luego de obtener ingresos por la cosecha gruesa.

Si recabamos los datos de la situación del productor (figura n°7¹⁵), podremos hacer el siguiente análisis:

¹⁵ Ver página n°31.

Figura n°22

Simulación de la situación actual de la compañía, teniendo en cuenta sus obligaciones y acreencias para la campaña 23/24.

| | | |
|-----|-------------------------------|--------------------------|
| | Generación de campaña | USD 19.723.402,68 |
| (-) | Deuda Bancaria de Corto plazo | -USD 5.229.961,59 |
| (-) | Deuda con proveedores | -USD 4.989.600,00 |
| (+) | Stock a la fecha | USD 5.199.630,95 |
| (+) | Cuentas por cobrar | USD 1.111.132,40 |
| | <i>Resultado</i> | <i>USD 15.814.604,44</i> |

Fuente: elaboración propia según el planteo productivo bajo análisis

Por consiguiente, mediante situaciones climáticas y productivas normales, el productor tendría de libre disponibilidad, unos USD 15.814.604,44 para poder realizar inversiones. Por tal motivo, podría afrontar claramente los USD 140.263,00 correspondientes a las dos primeras cuotas semestrales del préstamo (cuotas del primer año) para la compra de la cosechadora. Por otro lado, analizando las condiciones de la compra, probablemente esta compañía este entregando alguna maquinaria usada como parte de pago para cubrir lo que el banco no financia, dado que como se mencionó anteriormente, posee maquinaria propia.

Con respecto a los períodos posteriores al primer año, la capacidad de pago debería de estar plasmada en el flujo de fondos que le es solicitado a la compañía, para evaluar el impacto de esta incorporación al parque de maquinarias de la empresa. Con lo que la elaboración del flujo de fondos con esa novedad, resulta ser una tarea seria y fundamental para defender esta solicitud, en donde la compañía podría justificar la necesidad de incorporación indicando que corresponde a un recambio/actualización, o para un ahorro en costos.

Punto especial presenta la garantía de esta deuda, la cual será determinada a criterio de la entidad. Para este tipo de operaciones en el mercado, generalmente, se otorga contra

una garantía de prenda salvo del mismo bien a ser adquirido, aunque en determinados casos donde el productor sea patrimonialmente muy solvente, entonces la entidad puede no requerirla dado el conocimiento del productor que ya posee.

4.2.1.6. Conclusiones del análisis de “La agrícola SA”

A continuación, y dado el relevamiento realizado, se exponen las conclusiones para el caso de análisis de la compañía “La agrícola SA”:

1. En las necesidades de financiamiento de corto plazo, posee un planteo productivo acorde a la generación que se espera para la estructura que posee, con ratios financieros y económicos acordes, que no denotan una empresa con problemas para afrontar compromisos. Claramente, luego el monto que las entidades financieras decidan otorgarle se establecerá en base a sus propias políticas de crédito, como lo es por ejemplo no financiar más del 50% de las necesidades de campaña a nivel general. Por consiguiente, siendo las necesidades de campaña de unos USD 38.563.837,00, si se tomara el 50% de este valor como el máximo que las entidades financieras acompañarían, se tendría un monto máximo de USD 19.942.500,00 obtenidos de esta fuente de recursos. Es un monto elevado si se verifica que el balance cerrado con fecha 30/09, la deuda bancaria convertida a dólares utilizando el tipo de cambio promedio de ese período, resultó ser de USD 6.634.524,22 para el 2022 y que, a la fecha, ya tiene compromisos por USD 5.229.961,59. Seguramente, la entidad financiera termine requiriendo en este caso, algún tipo de garantía, que mayormente terminan siendo hipotecas sobre lotes, en el caso de que se decida acompañar a esta compañía en la presente campaña. Además, por la propia experiencia del autor de la presente, suele suceder que una sola entidad no termina aportando toda la financiación, sino que puede ser que ese monto se logre, pero incorporando varias entidades. En este caso, podría esperarse un balance a futuro, con un saldo de deuda importante en caso de darse la situación anteriormente expuesta. Por último, para conseguir el resto de los recursos necesarios, seguramente deba negociar con proveedores para obtener esa financiación, y en su defecto, deberán aportar capital

los accionistas de esta (se puede verificar que hubo pagos de dividendos en la información contenida en la figura n°3¹⁶). En el caso de los proveedores, los mismos suelen tener la figura de insumeras o correacopios¹⁷ con venta de insumos, en donde como a ellos les interesa hacerse del grano por las comisiones asociadas con su comercialización, son más proclives en financiar este tipo de situaciones (justificado el caso en la cantidad de hectáreas propias) para luego hacerse del grano como parte del pago y además brindar servicios asociados.

2. En el aspecto del largo plazo, en donde se analizó la situación de la compra de una maquinaria, la compañía no presentaría tampoco problemas a priori para su pago. El hecho de poseer hectáreas propias fortalece el análisis, aunque hay que seguir de cerca que no crezcan mucho las hectáreas arrendadas, que pueden convertir a la compañía en muy riesgosa. Como puede verse en el comentario del párrafo anterior, ya tiene que hacer frente a negociaciones para obtener recursos para la presente campaña. De tener una unidad usada que entregar como parte de pago, y que la misma cubra lo que debería de pagar (el importe no cubierto por la financiación bancaria) para cubrir el total de la factura de compra, podría verse con muy buenos ojos la operación, dado que no implicaría una erogación inmediata de fondos, sino recién hasta el pago de la primera cuota que vencería a los seis meses de tomado el crédito.

Como comentario final al análisis propuesto, el caso tratado se basa en un supuesto en que el productor trabaja la misma cantidad de hectáreas que la campaña pasada. Cuando ese supuesto se modifica porque la compañía decide ampliarse a nuevas superficies de cultivo, donde las mismas son arrendadas, por ejemplo, la información de los balances anteriores deja de tener gran utilidad dado que ya no resultan comparables, centrando la atención por parte del analista en la viabilidad de que su estructura patrimonial permita ese

¹⁶ Ver página n°26.

¹⁷ Se conoce la la jerga al correacopio, a la figura empresarial que tiene la comercialización de granos por cuenta y orden de terceros, y que además posee plantas de acopio para ofrecer los servicios de acondicionamiento y almacenamiento.

crecimiento que estará plasmado en el planteo productivo, el cual básicamente habla de ese futuro. Por consiguiente, el enfoque se centrará en: patrimonio de la compañía, conocimiento del management, maquinaria con la que se cuenta, y como financiará ese crecimiento.

Por último, un análisis más profundo del resultado financiero y económico de un determinado planteo productivo debería de incluir los impuestos asociados que conlleva la actividad.

4.2.2. Análisis de un caso: JUAN SEMILLA

Se expondrá a continuación el análisis financiero y económico de “JUAN SEMILLA” cuya actividad principal es la de producción primaria de cereales y oleaginosas, con la respectiva información de la campaña que es evaluada. Este caso bajo estudio trata de un productor “persona física” o “empresa unipersonal” que, a diferencia de la persona jurídica, no posee un balance certificado, sino que presenta declaraciones juradas de ganancias y de bienes personales. Esto es un aspecto importante dado que, en el caso de las personas físicas, no hay un informe de auditor ni tampoco saldos certificados, con lo que el estudio de este tipo de casos resulta más complejo.

Datos de la compañía:

- a) Fecha del análisis de la carpeta de crédito: abril/2023
- b) Productor primario, en cuya campaña 23/24 centrará su producción en los cultivos de soja y maíz. Ambos de primera (sin rotación)
- c) Planteo productivo en 5.000 has propias y no realiza arrendamientos.
- d) El mix productivo será: 2.500 has de soja y 2.500 has de maíz.
- e) Soja: sembrada en Octubre/23 y cosecha estimada en mayo/24
- f) Maíz: sembrado en Octubre/23 y cosecha estimada en abril/24
- g) Valor del dólar¹⁸ de referencia:

¹⁸ MatbaRofex. (19 de 04 de 2023). Futuros Financieros. Obtenido de Dolar USA: <https://matbarofex.primary.ventures/futuros/financieros>

Figura n°23

Tipos de cambio de referencia que serán utilizados para el análisis

| MES | VALOR DEL USD | OBSERVACIONES |
|----------------|---------------|--------------------------------|
| abr-23 | \$ 223,21 | Valor del USD al 18/04 |
| may-23 | \$ 244,40 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| oct-23 | \$ 389,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| nov-23 | \$ 424,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| dic-23 | \$ 455,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| abr-24 | \$ 535,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| may-24 | \$ 545,00 | Dólar futuro obtenido el 18/04 |
| | | |
| PROMEDIO ANUAL | VALOR DEL USD | OBSERVACIONES |
| 2021 | \$ 95,16 | Comunicación A3500 |
| 2022 | \$ 130,81 | Comunicación A3500 |

Fuente: MatbaRofex y de la página del BCRA consultadas el 18/04/2023.

- h) El productor posee maquinaria propia para llevar adelante su actividad.
- i) Los gastos generales y de estructura son los siguientes según la DDJJ del cliente:
- Gastos de Estructura **USD 965.580,00**
 - Arrendamientos **USD 0,00**
- j) Información post cierre de ejercicio presentada a continuación. La misma fue convertida a valor de USD, utilizando los tipos de cambio de la figura n°23 anteriormente expuestos, para usar la misma moneda que resulta ser el eje común de esta actividad:

Figura n°24

Información adicional post cierre de ejercicio de JUAN SEMILLA

| | abr-23 | |
|--|---------------|--------------|
| <u>Ventas post cierre de ejercicio</u> | | |
| oct-22 | USD | 99.750,00 |
| nov-22 | USD | 66.500,00 |
| dic-22 | USD | 33.250,00 |
| ene-23 | USD | 66.500,00 |
| feb-23 | USD | 299.250,00 |
| mar-23 | USD | 332.500,00 |
| abr-23 | USD | 365.750,00 |
| Total | USD | 1.263.500,00 |
| Stock a la fecha | USD | 789.473,04 |
| Deuda con proveedores a la fecha | USD | 1.553.953,98 |
| Cuentas por cobrar a la fecha | USD | 201.850,34 |
| Deuda bancaria, con exigencia menor a un año | USD | 72.072,15 |
| Deuda bancaria, con exigencia mayor a un año | USD | 30.888,07 |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio

- k) El planteo productivo confeccionado en base a la información de hectáreas a trabajar, y con datos obtenidos de fuentes de información sobre costos y precios aplicables a esta carpeta, resulta en el siguiente:

Figura n°25:

Detalle del planteo productivo de JUAN SEMILLA para la campaña 23/24: superficie a sembrar, tipo de cultivo, estimaciones de precio, ingresos y costos

| ITEM | Cultivo | SOJA | MAIZ |
|--|---|---------------------------|---------------------------|
| | Ubicación del campo | Norte BS AS-Sur STA FE | Norte BS AS-Sur STA FE |
| 1 | Has cultivo propias | 2.500 | 2.500 |
| 2 | Has Arrendadas | 0 | 0 |
| | Rotación | NO | NO |
| | Siembra | oct-23 | oct-23 |
| 3 | Cosecha | may-24 | abr-24 |
| 4 | Stock inicial (tons) | 200 | 150 |
| 5 | Rendimiento estimado (TON/ha) | 3,5 | 8,0 |
| 6 | Precio Cultivo a cosecha (USD/TON) estimado | USD 360,00 (mayo/24) | USD 212,00 (abril/24) |
| 7 | Ingreso Bruto x Ha | USD 1.260,00 | USD 1.696,00 |
| 8 | Gastos comercialización (USD/Has) | USD 214,00 | USD 430,00 |
| 9 | Labranzas (USD/Has) | USD 96,00 | USD 76,00 |
| 10 | Semillas (USD/Has) | USD 61,00 | USD 171,00 |
| 11 | Agroquimicos+Fertilizantes (USD/Has) | USD 117,00 | USD 280,00 |
| 12 | Cosecha (USD/Has) | USD 88,00 | USD 93,00 |
| 13 = 8+9+10+11+12 | Total costos (USD/Has) | USD 576,00 | USD 1.050,00 |
| 14 = 7 - 13 | MARGEN BRUTO (USD/Has) | USD 684,00 | USD 646,00 |
| 15 = 14 x (1+2) | MARGEN BRUTO TOTAL POR CULTIVO | USD 1.710.000,00 | USD 1.615.000,00 |
| 16 = SUMA DE CULTIVOS (ITEM 15) | RESULTADO PLANTEO PRODUCTIVO | USD | 3.325.000,00 |
| | Detalle | Monto en USD | |
| | Resultado Planteo Productivo | USD 3.325.000,00 | |
| | Gastos de Estructura | -USD 965.580,00 | |
| | Arrendamientos | USD - | |
| | Generación Operativa | USD 2.359.420,00 | |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio, precios de futuros disponibles en Rofex, y costos informados en Márgenes agropecuarios.

- l)** La información cualitativa correspondiente al punto 3.1.1. (Análisis de la empresa: aspectos cualitativos y cuantitativos básicos)¹⁹ desarrollado en el presente trabajo, no será realizada dado que si bien forma parte del conjunto de información que será tenida en cuenta al momento de concluir el análisis por parte del analista de la entidad financiera, se supone que es una persona conocida por la entidad, con buen comportamiento de pago y con una trayectoria reconocida. A diferencia de una sociedad, donde se centra la atención en el management y en los accionistas, cuando se trata de personas físicas, el conocimiento del titular del negocio (Juan Semilla en este caso) es esencial.
- m)** Con respecto a la información extraída de las declaraciones juradas de ganancias y de bienes personales de los ejercicios 2021 y 2022, es la que se expone a continuación. Una diferencia con el caso de la persona jurídica antes presentada es que, en este caso, se han convertido los valores contenidos en las DDJJ a USD tomando el promedio de tipo de cambio de cada año, para su conversión:

¹⁹ Ver página n° 15

Figura n°26:

Información de la DDJJ de ganancias y bienes personales de “Juan Semilla”, de los ejercicios 2021 y 2022, tanto en pesos como en dólares al tipo de cambio promedio de cada año:

| Fecha de Cierre | 31/12/2021 | 31/12/2022 | USD 2021 | USD 2022 |
|-------------------------------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| Tipo de Balance | DDJJ GAN+DDJJ BP | DDJJ GAN+DDJJ BP | \$ 95,16 | \$ 130,81 |
| Actividad | RENTAS DE 3RA CAT | RENTAS DE 3RA CAT | | |
| | | | | |
| BIENES PERSONALES | 31/12/2021 | 31/12/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2022 |
| BS en el país+BS en el ext.+Exentos | \$ 1.217.214.683,09 | \$ 1.709.207.228,60 | USD 12.791.041,37 | USD 13.066.444,47 |
| | | | | |
| DDJJ DE GANANCIAS | 31/12/2021 | 31/12/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2022 |
| Ingresos | \$ 608.563.254,80 | \$ 945.527.234,00 | USD 6.395.057,40 | USD 7.228.309,65 |
| Resultado Neto | \$ 90.405.020,00 | \$ 125.792.812,00 | USD 950.016,76 | USD 961.653,31 |
| | | | | |
| PAPELES SIAP BP + GAN | | | | |
| Activo | 31/12/2021 | 31/12/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2022 |
| Disponibilidades | \$ 21.286.080,00 | \$ 49.240.800,00 | USD 223.683,74 | USD 376.433,10 |
| Créditos por ventas | \$ 61.087.309,56 | \$ 66.009.552,80 | USD 641.933,03 | USD 504.625,85 |
| Bienes de cambio | \$ 289.551.288,58 | \$ 258.175.250,40 | USD 3.042.735,65 | USD 1.973.682,60 |
| Inversiones | \$ - | \$ - | - | - |
| bienes de uso | \$ 145.537.164,18 | \$ 138.439.316,68 | USD 1.529.370,22 | USD 1.058.332,55 |
| | | | | |
| Pasivo | 31/12/2021 | 31/12/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2022 |
| Proveedores | \$ 382.657.676,78 | \$ 508.177.525,60 | USD 4.021.139,61 | USD 3.884.884,94 |
| Deuda financiera | \$ 24.050.202,00 | \$ 33.670.282,80 | USD 252.730,38 | USD 257.400,55 |
| Cargas fiscales | \$ 3.404.800,00 | \$ 4.805.000,40 | USD 35.779,18 | USD 36.732,98 |
| <i>Total Pasivo</i> | \$ 410.112.678,78 | \$ 546.652.808,80 | USD 4.309.649,16 | USD 5.744.474,49 |

Glosario: DDJJ (Declaración jurada); GAN (Ganancias); BP (Bienes personales); BS (bienes)

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio.

Con todo lo recopilado y expuesto anteriormente, se comienza con el análisis del caso en los siguientes puntos.

4.2.2.1. Análisis horizontal de la DDJJ de ganancias

A diferencias de lo que resulta de un balance, la información contenida en las declaraciones juradas impositivas de un productor persona física, resulta ser algo más reducida. Por ello, además de la información económica y financiera, los analistas ponen el acento en conocer al productor de manera personal, mediante entrevistas o referencias, dado que resulta ser un análisis que, si bien es más acotado, es más complejo, dado que todo el riesgo recae en una sola persona.

De la información obtenida, se realiza a continuación el análisis horizontal de partidas que son consideradas importantes, con la salvedad de que se va a tomar los valores contenidos en las mismas convertidas a dólares, al tipo de cambio promedio correspondiente a cada año para que la información resulte comparable, dado que, a diferencia de la persona jurídica, la presentación de esta información no se encuentra ajustada a valores actuales en el caso del ejercicio 2021:

Figura n°27:

Información de la DDJJ de ganancias y bienes personales de “Juan Semilla” con análisis horizontal, para los ejercicios 2021 y 2022 convertidos a dólares

| Fecha de Cierre | 31/12/2021 | 31/12/2022 | |
|-------------------------------------|-------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| Tipo de Balance | DDJJ GAN+DDJJ BP | DDJJ GAN+DDJJ BP | |
| Actividad | RENTAS DE 3RA CAT | RENTAS DE 3RA CAT | |
| | | | |
| BIENES PERSONALES | 31/12/2021 | 31/12/2022 | Variación interanual |
| BS en el país+BS en el ext.+Exentos | USD 12.791.041,37 | USD 13.066.444,47 | 2,15% |
| | | | |
| DDJJ DE GANANCIAS | 31/12/2021 | 31/12/2022 | Variación interanual |
| Ingresos | USD 6.395.057,40 | USD 7.228.309,65 | 13,03% |
| Resultado Neto | USD 950.016,76 | USD 961.653,31 | 1,22% |
| | | | |
| PAPELES SIAP BP + GAN | | | |
| Activo | 31/12/2021 | 31/12/2022 | Variación interanual |
| Disponibilidades | USD 223.683,74 | USD 376.433,10 | 68,29% |
| Créditos por ventas | USD 641.933,03 | USD 504.625,85 | -21,39% |
| Bienes de cambio | USD 3.042.735,65 | USD 1.973.682,60 | -35,13% |
| Inversiones | - | - | - |
| bienes de uso | USD 1.529.370,22 | USD 1.058.332,55 | -30,80% |
| | | | |
| Pasivo | 31/12/2021 | 31/12/2022 | Variación interanual |
| Proveedores | USD 4.021.139,61 | USD 3.884.884,94 | -3,39% |
| Deuda financiera | USD 252.730,38 | USD 257.400,55 | 1,85% |
| Cargas fiscales | USD 35.779,18 | USD 36.732,98 | 2,67% |
| <i>Total Pasivo</i> | <i>USD 4.309.649,16</i> | <i>USD 4.179.018,47</i> | |

Glosario: DDJJ (Declaración jurada); GAN (Ganancias); BP (Bienes personales); BS (bienes)

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio.

Los datos claves que se observan de la misma, es un crecimiento de respaldo patrimonial del 2,15% (hay que tener en cuenta que los bienes pueden estar subvaluados), y cuyo valor al 2022 que asciende a USD 13.066.444,47, resultando ser más alto que la suma de la deuda con proveedores, deuda bancaria y deudas fiscales que ascienden a USD 4.179.018,47 en total. Esto claramente indica que el productor posee una solvencia tal, que le permite responder ante tales deudas, vendiendo en su caso bienes como última instancia.

Para obtener un valor actualizado de estos bienes, suele adicionarse, como se indica en apartados anteriores, una manifestación de bienes en donde se indique el tipo de bien y un valor aproximado de mercado o tasación en caso de inmuebles. Estos valores claramente luego pueden ser contrastados con revistas especializadas cuando se trata de campos por ejemplo (en este caso el productor posee 5.000 has). Por otro lado, las disponibilidades crecieron en un 68,29%, mientras que los bienes de cambio (commodities) presentan una disminución significativa.

Por último, analizando los ingresos, se observa un crecimiento del 13,03% de los mismos, que pueden estar originados por un incremento en los precios, un incremento de las hectáreas sembradas, o de un aumento en la productividad propiamente dicha. Sin embargo, el resultado neto apenas se incrementa en un 1,22%, con lo que ese mayor ingreso se pierde en la cadena de costos (incluyendo impuestos) para terminar teniendo casi un mismo resultado al año anterior. Esto es una de las dificultades de estas comparaciones, dado que el origen de esta variación puede ser también una mezcla de las anteriormente indicadas, lo que siempre conlleva a consultar al productor sobre su origen, cuando la variación es tan importante.

4.2.2.2. Análisis vertical de la DDJJ de ganancias

Con respecto al análisis vertical de las declaraciones juradas del productor, se harán hincapié sobre aquellas variaciones que se consideran relevantes. A diferencia del análisis horizontal donde se tomaron en cuenta las partidas en pesos y en dólares, aquí solamente se tomarán en dólares, dado que el porcentaje de peso de cada una de ellas, no cambia o no se modifica si tomamos un tipo de moneda u otro:

Figura n°28:

Información de la DDJJ de ganancias y bienes personales de “Juan Semilla” con análisis vertical, para los ejercicios 2021 y 2022 valorado en dólares

| Fecha de Cierre | 31/12/2021 | | 31/12/2022 | | | |
|-------------------------------------|-------------------|---------------------|-------------------|---------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| Tipo de Balance | DDJJ GAN+DDJJ BP | | DDJJ GAN+DDJJ BP | | | |
| Actividad | RENTAS DE 3RA CAT | | RENTAS DE 3RA CAT | | | |
| BIENES PERSONALES | | | | | | |
| | 31/12/2021 | | 31/12/2022 | | | |
| BS en el país+BS en el ext.+Exentos | USD | 12.791.041,37 | USD | 13.066.444,47 | | |
| DDJJ DE GANANCIAS | | | | | | |
| | 31/12/2021 | | 31/12/2022 | | RN/Ingreso | RN/Ingreso |
| Ingresos | USD | 6.395.057,40 | USD | 7.228.309,65 | 31/12/2021 | 31/12/2022 |
| Resultado Neto | USD | 950.016,76 | USD | 961.653,31 | 14,86% | 13,30% |
| PAPELES SIAP BP + GAN | | | | | | |
| Activo | | | | | | |
| | 31/12/2021 | | 31/12/2022 | | | |
| Disponibilidades | USD | 223.683,74 | USD | 376.433,10 | | |
| Créditos por ventas | USD | 641.933,03 | USD | 504.625,85 | | |
| Bienes de cambio | USD | 3.042.735,65 | USD | 1.973.682,60 | | |
| Inversiones | | - | | - | | |
| bienes de uso | USD | 1.529.370,22 | USD | 1.058.332,55 | | |
| Pasivo | | | | | | |
| | 31/12/2021 | | 31/12/2022 | | PARTIDA/Pasivo total 2021 | PARTIDA/Pasivo total 2022 |
| Proveedores | USD | 4.021.139,61 | USD | 3.884.884,94 | 93,31% | 92,96% |
| Deuda financiera | USD | 252.730,38 | USD | 257.400,55 | 5,86% | 6,16% |
| Cargas fiscales | USD | 35.779,18 | USD | 36.732,98 | 0,83% | 0,88% |
| <i>Total Pasivo</i> | USD | <i>4.309.649,16</i> | USD | <i>4.179.018,47</i> | | |

Glosario: DDJJ (Declaración jurada); GAN (Ganancias); BP (Bienes personales); RN (resultado neto)

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio.

En el análisis vertical, donde como fue tratado en apartados anteriores es útil para el cálculo de márgenes y participaciones, vemos que el análisis es mas escueto. Únicamente podemos mencionar que el margen calculado contemplando el resultado neto sobre los ingresos, resulta relativamente menor en el año 2022 que en el año 2021. El origen, resultará de una entrevista con el productor en el caso de ser necesario, dado que puede ser como se comentó anteriormente, el resultado de variaciones de precios, costos o de rendimientos.

Con respecto a la deuda, el 92,96% del total del pasivo es concentrado en proveedores, lo cual resulta lógico para este tipo de actividades y más aún en tiempos donde la oferta financiera puede ser poco conveniente.

4.2.2.3. Análisis de la DDJJ e información económica y financiera

Como fuera expuesto anteriormente, la información contenida en las declaraciones juradas impositivas de los productores, pueden quedar muy antiguas con respecto a la fecha en la que se realizan los respectivos análisis. Por ello, el complemento de la información contenida en las figuras n°25 y n°26 antes expuestas (información post cierre de ejercicio y planteo productivo), resulta de suma importancia para poder realizar un estudio acorde a la actualidad del productor.

Comenzando con este análisis, se observa lo siguiente:

1. Las ventas post cierre de ejercicio, indican que el productor fue vendiendo casi todo el stock que poseía a la fecha. En la DDJJ de ganancias, podía calcularse un stock valuado en USD 1.973.682,60, cuando en la información post cierre de ejercicio, indica poseer USD 789.473,04,
2. Disminución de la deuda con proveedores. En su última DDJJ la misma ascendía a USD 3.884.884,94 y en la información post cierre de ejercicio, la misma asciende a USD 1.553.953,98. Esta disminución puede estar relacionada con la caída del stock, en la cual el productor puede haber entregado los bienes de cambio para cancelar deuda.
3. No se verifica que el productor haya contraído nueva deuda bancaria, pero la mayor parte de la ya tomada es exigible en menos de un año.
4. En relación a la facturación y a la facturación proyectada para la campaña, la misma resulta ser similar a la contenida en la DDJJ de ganancias. En el planteo productivo, se plantea una facturación de USD 7.390.000,00 cuando en la declaración jurada de ganancias, se informaron a valores de dólar promedio, unos USD 7.228.309,65. Por consiguiente, la información proporcionada en el planteo productivo parece ser consistente con las declaraciones juradas previas.

Este tipo de análisis que permite mirar sobre el pasado (en el caso de las DDJJ de ganancias y bienes personales) y analizar el proyecto productivo de cara al futuro sobre la información proporcionada, se vuelve mucho más complejo cuando el productor modifica su esquema de producción, incorporando campos arrendados, o reduciendo los mismos. Esto hace que se vuelva poco comparable los ingresos obtenidos y que constan en las declaraciones juradas de impuestos pasadas, con respecto al planteo productivo que habla

sobre el futuro. Ante situaciones como estas, los analistas han manifestado que dependerá del nivel de cambio (cuanto es lo que cambia la superficie a trabajar) poniéndose el acento y la lupa, sobre el comportamiento y respaldo patrimonial que el productor tenga, para determinar el acompañamiento en presente campaña.

4.2.2.4. Ratios específicos relevados:

Al igual que sucede en la sociedad anteriormente analizada, también son aplicables algunos ratios específicos a la situación del productor que en este caso es persona física.

1. Necesidades de campaña
2. Hectáreas propias sobre hectáreas arrendadas
3. Deuda total sobre el valor de los campos
4. Stres test

A continuación, se hará un desarrollo de cada uno de ellos:

1. Necesidades de campaña: De los datos obtenidos por el productor, y validados con las revistas especializadas, puede calcularse las necesidades de campaña.

Figura n°29:

Cálculo de las necesidades de campaña de “Juan Semilla” a abril/23.

| NECESIDADES DE CAMPAÑA _(t) | = | COSTOS DIRECTOS CAMPAÑA _(t) | - | STOCKS CAMPAÑA _(t-1) | + | DEUDA COMERCIAL _(t-1) | - | CREDITOS POR VENTAS |
|---------------------------------------|---|---|---|---------------------------------|---|----------------------------------|---|---------------------|
| NECESIDADES DE CAMPAÑA _(t) | = | USD 4.065.000 | - | USD 789.473,04 | + | USD 1.553.953,98 | - | USD 201.850,34 |
| NECESIDADES DE CAMPAÑA _(t) | = | USD 4.627.631 | | | | | | |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio.

Por consiguiente, y dependiendo de la entidad y de sus políticas de crédito, el productor obtendría una calificación no mayor al 50% de los USD 4.627.631,00 como necesidades de campaña. Claramente, este valor resulta ser a priori, dado que luego

dependerá de la deuda actual que el productor ya posea y que puede disminuir este monto, como así también del comportamiento de pago en las deudas contraídas anteriormente y del conocimiento que la entidad tenga del productor.

2. Hectáreas propias sobre hectáreas arrendadas: A diferencia del planteo de la persona jurídica, en este caso, no hay hectáreas arrendadas, con lo que este ratio no puede ser calculado.
3. Deuda total sobre valor de los campos: Este aspecto resulta ser más importante en este caso, dado que la única garantía de la deuda contraída es él como persona física, y los bienes que este posea. En el caso de las sociedades, ante un fallecimiento de un accionista, la misma puede tener continuidad, cosa que no sucede tan fácilmente con las personas físicas.

Figura n°30:

Cálculo de las necesidades de campaña de “Juan Semilla” al mes de abril/23.

| has propias (1) | Valor por Ha (2) | TOTAL (1x2=3) |
|--------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|
| 5.000 | USD 7.000,00 | USD 35.000.000,00 |
| | | |
| | | |
| <u>Deuda comercial (1)</u> | <u>Deuda financiera (2)</u> | <u>Total de deuda (1+2=3)</u> |
| USD 1.553.953,98 | USD 102.960,22 | USD 1.656.914,20 |
| | | |
| Valor patrimonial/deuda total | = | <u>Valor de los campos</u> |
| | | Total de deuda |
| | | USD 35.000.000,00 |
| | = | USD 1.656.914,20 |
| <i>Resultado</i> | = | 21,12 |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio.

En este caso, el valor de la deuda comercial y bancaria del productor alcanzan el valor de USD 1.656.914,20 cuando el valor de sus campos es de aproximadamente USD 35.000.000,00. Esto indica que por cada USD 1 de deuda, el cliente posee USD 21,12 de patrimonio.

4. **Stress test:** Por último, se analiza sobre el planteo productivo del productor, cual es la variación en precio y cantidad máxima, que este soportaría, para no incurrir en pérdidas.

Figura n°31:

Stress test del planteo productivo de “Juan Semilla” al mes de abril/23, modificando los costos de los insumos.

Nuevos costos por ha de los cultivos:

- Soja: USD 1.047,14
- Maíz: USD 1.908,86

| ITEM | Cultivo | SOJA | MAIZ |
|--|---|---------------------------|---------------------------|
| | Ubicación del campo | Norte BS AS-Sur STA FE | Norte BS AS-Sur STA FE |
| 1 | Has cultivo propias | 2.500 | 2.500 |
| 2 | Has Arrendadas | 0 | 0 |
| | Rotación | NO | NO |
| | Siembra | oct-23 | oct-23 |
| 3 | Cosecha | may-24 | abr-24 |
| 4 | Stock inicial (tons) | 200 | 150 |
| 5 | Rendimiento estimado (TON/ha) | 3,5 | 8,0 |
| 6 | Precio Cultivo a cosecha (USD/TON) estimado | USD 360,00 (mayo/24) | USD 212,00 (abril/24) |
| 7 | Ingreso Bruto x Ha | USD 1.260,00 | USD 1.696,00 |
| 13 = 8+9+10+11+12 | Total costos (USD/Has) | USD 1.047,14 | USD 1.908,86 |
| 14 = 7 - 13 | MARGEN BRUTO (USD/Has) | USD 212,86 | -USD 212,86 |
| 15 = 14 x (1+2) | MARGEN BRUTO TOTAL POR CULTIVO | USD 532.140,22 | -USD 532.140,22 |
| 16 = SUMA DE CULTIVOS (ITEM 15) | RESULTADO PLANTEO PRODUCTIVO | USD | - |
| | Detalle | Monto en USD | |
| | Resultado Planteo Productivo | USD - | |
| | Gastos de Estructura | USD - | |
| | Arrendamientos | USD - | |
| | Generación Operativa | USD - | |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio, utilizando solver.

Con un aumento de costos del 81,80%, podemos ver en la figura n° 32 antes expuesta, que los mismos ascienden desde los USD 4.065.000,00 hasta los USD 7.390.000,00, resultando por consiguiente el planteo productivo en USD 0. Al igual que en el caso de la persona jurídica, no sería una situación probable, dado que el aumento de costos suele darse en algunos insumos y no en todos. De igual manera, y comparándolo con el planteo productivo de La agrícola SA, vemos que en el a diferencia de esta, la persona física “soporta” un mayor aumento de costos que aquella. Esto principalmente está dado por el hecho de que la persona física, no tiene campos en alquiler, a pesar, que posee una estructura más pesada en relación a sus ingresos. De esta manera se obtiene que dividiendo los gastos de estructura de la persona física sobre el resultado del planteo productivo (USD 965.580,00 / USD 3.325.000,00) resulta en una incidencia del 29,04%, mientras que en el caso de la persona jurídica esto arroja como resultado un 7,26% (USD 2.050.597,32 / USD 28.254.000,00).

Continuando con una variación que podría darse de los precios, se obtiene lo siguiente:

Figura n°32:

Stress test del planteo productivo de “Juan Semilla” a abril/23, modificando los ingresos de los cultivos.

Nuevos precios de los cultivos:

- Soja: USD 152,91
- Maíz: USD 90,04

| ITEM | Cultivo | SOJA | MAIZ |
|--|---|---------------------------|---------------------------|
| | Ubicación del campo | Norte BS AS-Sur STA FE | Norte BS AS-Sur STA FE |
| 1 | Has cultivo propias | 2.500 | 2.500 |
| 2 | Has Arrendadas | 0 | 0 |
| | Rotación | NO | NO |
| | Siembra | oct-23 | oct-23 |
| 3 | Cosecha | may-24 | abr-24 |
| 4 | Stock inicial (tons) | 200 | 150 |
| 5 | Rendimiento estimado (TON/ha) | 3,5 | 8,0 |
| 6 | Precio Cultivo a cosecha (USD/TON) estimado | USD 152,91 (mayo/24) | USD 90,04 (abril/24) |
| 7 | Ingreso Bruto x Ha | USD 535,17 | USD 720,36 |
| 8 | Gastos comercialización (USD/Has) | USD 90,89 | USD 182,64 |
| 9 | Labranzas (USD/Has) | USD 96,00 | USD 76,00 |
| 10 | Semillas (USD/Has) | USD 61,00 | USD 171,00 |
| 11 | Agroquímicos+Fertilizantes (USD/Has) | USD 117,00 | USD 280,00 |
| 12 | Cosecha (USD/Has) | USD 88,00 | USD 93,00 |
| 13 = 8+9+10+11+12 | Total costos (USD/Has) | USD 452,89 | USD 802,64 |
| 14 = 7 - 13 | MARGEN BRUTO (USD/Has) | USD 82,28 | -USD 82,28 |
| 15 = 14 x (1+2) | MARGEN BRUTO TOTAL POR CULTIVO | USD 205.696,37 | -USD 205.696,37 |
| 16 = SUMA DE CULTIVOS (ITEM 15) | RESULTADO PLANTEO PRODUCTIVO | -USD | 0,00 |
| | Detalle | Monto en USD | |
| | Resultado Planteo Productivo | -USD | 0,00 |
| | Gastos de Estructura | -USD | 0,00 |
| | Arrendamientos | USD | - |
| | Generación Operativa | -USD | 0,00 |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio, utilizando solver.

En este caso, la variación que el planteo productivo soporta es una disminución de un 57,53% de manera generalizada. Nuevamente, no sería probable una baja tan significativa de los precios de los commodities, pero es importante conocer el límite sobre el cual, el planteo productivo resulta ser nulo.

Figura N°33:

Stress test del planteo productivo de “Juan Semilla” a abril/23, modificando rindes del planteo productivo.

Nuevos rindes por cada cultivo:

- Soja: 1,5 tons por ha
- Maíz: 3,4 tons por ha

| ITEM | Cultivo | SOJA | MAIZ |
|---------------------------------|---|-------------------------|--------------------------|
| | Ubicación del campo | Norte BS AS-Sur STA FE | Norte BS AS-Sur STA FE |
| 1 | Has cultivo propias | 2.500 | 2.500 |
| 2 | Has Arrendadas | 0 | 0 |
| | Rotación | NO | NO |
| | Siembra | oct-23 | oct-23 |
| 3 | Cosecha | may-24 | abr-24 |
| 4 | Stock inicial (tons) | 200 | 150 |
| 5 | Rendimiento estimado (TON/ha) | 1,5 | 3,4 |
| 6 | Precio Cultivo a cosecha (USD/TON) estimado | USD 360,00 (mayo/24) | USD 212,00 (abril/24) |
| 7 | Ingreso Bruto x Ha | USD 535,17 | USD 720,36 |
| 8 | Gastos comercialización (USD/Has) | USD 90,89 | USD 182,64 |
| 9 | Labranzas (USD/Has) | USD 96,00 | USD 76,00 |
| 10 | Semillas (USD/Has) | USD 61,00 | USD 171,00 |
| 11 | Agroquimicos+Fertilizantes (USD/Has) | USD 117,00 | USD 280,00 |
| 12 | Cosecha (USD/Has) | USD 88,00 | USD 93,00 |
| 13 = 8+9+10+11+12 | Total costos (USD/Has) | USD 452,89 | USD 802,64 |
| 14 = 7 - 13 | MARGEN BRUTO (USD/Has) | USD 82,28 | -USD 82,28 |
| 15 = 14 x (1+2) | MARGEN BRUTO TOTAL POR CULTIVO | USD 205.696,37 | -USD 205.696,37 |
| 16 = SUMA DE CULTIVOS (ITEM 15) | RESULTADO PLANTEO PRODUCTIVO | USD 0,00 | 0,00 |
| | Detalle | Monto en USD | |
| | Resultado Planteo Productivo | USD 0,00 | |
| | Gastos de Estructura | USD 0,00 | |
| | Arrendamientos | USD - | |
| | Generación Operativa | USD 0,00 | |

Fuente: elaboración propia en base a datos extraídos del caso bajo estudio, utilizando solver.

Puede verificarse en el caso de la persona física, que su planteo productivo soporta una disminución de un 57,53% de manera generalizada, mientras que la persona jurídica soporta una baja generalizada de un máximo del 35,96%, básicamente porque tiene arrendamientos dentro de su estructura. Esto demuestra el mayor riesgo inherente a estructuras productivas con alto apalancamiento sobre campos arrendados.

4.2.2.5. La situación de las inversiones a largo plazo y su financiación

Para el caso de una evaluación con objeto de incorporar una cosechadora al parque de maquinarias de este productor, podemos tomar como ejemplo el análisis del caso utilizado para la persona jurídica, contenido en el punto 4.2.1.5 del presente trabajo. Dicho análisis, es el mismo que se realizó en ese apartado, y también debe ser sustentado en un flujo de fondos que en este caso debe elaborar la persona física, para justificar que podrá hacer frente al repago de la deuda, apoyándose en que esta incorporación de maquinaria le proporcionará a su estructura, un ahorro en costos o una mayor eficiencia.

Dicho esto, el análisis buscará responder a las mismas preguntas que ya fueron planteadas para el caso mencionado:

- 1.a.** Que el productor pueda mantener la cantidad de hectáreas y su nivel de producción para poseer una generación determinada que permita honrar la deuda.
- 1.b.** Que pueda afrontar los pagos de la financiación sin comprometer los compromisos de corto plazo (ejemplo pagos a proveedores) que compliquen su operatividad.
- 1.c.** Que la adquisición de la maquinaria a financiar resulte acorde a su estructura productiva (ejemplo: una cosechadora para un productor que únicamente trabaja 100 has., no sería lógico).

Tomando como base la misma inversión que se propuso en el análisis de la persona jurídica, se analiza a continuación la situación de esa misma operación, pero para la persona física:

| | |
|--|---------------------------------------|
| 10. Tipo de inversión: | Compra de cosechadora |
| 11. Valor en USD S/IVA | USD 750.000,00 |
| 12. Financiación por parte del banco: | 70,00% del valor de la proforma S/IVA |
| 13. Monto a financiar: | USD 525.000,00 |
| 14. Pagos: | Semestrales |
| 15. Moneda: | USD |
| 16. Plazo | 48 meses |
| 17. Total de cuotas | 6 cuotas bajo sistema francés |
| 18. Tasa | 3,00% |

De esta manera, la financiación que la entidad financiera otorgará como máximo, es del 70% del valor de la unidad SIN IVA (algunas entidades incluyen el IVA dentro de la financiación, pero para este caso, la misma se deja afuera). Esto es con objeto de que, para disminuir riesgos, se busca que el productor financie una parte del proyecto, haciéndose cargo del 30% del capital y de sus impuestos asociados.

Una simulación de esta financiación sería la siguiente:

Figura n°34

Simulación de un préstamo a 48 meses, bajo sistema francés, y pagos semestrales para la adquisición de la cosechadora a financiar.

| Año | Saldo Capital | Pago Capital | Pago intereses | Monto de Pago | Plazo en días | Saldo Capital | Pago N° | Fecha |
|-----|---------------|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------|------------|
| 1 | USD 525.000 | USD 62.257 | USD 7.875 | USD 70.132 | 180 | USD 462.743 | 1 | 31/01/2024 |
| 1 | USD 462.743 | USD 63.190 | USD 6.941 | USD 70.132 | 180 | USD 399.553 | 2 | 29/07/2024 |
| 2 | USD 399.553 | USD 64.138 | USD 5.993 | USD 70.132 | 180 | USD 335.415 | 3 | 25/01/2025 |
| 2 | USD 335.415 | USD 65.100 | USD 5.031 | USD 70.132 | 180 | USD 270.314 | 4 | 24/07/2025 |
| 3 | USD 270.314 | USD 66.077 | USD 4.055 | USD 70.132 | 180 | USD 204.237 | 5 | 20/01/2026 |
| 3 | USD 204.237 | USD 67.068 | USD 3.064 | USD 70.132 | 180 | USD 137.169 | 6 | 19/07/2026 |
| 4 | USD 137.169 | USD 68.074 | USD 2.058 | USD 70.132 | 180 | USD 69.095 | 7 | 15/01/2027 |
| 4 | USD 69.095 | USD 69.095 | USD 1.036 | USD 70.132 | 180 | USD - | 8 | 14/07/2027 |

Fuente: elaboración propia.

Entonces, con el análisis nuevamente se busca responder a los siguientes interrogantes:

- 1) ¿Puede este productor con su generación afrontar estos pagos sin descuidar el capital de trabajo que necesita para funcionar?
- 2) ¿Puede además de afrontar los pagos, afrontar el pago del 30% del capital y los impuestos (Iva principalmente) asociados a la compra?
- 3) Por último, el productor debería de tomar este préstamo a fines de Julio, para que su primera cuota deba ser abonada luego de la cosecha fina, y la siguiente, luego de obtener ingresos por la cosecha gruesa.

Recordando que el productor tendrá una necesidad de campaña de USD 4.627.631,00 sin considerar la deuda de corto plazo que asciende a USD 72.072,15, ahora habría que adicionarse el monto de las dos primeras cuotas del préstamo a obtenerse para la compra de la cosechadora, que suma USD 140.263,00. En total, las obligaciones de corto plazo necesarias para llevar adelante este proyecto de producción, es de USD 4.839.965,75, sin tener en cuenta que además debe hacerse frente a lo no financiado por la entidad en la compra de la máquina que, de tratarse de un recambio, podría cubrirse con la entrega de la usada.

Por todo lo considerado anteriormente, y dado la cantidad de hectáreas propias que posee este productor posee (respaldo patrimonial), parece ser a priori una operación que podría llevarse adelante.

4.2.2.6. Conclusiones del análisis de “Juan Semilla”

Las conclusiones que se extraen del caso de Juan Semilla sobre la base de lo expuesto anteriormente son las siguientes:

1. Juan Semilla, es un productor que no arrienda hectáreas, y que además posee maquinaria propia, lo que lo hace un caso menos riesgoso desde ese punto para el análisis. Sin embargo, el hecho de que sea una persona física y esta sea la única garantía de la deuda, puede hacer que tenga una exigencia mayor de garantías (ejemplo, que tenga que presentar una hipoteca o avales de sus herederos).
2. Desde el punto de vista del corto plazo, su actividad no parece tener problemas de financiamiento para llevar adelante la campaña. Sus deudas con proveedores son

bajas, al igual que su deuda bancaria. Esto puede llegar a denotar en el caso de la deuda con proveedores, que puede haber una fuente de financiación disponible allí que puede usar en caso de necesitarla.

3. Con respecto a la compra de la cosechadora (operación de largo plazo), parece ser una operación razonable dado la cantidad de hectáreas que este productor posee, siendo que además su situación financiera parece no presentar problemas. Además de ser un recambio de unidades para lograr mayor tecnología, resultaría en una operación más conveniente para ambas partes (para la parte que financia y obviamente para el productor) dado que redundaría en mejoras de productividad, o en ahorro de costos en su caso si la anterior tenía mantenimientos reiterados y costosos.

Nuevamente, y al igual que lo sucedido con el caso de la persona jurídica, este tipo de análisis no ha contemplado el efecto impositivo contenido en la facturación y en costos.

5. Conclusiones finales

La investigación realizada con objeto de evaluar la utilidad de los análisis económicos y financieros que se exponen en los libros de finanzas para ser aplicados a las empresas agropecuarias productoras de cereales y oleaginosas (trigo, maíz, soja), arrojan como resultado una relativa aplicabilidad de esta metodología para el análisis de este tipo de compañías. En su lugar, se ha verificado que las entidades financieras que otorgan créditos para el agro han desarrollado sectores específicos orientados al análisis de estas empresas con las que además utilizan ratios y metodologías elaborados particularmente para su análisis.

Producto del relevamiento realizado, fue expuesta la manera en la que las entidades financieras analizan a las empresas agropecuarias, desde el punto de vista del requisito documental, como así también pasando por ratios de uso común (con algunas modificaciones) y además fueron expuestos ratios y metodología específicas de análisis que se llevan adelante en este tipo de compañías para el análisis de estas compañías productoras.

Respondiendo a la hipótesis planteada, se puede concluir que efectivamente la metodología de análisis que se utiliza para las empresas comerciales, industriales y de servicios, si bien se asemeja, no resulta aplicable a las empresas agropecuarias como las expuestas en el presente trabajo. Deben realizar modificaciones en esos ratios de uso común, agregar además una metodología y ratios propios para complementar el análisis, y apoyar sus conclusiones en información adicional indefectiblemente, la cual queda plasmada en formularios denominados “planteos productivos” o “planteos de producción” y similares, que se suman además a un conocimiento profundo del productor por parte de los analistas.

En relación a los objetivos planteados, se pudieron cumplir en su totalidad, dado que se logró acceso a personas que realizan la función de analistas de crédito para el sector agropecuario en las entidades financieras privadas más importantes de Rosario, que permitió a través de la información obtenida, poder exponer la metodología relevada en dos casos prácticos (el caso de “La agrícola SA” y “Juan Semilla”) y poder compararla con lo obtenido en la consulta bibliográfica. Resultado de ello, queda expuesto en esos casos prácticos, un proceso ordenado y metodológico que permite arribar a conclusiones más acordes (aunque no acabado) de las empresas agropecuarias desde el punto de vista del riesgo de crédito.

Por último, el relevamiento no ha logrado determinar “rangos” en donde las variables analizadas son determinantes, sino que todo va a formar parte de un resumen de fortalezas y debilidades de cada caso, para luego tomar una decisión en conjunto entre el analista de crédito, y el respectivo oficial comercial encargado de la atención de ese productor. Por ello y reforzando la idea original que motivó a la realización de este trabajo, se recomienda la confección de carpetas ordenadas, teniendo en cuenta que es de suma importancia un planteo productivo bien ordenado, con información completa que haga más fácil y claro, el análisis por parte de la entidad financiera.

6. ANEXOS

Anexo 1: Ratios financieros y económicos

| INDICADORES | CALCULO | MEDIDA | INTERPRETACIÓN |
|---|---|----------|--|
| <i>VARIACIÓN EN VENTAS</i> | $\frac{(\text{VENTAS AÑO 2} - \text{VENTAS AÑO 1}) \times 100}{\text{VENTAS AÑO 1}}$ | % | Las ventas aumentaron o disminuyeron un XX% con relación al período anterior |
| <i>INCIDENCIA DE LOS COSTOS DE VENTA</i> | $\frac{\text{COSTO MERCADERÍA VENDIDA} \times 100}{\text{VENTAS}}$ | % | Los costos de venta representan un XX% de las ventas |
| <i>INCIDENCIA DE LOS GASTOS DE ADMINISTRACIÓN</i> | $\frac{\text{GASTOS DE ADMINISTRACIÓN} \times 100}{\text{VENTAS}}$ | % | Los gastos de administración representan un XX% de las ventas |
| <i>INCIDENCIA DE LOS GASTOS DE COMERCIALIZACIÓN</i> | $\frac{\text{GASTOS DE COMERCIALIZACIÓN} \times 100}{\text{VENTAS}}$ | % | Los gastos de comercialización representan un XX% de las ventas |
| <i>MARGEN BRUTO</i> | $\frac{\text{MARGEN BRUTO} \times 100}{\text{VENTAS}}$ | % | El margen bruto es un XX% de las ventas |
| <i>MARGEN OPERATIVO</i> | $\frac{\text{MARGEN OPERATIVO} \times 100}{\text{VENTAS}}$ | % | El margen operativo es un XX% de las ventas |
| <i>MARGEN NETO</i> | $\frac{\text{MARGEN NETO} \times 100}{\text{VENTAS}}$ | % | El margen neto es un XX% de las ventas |
| <i>EBITDA</i> | RESULTADO OPERATIVO+AMORTIZACIONES | MONEDA | Resulta ser la generación de la compañía para afrontar sus obligaciones. Es el resultado de la compañía, antes de intereses, impuestos y amortizaciones. |
| <i>CAPITAL DE TRABAJO</i> | ACTIVO CORRIENTE - PASIVO CORRIENTE | MONEDA | Un capital de trabajo positivo indica que la empresa posee recursos de corto plazo para enfrentar sus compromisos de corto plazo. |
| <i>RAZÓN CORRIENTE</i> | $\frac{\text{ACTIVO CORRIENTE}}{\text{PASIVO CORRIENTE}}$ | N° VECES | Indica cuanto representa el activo corriente versus el pasivo corriente, en número de veces |
| <i>LIQUIDEZ</i> | $\frac{(\text{DISP.} + \text{CRED. POR VENTAS} + \text{BS DE CAMBIO})}{\text{PASIVO CP}}$ | N° VECES | Indica cuanto representa el activo corriente (descontado el inventario) versus el pasivo corriente, en número de veces |
| <i>PRUEBA ACIDA</i> | $\frac{(\text{DISPONIBILIDADES})}{\text{PASIVO CORRIENTE}}$ | N° VECES | Indica cuanto representa el activo corriente (descontado el inventario) versus el pasivo corriente, en número de veces |
| <i>RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO</i> | $\frac{\text{RESULTADO NETO}}{\text{CAPITAL SOCIAL}}$ | % | Representa el retorno que se obtiene sobre el capital social |

| INDICADORES | CALCULO | MEDIDA | INTERPRETACIÓN |
|---------------------------------------|---|----------|---|
| <i>RELACION DEUDA/EBITDA</i> | $\frac{\text{DEUDA FINANCIERA}}{\text{EBITDA}}$ | Nº VECES | Representa la cobertura de la deuda financiera con el margen bruto |
| <i>SOLVENCIA</i> | $\frac{\text{PASIVO TOTAL} \times 100}{\text{ACTIVO TOTAL}}$ | % | El XX% de las inversiones son financiadas por terceros |
| <i>APALANCAMIENTO NETO</i> | $\frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$ | Nº VECES | Las obligaciones (pasivo) representan xx% los aportes hechos por los accionistas |
| <i>ENDEUDAMIENTO</i> | $\frac{\text{DEUDA FINANCIERA}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$ | % | Las obligaciones (deuda financiera) representan xx% los aportes hechos por los accionistas |
| <i>COBERTURA DE INTERESES</i> | $\frac{\text{RESULTADO OPERATIVO}}{\text{INTERESES}}$ | Nº VECES | Cuando el ratio es mayor que uno, la empresa puede hacerse cargo de los intereses de la deuda. |
| <i>ROA</i> | $\frac{\text{RESULTADO NETO}}{\text{ACTIVOS TOTALES}}$ | Nº VECES | Por cada peso de activo, la empresa generar XX de ganancia |
| <i>RENDIMIENTO ACTIVO FIJO</i> | $\frac{\text{RESULTADO NETO}}{\text{ACTIVO FIJO}}$ | Nº VECES | Es la cantidad de pesos que la empresa genera por cada peso de activo fijo. |
| <i>DÍAS DE PAGO</i> | $\frac{\text{DEUDAS COMERCIALES} \times 365}{\text{COMPRAS}}$ | DÍAS | Días promedio en que la empresa paga a sus proveedores |
| <i>DÍAS DE COBRO</i> | $\frac{\text{CUENTAS POR COBRAR} \times 365}{\text{VENTAS}}$ | DÍAS | Días promedio en el que la empresa cobra sus ventas |
| <i>DÍAS DE INVENTARIO</i> | $\frac{\text{BIENES DE CAMBIO} \times 365}{\text{COSTO DE MERCADERÍA VENDIDA}}$ | DÍAS | Días promedio que a la empresa demora en convertir sus inventarios en efectivo |
| <i>ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR</i> | $\frac{\text{VENTAS}}{\text{CUENTAS POR COBRAR}}$ | Nº VECES | Cantidad de veces en que las cuentas por cobrar se convierten efectivo |
| <i>ROTACIÓN DE INVENTARIOS</i> | $\frac{\text{COSTO DE MERCADERÍA VENDIDA}}{\text{BIENES DE CAMBIO} \times 365}$ | Nº VECES | Número de veces en que la empresa recupera la inversión realizada en inventarios |
| <i>ROTACIÓN ACTIVO FIJO</i> | $\frac{\text{VENTAS}}{\text{ACTIVO FIJO}}$ | Nº VECES | Indica la productividad de los bienes de uso, en relación a las ventas. Por cada peso de bienes de uso, se generan \$x de ventas. |

Anexo 2: Entidades financieras entrevistadas:

Las entidades consultadas, son las expuestas a continuación:

- BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.U.
- BANCO BBVA ARGENTINA S.A.
- BANCO SANTANDER RIO S.A.
- BANCO MACRO S.A.
- BANCO SUPERVIELLE SA
- NUEVO BANCO DE SANTA FE
- BANCO PATAGONIA

Se hace la aclaración de que se abstuvo de consultar a determinadas entidades, dado que, dentro de sus políticas de crédito hay factores de decisión que obedecen a criterios a veces políticos (ejemplo de ello es Bco. Nación, donde en un determinado momento no financiaban a productores, o banco de Córdoba, con líneas específicas que otorgaron para la sequía) o porque existen líneas específicas de fomento al agro que hacen que la financiación no sea decidida por la situación económica y financiera del productor, sino por el solo hecho de ser productor.

Por otra parte, las consultas realizadas a los analistas de las entidades antes mencionadas consistieron en la exposición de los casos tratados en el presente trabajo, sobre el cual se les consultó los aspectos que son tenidos en cuenta, como así también su opinión y conclusiones al respecto. De todo lo relevado, se ha realizado el análisis expuesto, aglutinando todos esos puntos de vista y conclusiones.

7. Bibliografía

- *Agrofynews*. (10 de 12 de 2021). Obtenido de Precios históricos de pizarra de Soja, Trigo y Maíz.: <https://news.agrofy.com.ar/granos/series-historicas-pizarra>
- Amat, Oriol. (2008). *Análisis de balances: Claves para elaborar un análisis de las cuentas anuales*. Barcelona, España: Profit Editorial.
- Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció & Sage Group PLC. (2009). *Valoración de empresas: bases conceptuales y aplicaciones prácticas*. Baelona, España: Profit Editorial.
- Banco Central de la República Argentina . (2019). *Lineamientos para la gestión de riesgos en las entidades financieras. Comunicación "A 6729"*. Buenos Aires: BCRA.
- Banco Central de la Republica Argentina (B.C.R.A). (04 de 10 de 1993). Obligaciones previsionales. *Verificación del cumplimiento de las obligaciones previsionales - Leyes 14499- Art. 12 y 8214*. Capital Federal, Buenos Aires: Publicada en el Boletín Nacional del 19-Oct-1993.
- Bichos de campo. (29 de Abril de 2023). *Valor soja*. Obtenido de Empezaron las remarcaciones de precios en fertilizantes nitrogenados y apareció la demanda: <https://bichosdecampo.com/empezaron-las-remarcaciones-de-precios-en-fertilizantes-nitrogenados-y-aparecio-la-demanda/urea-26/>
- Casanovas, M., & Santandreu, P. (2011). *Guía práctica para la valoración de empresas: Incluye casos prácticos resueltos*. Barcelona, España: Profit Editorial.
- Cotización dolar. (06 de 12 de 2021). *Dolar Histórico en Argentina*. Obtenido de <https://www.cotizacion-dolar.com.ar/cotizaciones-dolar-historico.php>
- FACPCE. (2018). *Resolución Técnica n° 46*. Obtenido de https://consejo.org.ar/storage/attachments/RT_FACPCE_N46.pdf-RY0Y51CE6D.pdf
- Fernández, Pablo. (1998). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor* (Tercera ed.). Barcelona, España: Gestión 2000.
- Frank, R. (2010). *La Optimización de la Empresa Agraria con Programación Lineal* (Primera ed.). Buenos Aires, Argentina: Editorial Facultad Agronomía.
- Garcia, María C. (2010). *Análisis de empresas y riesgo crediticio: incluye una Guía Práctica para realizar proyecciones financieras* (Primera ed.). Buenos Aires, Argentina: Omar D. Buyatti.

- Graham B. & Dodd D. (2009). *Security Analysis* (Sexta ed.). Barcelona, España: Ediciones Deusto.
- Hernández Sampieri, Roberto. (2014). *Metología de la investigación* (Sexta ed.). México, México: MCGRAW-HILL.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos - I.N.D.E.C. (2019). *Censo Nacional Agropecuario 2018 : resultados preliminares* (Libro digital, PDF ed.). Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina: Instituto Nacional de Estadística y Censos - INDEC.
- Margenes Agropecuarios. (Junio 2019). Los números del campo. *Margenes Agropecuarios, Año 34 - N° 408*.
- MatbaRofex. (19 de 04 de 2023). *Futuros Financieros*. Obtenido de Dolar USA: <https://matbarofex.primary.ventures/futuros/financieros>
- Pena de Ladaga, S., & Berger, A. (2006). *Toma de decisiones en el sector agropecuario: Herramientas de Investigación Operativa aplicadas al agro*. Buenos Aires, Argentina: Editorial Facultad de Agronomía.
- Pena De Ladaga, S., & Berger, A. (2013). *Administración de la empresa agropecuaria : conceptos y criterios para el planeamiento* (Primera ed.). Buenos Aires, Argentina: Editorial Facultad Agronomía.
- Sabino, C. (1994). *Como hacer una tesis*. Caracas, Venezuela: Editorial Panapo.
- Sapag Chaín, Nassir. (2007). *Proyectos de inversión. Formulación y Evaluación* (Primera ed.). Naucalpan De Juárez, México: Pearson Educación de México.
- Scherk, Alejandro. (2014). *Manual de Análisis Fundamental* (Quinta ed.). Madrid, España: Inversor Ediciones.
- Sosa Sierra, María del C. (2014). *Análisis fundamental para la valoración y la toma de decisiones* (Primera ed.). Bogotá, Colombia: Alfaomega.
- Tomás, J., & Amat, O. (2002). *Casos prácticos de Análisis del Riesgo de Crédito*. Barcelona, España: Gestión 2000.
- Tomás, J., Amat, O., & Esteve, M. (2005). *Cómo Analizan las Entidades Financieras a sus Clientes* (Tercera ed.). Barcelona, España: Gestión 2000.