

Delgado, Fabián; Milanesi, Gastón S.

PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS: UNA NOTA DIDÁCTICA Y CASO DE APLICACIÓN

XXXIV Jornadas Nacionales de Administración
Financiera

Septiembre 2014

*Delgado, F., Milanesi, G.S.(año). Proyección de estados financieros:
una nota didáctica y caso de aplicación XXXIV Jornadas Nacionales
de Administración Financiera, Septiembre 2014, Córdoba, Argentina..
En RIDCA. Disponible en:*

<http://repositoriodigital.uns.edu.ar/handle/123456789/4338>



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons
Atribución-NoComercial-CompartirIgual 2.5 Argentina
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/2.5/ar/>



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2014**

PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS

Una nota didáctica y caso de aplicación

Fabián Delgado
Gastón S. Milanesi

Universidad Nacional del Sur

SUMARIO: 1. Introducción; 2. Elementos e interrogantes comunes en la planificación financiera; 3. Análisis de caso; 4. Conclusiones.

Para comentarios: milanesi@uns.edu.ar

1. Introducción

Las empresas, cualquiera sea su tamaño, necesitan planificar ya que se encuentran inmersas en un contexto globalizado que está en cambio permanente y donde, día a día, la competencia se intensifica. Por lo tanto, para poder perdurar, deben avizorar qué les deparará el futuro. Ello implica preocuparse no solamente por las acciones que tomarán ellas mismas, sino también por las acciones que serán generadas por su competencia y todo el entorno en el que se desenvuelve la empresa. En la literatura especializada señala la planificación financiera como un camino para pensar futuros cursos de acción realizando asignaciones específicas, explícitas y cuantitativas de recursos con el objeto de proyectar beneficios (Copeland, Weston, Shastri, 2004; Velez Pareja, 2005; Ross, Westerfield, Jaffe, 2005; Brealey, Myers, Allen, 2006; Lopez Dumrauf, 2013; Fernández, 2014). La planificación financiera debe ser una actividad recurrente de la gerencia definiendo los objetivos y la manera de ejecutar las previsiones planteadas.

Una correcta planificación financiera requiere proyectar el Estado de Resultados (ER) y el Estado de Situación Patrimonial (ESP) de la empresa. Los Ingresos por Ventas son el rubro inicial exclusivo de cualquier tipo de proyección financiera que se desee realizar. Una vez definidas éstas, se condiciona el resto de los rubros del ER y la vinculación de los mismos con

el ESP. Para ello, es menester presuponer adecuadamente una serie de variables, valiéndose de toda la historia disponible, así como toda la información respecto a los avatares que le deparará el futuro a la empresa.

También se debe establecer el horizonte temporal de planificación, es decir, de corto o largo plazo, sin perjuicio que la última incorpora a la primera. Las planificaciones a corto plazo reúnen conceptos operativos, en cambio en el largo plazo, se vinculan a conceptos estratégicos y de planificación.

El presente trabajo tiene por objeto ser una nota didáctica donde mediante un sencillo ejemplo se planificación anual se proyectan los estados contables pro forma de Resultados (ER), Situación Patrimonial (ESP) y Variación de Disponibilidades (EVD). Los estados pro forma proyectados sirven de base para valoraciones de empresas, en particular cuando se utilizan modelos basados en el concepto de Ganancias Residuales (*Residual Income*) (Copeland, Koller, Murrin, J, 2000; Pratt, Grabowski, 2008). Ya que si la minuciosidad de un plan financiero detallado, nos permite obtener una definición del valor esperado correspondiente a la inversión en recursos (Activos Operativos Netos), riqueza neta (Patrimonio Neto), beneficios (Resultados Operativos y Netos).

La estructura del trabajo es la siguiente: primero se desarrollan los elementos comunes de la planificación financiera independientemente de las características de la organización objeto de estudio y las etapas de un plan financiero. Seguidamente a través de un caso de aplicación se procederá a ilustrar un procedimiento simple de proyección a un año, partiendo del ER, equilibrando el ESP y proyectando el EVD. Finalmente se exponen las principales conclusiones.

2. Elementos e interrogantes comunes en la planificación financiera

2.1 Los elementos de un plan financiero

Si bien las empresas responden a diferentes tipologías condicionadas por el sector, ciclo de vida del producto, tamaño de sus activos físicos, características de sus intangibles y capital intelectual; las proyecciones financieras reúnen ciertos elementos comunes expuestos a continuación:

- a) *Estimación de ventas*: toda proyección debe comenzar, necesariamente, con el pronóstico de las ventas, empleando técnicas de proyección: sensibilidad de las principales variables que afectan a las ventas, Escenarios condicionados por variables, simulaciones con el fin de estimar el comportamiento estocástico y probabilidades asociadas.
- b) *Estados proforma*: la salida plan financiero se resume en estados proyectados: Estados de Resultados (ER), Estados de Situación Patrimonial (ESP) y Estado de Flujos de Efectivo (EFE). Los valores producto de las proyecciones contenidos en los estados proforma, deben respetar la secuencia lógica de los hechos y actos económicos de la firma; y el impacto patrimonial (aumento, disminución o permuta).
- c) *Necesidad de activos*: debe explicitar el gasto presupuestado de bienes de capital, así como también la variación en el capital de trabajo.
- d) *Necesidades financieras*: se exponen las políticas de deuda y dividendos que se plantean en nuestra planeación.
- e) *Conectividad*: si algunas variables crecen a una determinada tasa, y otras lo hacen a tasas diferentes, necesariamente el plan debe contener una tercera variable que crezca a una tasa distinta, para balancear el desfase entre los dos crecimientos primariamente propuestos.

- f) *Supuestos económicos*: el plan debe contener todos los supuestos macroeconómicos necesarios con el fin de ajustarse a los escenarios presupuestados.

2.2 Interrogantes planteados por la planificación financiera y sus etapas

Una razonable planificación financiera requiere responder los siguientes interrogantes:

- ¿Cuál será nuestro nivel de ventas futuro? ¿Podremos alcanzarlo?
- ¿Mantendremos el crecimiento de ventas de los últimos años o será distinto?
- ¿Creeceremos por vía precios, por vía cantidades, o con un mix de ambos?
- Con el crecimiento que estamos estimando, ¿mantendremos la misma, igual o menor participación en el mercado?
- El margen operativo, ¿se mantendrá o deberá ser modificado?
- ¿Qué ocurrirá con nuestros gastos de comercialización y de administración?
- Los activos fijos y capital de trabajo actuales, ¿sostienen el crecimiento de ventas estimado, o será necesaria una inversión adicional en los mismos?
- De ser necesaria la incorporación de activos fijos y capital de trabajo, ¿cómo serán financiados? ¿Cómo afectará este incremento de financiación nuestro flujo de efectivo?
- ¿Podremos mantener la tasa de distribución de dividendos actual o habrá que modificarla?
- Al final del proceso, ¿tendremos excedente o defecto de fondos en nuestra proyección?

Cabe destacar que la enumeración precedente no es taxativa y se adecua a las diferentes tipologías organizacionales. Pero estas representan la base de respuestas que deben responderse antes del comienzo del proceso de proyección de las variables que condicionan la planificación y su manifestación en los informes proformas. Las etapas correspondientes a un proceso de planificación financiera son:

Etapas 1. Definición de las variables generales de planificación:

- a) Proyección del contexto macroeconómico: Crecimiento esperado, disponibilidad de recursos físicos y logística, características y tamaño del sector público, restricciones al flujo de divisas, inflación y presión fiscal.
- b) Estudio de la rivalidad amplificada: competidores actuales, sustitutos, potenciales, integraciones y barreras de entrada
- c) Definición de la estrategia de la firma: Posicionamiento en el mercado (liderazgo en costos, diferenciación, segmentaciones); utilización y productividad de los recursos, innovaciones y procesos tecnológicos.

Etapas 2. Proyección de las variables:

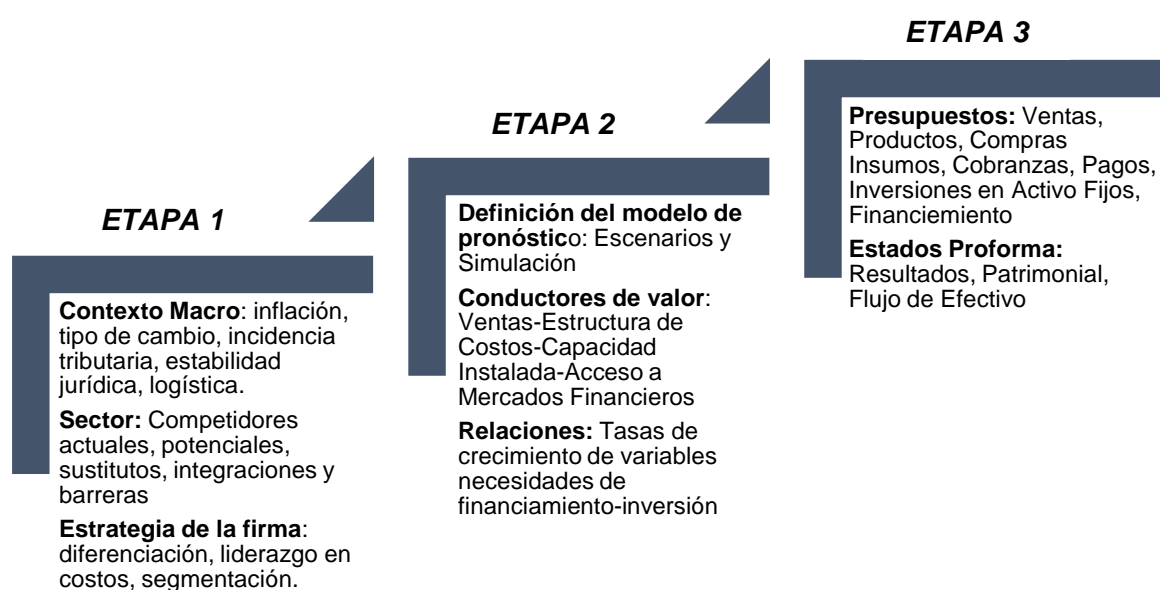
- a) Definición del modelo de proyección de ingresos: Sensibilidad para estimar correlaciones entre variables ingresos, costos y rubros de generación espontánea. Escenarios y simulación para definir valores esperados, desvíos e intervalos de confianza de las variables proyectadas.
- b) Conductores de valor: sobre las proyecciones evolución de las ventas, estructuras de costos, utilización de la capacidad instalada, acceso a mercados y costos financieros.
- c) Relaciones de crecimiento: aumento (disminución) de ingresos y correlación de las variables directas (costos) e indirectas (rubro de generación espontánea). Definición del tratamiento de los excedentes y faltantes de fondos.

Etapa 3. Estados proyectados:

- a) Presupuestos de variables individuales: ingresos por ventas, productos terminados, compras de insumos, cobranzas, pagos, inversiones en activo fijo, uso del financiamiento.
- b) Resumen de proyecciones en estados pro forma: Estados de Resultado, Patrimonial y Flujos de Fondos Proyectados.

En la ilustración 1 se muestra la secuencia del proceso de planificación, segregada en tres fases:

Ilustración 1 Etapas en el proceso de planificación financiera



3. Análisis de caso

A continuación se ilustrará mediante un sencillo ejemplo el proceso de planificación financiera. En aras de simplificar el modelo, primero será proyectado el ER y a continuación el ESP de una empresa para un período. Será explicitada los supuestos establecidos para balancear la proyección. Luego, se determinará el flujo de fondos esperados mediante el Estado de variación de Disponibilidades (EVD) aplicando el Método Indirecto. Se supone que las dos primeras etapas del proceso (definición y proyección de las variables correspondientes al proceso de planificación) fueron concretadas.

3.1 Datos, supuestos y variables para la planificación financiera

La empresa ABC SA, posee un supermercado con su casa central y sucursales distribuidas en el radio de la ciudad, si bien la empresa comercializa una mezcla importante de artículos, para simplificar la proyección de ventas, se trabaja con un modelo de dos variables. Se supone un precio promedio para todos los artículos y una determinada cantidad de unidades vendidas (obviando el impacto de una diferente mezcla de venta de productos entre un año y el otro), consecuentemente el margen de contribución también se supone promedio.

En los cuadros 1 y 2 se detallan los estados contables básicos del último ejercicio, expresados en miles de \$:

Cuadro 1: ESP año base

| Empresa ABC SA | Año xxx0 |
|--|-----------------|
| Estado de Situación Patrimonial | Real |
| Activo | |
| Caja y Bancos | 7.688 |
| Inversiones corrientes | - |
| Créditos por ventas | 39.375 |
| Bienes de Cambio | 21.750 |
| Bienes de Uso | 75.938 |
| Valor de origen | 135.000 |
| Depreciaciones acumuladas | -59.063 |
| Total Activo | 144.750 |
| Pasivo | |
| Préstamo de corto plazo | - |
| Deudas comerciales | 26.224 |
| Deudas sociales y fiscales | 17.625 |
| Préstamos | 37.500 |
| Total Pasivo | 81.349 |
| Patrimonio Neto | 63.401 |
| Total Pasivo + Patrimonio Neto | 144.750 |

Los datos adicionales necesarios para la proyección son:

- Durante el ejercicio xxx0 se comercializaron 41.676.923 unidades de productos diversos.
- Se estima que, durante el ejercicio xxx1, los precios promedios ponderados de todos los productos aumentarán un 32% (mayormente por los efectos inflacionarios), y las cantidades vendidas para el canal supermercados lo harán en un 1,5% (de acuerdo a lo recabado en informaciones de estimaciones macroeconómicas).
- El margen bruto, como consecuencia de un proceso de análisis y mejora en el proceso de compras realizado el año anterior, y que estará poniéndose en marcha en el próximo ejercicio, se verá incrementado en 1 punto porcentual.
- Los gastos de comercialización (que incluyen dentro de éstos los impuestos directos a las ventas) se verán incrementados en un 30% respecto al año base, mientras que los gastos de administración lo harán en un 25%.
- Para poder atender el movimiento operativo de la empresa, y luego de ajustar determinados procesos operativos con relación al rubro Caja y Bancos, se estima que será necesario mantener disponibilidades que cubran 8,5 días de ventas.
- Los saldos de créditos por ventas, bienes de cambio y deudas comerciales mantendrán la cantidad de días que tenían en el ejercicio xxx0 (es decir, se mantendrá la rotación de los rubros de generación espontánea).

Cuadro 2: ER año base

| Empresa ABC SA | Año xxx0 |
|--|-----------------|
| Estado de Resultados | Real |
| Ventas | 243.810 |
| Costo Mercadería Vendida | -154.853 |
| Existencia inicial | -21.158 |
| Compras | -155.445 |
| Existencia final | 21.750 |
| Resultado bruto | 88.958 |
| Gastos comercialización | -27.090 |
| Gastos administración | -20.318 |
| Depreciaciones | -10.965 |
| Resultado operativo antes impuestos | 30.585 |
| Impuesto a las ganancias | -10.705 |
| Resultado operativo después impuestos | 19.880 |
| Intereses de préstamos | -6.300 |
| Escudo fiscal | 2.205 |
| Resultado neto | 15.785 |
| Resultado bruto / Ventas | 36,5% |
| Resultado operativo / Ventas | 12,5% |
| Resultado neto / Ventas | 6,5% |

- g. Durante el período a proyectar, se incorporarán bienes de uso por \$ 7.500.000, cuya vida útil será de 5 años. El resto de los bienes de uso mantendrán el ratio de amortización que tuvieron en el ejercicio xxx0.
- h. En cuanto a los pasivos, las Deudas Sociales y Fiscales disminuirán \$ 1.228.000, mientras que los Préstamos lo harán en \$ 6.325.000, manteniendo éstos las tasa de costo sobre saldos finales (simplificación del modelo).
- i. La tasa de impuesto a las ganancias que afecta a la empresa es del 35%.
- j. Se estima que durante el ejercicio xxx1, el 50% del resultado del ejercicio xxx0 será distribuido como dividendos en efectivo.

3.2 Proyección de rubros y estados proforma

Como primera medida serán estimadas las ventas. De acuerdo a los datos del ejercicio, estamos en condiciones de obtener el precio promedio ponderado de un artículo vendido por ABC. Si tomamos las ventas del ejercicio xxx0, y procedemos a dividir las por las cantidades comercializadas, llegamos que el mismo resultó ser de \$ 5,85 por unidad vendida.

En función al inciso b. de las premisas, este precio deberá incrementarse en un 32%, pasando a un valor de \$ 7,72 por unidad. Mientras tanto, las cantidades comercializadas aumentarán un 1,5%, alcanzando un total de 42.302.077. Vale aclarar que, en virtud de aumentar las cantidades en el mismo porcentaje en que lo hará el canal supermercados, y suponiendo que los precios seguirán a la inflación, al final del ejercicio xxx1 deberíamos mantener una participación de mercado similar a la que teníamos en el ejercicio xxx0.

Una vez determinadas las dos variables (precios y cantidades), multiplicando el nuevo precio promedio por las cantidades nuevas, llegamos a la conclusión de que las ventas para el ejercicio xxx1 deberían ser de \$ 326.657 m.

En lo que respecta al Margen Bruto, el ejercicio indica que el mismo se incrementará en un punto porcentual respecto al del año anterior (inciso c.). Durante el ejercicio xxx0 el mismo fue de 36,49% (Resultado Bruto ÷ Ventas), por lo que en este ejercicio debería ser de 37,49%. Con las ventas anteriormente determinadas, aplicándoles el nuevo porcentaje de margen, llegamos a la conclusión que el resultado bruto (o margen de contribución bruto) será de \$ 122.452 m.

Estos dos datos ofician de disparadores para completar el resto de los componentes de la primera parte del Estado de Resultados. El Costo de Mercaderías Vendidas (CMV) surgirá como diferencia entre las Ventas y el Resultado Bruto, o sea \$ 204.205 m. Como se observará, en la exposición del Estado de Resultados de la empresa, y como consecuencia de que servirán de base para cálculos posteriores de rubros del ESP, también se incluyen los componentes del CMV: existencia inicial, compras y existencia final. Claramente, la existencia inicial se corresponde con la existencia final al momento xxx0. De esta manera, el dato coincidirá con el saldo final de Bienes de Cambio del año anterior, o sea, \$ 21.750 m. Para obtener el dato de la existencia final del ejercicio xxx1, tendremos que calcular los días de inventarios, de acuerdo a lo que nos indica el inciso f. de las premisas (no hay variación en cantidad de días). En este caso, los días de inventario van a surgir de aplicar la fórmula:

$$\text{Días de inventario} = \frac{\text{Saldo Bienes de Cambio}}{\text{Costo Mercaderías vendidas}} \times 365 \quad \text{Ec 1}$$

En este caso, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) no influye para el cálculo, ya que tanto los Bienes de Cambio en el ESP, como el CMV en el ER, se toman siempre a valor de costo. El resultado de esta ecuación, para el ejercicio xxx0, es de 51,3 días. Por lo tanto, el nuevo saldo de Bienes de Cambio, al final del ejercicio xxx1, será de \$ 28.682 m.

De esta manera, el único dato que resta calcular son las compras, que provendrán del despeje de las mismas de la fórmula del CMV:

$$\text{Compras} = \text{CMV} - \text{Existencia inicial} + \text{Existencia final} \quad \text{Ec 1}$$

El cálculo de dicho ítem da \$ 211.137 m. Para los siguientes rubros del ER, aplicaremos los porcentajes de incremento que nos indican los supuestos. En el caso de los Gastos de Comercialización, serán superiores en un 30%, situándose en \$ 35.217 m (gasto del ejercicio anterior × 1,30). Los Gastos de Administración sumarán para el ejercicio xxx1, aplicando el criterio de las bases, \$ 25.397 m (gasto del ejercicio anterior × 1,25).

En cuanto a las Amortizaciones, deberemos dividir el cálculo en dos partes. En principio, el stock de Bienes de Uso del ejercicio xxx0 tiene un determinado porcentaje de amortización promedio, que surge del siguiente cálculo:

$$\% \text{ Amortizaciones}_{xxx0} = \frac{\text{Depreciaciones}_{xxx0}}{\text{Saldo Bienes Uso}_{xxx0}} \quad \text{Ec 3}$$

Este porcentaje se aplicará al saldo histórico de Bienes de Uso (\$ 135.000 m), lo que obviamente nos dará un costo de Depreciaciones de \$ 10.965 m (idéntico al resultante en el ejercicio anterior). A este costo, deberemos adicionarle el costo de las Depreciaciones de los bienes incorporados durante el ejercicio xxx1. Como indica el inciso g. de las premisas, los \$ 7.500 m serán amortizados en 5 años, incrementando por lo tanto las Depreciaciones del año próximo en \$ 1.500 m. De esta manera, el costo total de Depreciaciones del período xxx1 ascenderá a la suma de \$ 12.465 m. En este punto, ya estamos en condiciones de calcular el Resultado Operativo antes de Impuestos. El mismo será de \$ 49.373 m.

Como refiere el inciso (i), la tasa impositiva a la que está expuesta la empresa ABC es del 35%. Por lo tanto, el Resultado Operativo después de Impuestos será de \$ 32.092 m (o un 65% del Resultado Operativo antes de Impuestos).

Para terminar de completar el ER, calcularemos los costos financieros con su correspondiente escudo fiscal. Según el inciso h., los préstamos proyectados serán de \$ 31.175 m (saldo ejercicio xxx0 menos la cancelación prevista para el ejercicio xxx1). Como la tasa de costo será la misma, calculada sobre saldos finales (como mencionáramos, a los efectos de simplificar el modelo), los intereses del próximo período alcanzarán la suma de \$ 5.237 m (o un 16,8% de los préstamos). El escudo fiscal sumará \$ 1.833 m (35% sobre intereses).

Afectando estos conceptos al Resultado Operativo después de Impuestos, llegamos a determinar el Resultado Neto proyectado, que en este caso será de \$ 28.688 m.

Cuadro 3: ER año base y proyectado

| Empresa ABC SA | Año xxx0 | Año xxx1 |
|--|-----------------|-------------------|
| Estado de Resultados | Real | Proyectado |
| Ventas | 243.810 | 326.657 |
| Costo Mercadería Vendida | -154.853 | -204.205 |
| Existencia inicial | -21.158 | -21.750 |
| Compras | -155.445 | -211.137 |
| Existencia final | 21.750 | 28.682 |
| Resultado bruto | 88.958 | 122.452 |
| Gastos comercialización | -27.090 | -35.217 |
| Gastos administración | -20.318 | -25.397 |
| Depreciaciones | -10.965 | -12.465 |
| Resultado operativo antes impuestos | 30.585 | 49.373 |
| Impuesto a las ganancias | -10.705 | -17.281 |
| Resultado operativo después impuestos | 19.880 | 32.092 |
| Intereses de préstamos | -6.300 | -5.237 |
| Escudo fiscal | 2.205 | 1.833 |
| Resultado neto | 15.785 | 28.688 |
| Resultado bruto / Ventas | 36,5% | 37,5% |
| Resultado operativo / Ventas | 12,5% | 15,1% |
| Resultado neto / Ventas | 6,5% | 8,8% |

Una vez terminada la proyección del ER, procederemos ahora a determinar el resto de los rubros del ESP. Comenzaremos por el rubro Caja y Bancos. Según el inciso e), debemos mantener 8,5 días de venta como disponibilidades operativas. En este caso, vamos a trabajar con Ventas + IVA (ya que el impuesto ingresa a la empresa hasta que se determina la posición fiscal). La fórmula que aplicaremos será la siguiente:

$$\text{Días de venta} = \frac{\text{Saldo Caja y Bancos}}{\text{Ventas} \times 1,21} \times 365 \quad \text{Ec 4}$$

La incógnita a determinar será el Saldo de Caja y Bancos, que deberá situarse en \$ 9.205 m. Cabe aclarar que aquí, tal como indican las premisas en el inciso e., disminuirémos un día de caja operativa, ya que pasaremos de 9,5 a 8,5 días de venta entre un ejercicio y el otro.

Para los Créditos por Ventas (que también están afectados por el IVA), está previsto que mantendrán los días del ejercicio xxx0, por lo que la fórmula de cálculo será la que se detalla a continuación:

$$\text{Días de Créditos por Ventas} = \frac{\text{Saldo Créditos por Ventas}}{\text{Ventas} \times 1,21} \times 365 \quad \text{Ec 5}$$

Procediendo a despejar la incógnita, el saldo de Créditos por Ventas alcanzará la suma de \$ 52.755 m.

El saldo neto de Bienes de Uso surgirá de adicionarle a los valores de origen las incorporaciones del ejercicio, y a las amortizaciones acumuladas las depreciaciones del ejercicio. Efectuado el cálculo respectivo, tendremos un saldo final de \$ 70.973 m.

En este punto, la sumatoria del Activo proyectado será de \$ 161.614 m. Este dato lo retomaremos al final, a los efectos de proceder al balanceo patrimonial de la proyección.

Nos centraremos ahora en completar el Pasivo de la empresa ABC. Las deudas comerciales, IVA incluido, mantendrán los días de Proveedores que teníamos en el ejercicio anterior. En este caso, la fórmula necesaria es:

$$\text{Días de Deudas Comerciales} = \frac{\text{Saldo Deudas Comerciales}}{\text{Compras} \times 1,21} \times 365 \quad \text{Ec 6}$$

El cálculo respectivo nos indica que el nivel de las Deudas Comerciales será de \$ 35.619 m.

Las Deudas Sociales y Fiscales disminuirán \$ 1.228 m, situándose en un saldo final de \$ 16.397 m, mientras que los Préstamos finalizarán en \$ 31.175 m (teniendo en cuenta para ambos casos las cancelaciones previstas en el inciso h.).

De esta manera, el Pasivo proyectado es de \$ 83.191 m, que también será retomado para el balanceo final de la proyección.

En cuanto al PN, las premisas nos indican en el punto j. que se distribuirán como dividendos en efectivo el 50% de los resultados del ejercicio anterior. Por lo tanto el nuevo PN surgirá del siguiente cálculo:

$$PN_{xxx1} = PN_{xxx0} + \text{Resultado}_{xxx1} - \text{Distrib Dividendos efectivo} \quad \text{Ec 7}$$

Llegaremos a un PN final de \$ 84.197 m. Vale aclarar en este punto que, en caso de que parte del resultado de ejercicio xxx0 se hubiera distribuido como dividendos en acciones, dicha distribución no debería deducirse del nuevo PN como se hace en el caso de que la distribución se haga en efectivo, ya que no producirá un menoscabo del mismo. En este punto, tenemos la situación patrimonial que se muestra en el cuadro 4.

Como se observa en el cuadro, no se verifica la ecuación contable básica ($A = P + PN$). Por lo tanto, tenemos que ver cómo se balancea la proyección.

En este caso, la sumatoria de $P + PN$ proyectado es superior a la del A proyectado, lo que nos indica que hay un excedente de fondos. Para poder balancear el ESP, esos \$ 5.774 m se deberán incorporar en el Activo en el rubro Inversiones Corrientes. Por el contrario, si el resultado transitorio de la proyección hubiera sido al revés, donde el A proyectado fuera superior al $P + PN$ proyectado, el cuadro de la proyección se haría a través del rubro Préstamos de corto plazo, incrementando el P . La forma final de nuestra proyección se muestra en el cuadro 5.

De esta manera, estaría completada nuestra proyección para el ESP y el ER de la empresa ABC.

Resta confeccionar, mediante el método indirecto, el Estado de variación de Disponibilidades. Al respecto debemos aclarar que la variación que explicaremos en la proyección incluirá no sólo lo que ocurra con el rubro Caja y Bancos (que se ha visto incrementado), sino que también contendrá el rubro Inversiones Corrientes que sirvió para efectuar el balanceo de nuestra proyección. Es decir que explicaremos cómo se han generado durante el ejercicio xxx1 fondos adicionales por la suma de \$ 7.291 m.

Cuadro 4: ESP año base y proyectado desbalanceado

| Empresa ABC SA | Año xxx0 | Año xxx1 |
|--|-----------------|-------------------|
| Estado de Situación Patrimonial | Real | Proyectado |
| Activo | | |
| Caja y Bancos | 7.688 | 9.205 |
| Inversiones corrientes | - | - |
| Créditos por ventas | 39.375 | 52.755 |
| Bienes de Cambio | 21.750 | 28.682 |
| Bienes de Uso | 75.938 | 70.973 |
| Valor de origen | 135.000 | 142.500 |
| Depreciaciones acumuladas | -59.063 | -71.528 |
| Total Activo | 144.750 | 161.614 |
| Pasivo | | |
| Préstamo de corto plazo | - | - |
| Deudas comerciales | 26.224 | 35.619 |
| Deudas sociales y fiscales | 17.625 | 16.397 |
| Préstamos | 37.500 | 31.175 |
| Total Pasivo | 81.349 | 83.191 |
| Patrimonio Neto | 63.401 | 84.197 |
| Total Pasivo + Patrimonio Neto | 144.750 | 167.388 |
| (+) Excedente / (-) Faltante | - | 5.774 |

Cuadro 5: ESP año base y proyectado

| Empresa ABC SA | Año xxx0 | Año xxx1 |
|--|-----------------|-------------------|
| Estado de Situación Patrimonial | Real | Proyectado |
| Activo | | |
| Caja y Bancos | 7.688 | 9.205 |
| Inversiones corrientes | - | 5.774 |
| Créditos por ventas | 39.375 | 52.755 |
| Bienes de Cambio | 21.750 | 28.682 |
| Bienes de Uso | 75.938 | 70.973 |
| Valor de origen | 135.000 | 142.500 |
| Depreciaciones acumuladas | -59.063 | -71.528 |
| Total Activo | 144.750 | 167.388 |
| Pasivo | | |
| Préstamo de corto plazo | - | - |
| Deudas comerciales | 26.224 | 35.619 |
| Deudas sociales y fiscales | 17.625 | 16.397 |
| Préstamos | 37.500 | 31.175 |
| Total Pasivo | 81.349 | 83.191 |
| Patrimonio Neto | 63.401 | 84.197 |
| Total Pasivo + Patrimonio Neto | 144.750 | 167.388 |

El estado de variación de Disponibilidades + Inversiones Corrientes quedaría como se muestra en el cuadro 6.

Cuadro 6: EVD método indirecto año base y proyectado

| | Variación |
|---|------------------|
| Resultado Ejercicio xxx1 | 28.688 |
| + Depreciaciones Ejercicio xxx1 | 12.465 |
| Resultado Ejercicio xxx1 sin Depreciaciones | 41.153 |
| - mayores Créditos por Ventas | -13.380 |
| - mayores Bienes de Cambio | -6.932 |
| + mayores Deudas Comerciales | 9.395 |
| - menores Cargas Sociales y Fiscales | -1.228 |
| Variación Capital de Trabajo | -12.144 |
| - mayores Bienes de Uso | -7.500 |
| - menores Préstamos | -6.325 |
| Variación antes de Distribución Dividendos en efectivo | 15.184 |
| - Distribución Dividendos en efectivo | -7.893 |
| Generación de fondos | 7.291 |
| Balanceo generación de fondos | |
| + Mayor saldo disponibilidades Caja y Bancos | 1.517 |
| + Mayores inversiones corrientes (cuadre proyección) | 5.774 |
| Generación de fondos | 7.291 |

Como observamos en el cuadro 6, que es netamente financiero, partimos del Resultado del Ejercicio xxx1 sin considerar las amortizaciones (ya que éstas no generan egreso de fondos). El mismo es de \$ 41.153 m. Luego veremos que, en virtud de la aplicación de las premisas de proyección, vamos a tener que incrementar el Capital de Trabajo en \$ 12.144 m. También está previsto un incremento en la inversión en Activos Fijos (o Bienes de Uso) por la suma de \$ 7.500 m, así como también la cancelación de Préstamos financieros por un monto de \$ 6.325 m.

En este punto, la generación de fondos está en \$ 15.184 m. Procediendo luego a detraer la distribución de Dividendos en efectivo, que es de \$ 7.893 m, nos queda la generación de fondos final de \$ 7.291 m, que se distribuirá, tal como mencionáramos en la página anterior, entre un mayor saldo de Caja y Bancos y la necesidad de tener Inversiones Corrientes (por el mayor origen de fondos que se verifica en el ejercicio).

4. Conclusiones

El presente trabajo es de neto corte didáctico y tiene por objeto orientar al alumno en la confección de una proyección simple con horizonte anual. Cabe destacar que el ejercicio puede ser dividido en intervalos discretos mensuales, bimestrales o semestrales con el fin de obtener una mayor precisión y granularidad en las referencias de datos proyectados. La mecánica presentada, adaptada a la evolución y comportamiento de las variables en horizontes superiores al año, es el soporte en la planificación financiera y elaboración de estados pro forma en el largo plazo.

Asimismo el procedimiento indicado se adapta perfectamente en los procesos de valoración de empresa, no solamente cuando se emplea la metodología de Descuento de Flujos de Fondos. En particular con los métodos basados en el concepto de Ganancias Residuales, ya que si la minuciosidad de un plan financiero detallado, nos permite obtener una definición del valor esperado correspondiente a la inversión en recursos (Activos Operativos Netos), riqueza neta (Patrimonio Neto), beneficios (Resultados Operativos y Netos).

REFERENCIAS

- Brealey, R-Myers,S-Allen, F. (2006). *Principles of Corporate Finance* (8 ed.). McGraw Hill.
- Copeland, T- Koller, T- Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3 ed.). New York: Wiley.
- Copeland, T- Weston, F- Shastri, K. (2004). *Financial Theory and Corporate Policy* (4 ed.). Estados Unidos: Pearson Addison Wesley.
- Fernández, P. (2014). *Valoración de Empresas y Sensatez* (Tercera ed.). Barcelona : IESE Business School-Universidad de Navarra .
- Lopez Dumrauf, G. (2013). *Finanzas Corporativas: Un enfoque Latinoamericano* (3 ed.). Alfaomega Grupo Editor.
- Pratt, S-Grabowski; R. (2008). *Cost Of Capital: Applications and Examples* (3 ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Ross, S-Westerfield, R-Jaffe, J. (2005). *Corporate Financer* (7 ed.). Irwin McGraw-Hill.
- Velez Pareja, I. (2005). Valoración de Flujos de Caja en Inflación: el caso de la regulación en el Banco Mundial. *Sociedad Argentina de Docentes en Administración Financiera SADAF*, 1(XXV), 384-396.