

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

**CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN
ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

Situación Financiera del Sector Energético Nacional
durante el Periodo 2011-2019

AUTOR: MARTÍN EMANUEL CABALLERO

DOCENTE DEL TALLER: CESAR HERNÁN RUGGERI

NOVIEMBRE 2020

Resumen del Trabajo

La información financiera es la herramienta más importante para comprender de manera objetiva cual es el estado de situación de las empresas líderes del Sector Energético Nacional durante los últimos años. El comportamiento de la matriz energética es crucial para comenzar a entender el desarrollo de las industrias y demás actividades económicas de nuestro país y su potencial crecimiento. El objetivo del presente trabajo será analizar la evolución financiera de las empresas líderes del sector con el propósito de dilucidar de qué manera han impactado en ellas las políticas económicas que han alternado entre Diciembre 2011 y Diciembre 2019.

En el periodo Diciembre 2011- Diciembre 2019 el Gobierno de la República Argentina ha estado bajo el control de dos presidencias disimiles y con distinta visión sobre cómo entender y accionar sobre la Política Económica Nacional y su relación con el resto del mundo. En ese contexto, la Comisión Nacional de Valores a través de su página web nos permitirá acceder a la información contable y financiera que necesitamos para realizar los análisis financieros de las empresas seleccionadas. Para abarcar el universo de empresas que forman parte del Sector Energético Nacional se lo divide en tres ramas, petróleo, gas y distribución eléctrica.

Las empresas líderes seleccionadas para cada una de las ramas mencionadas, respectivamente, serán YPF, Transportadora Gas del Sur (TGS) y Edenor. Para comprender la situación financiera, los costos, oportunidades y la rentabilidad de las empresas líderes del sector energético argentino se analizarán los estados contables y financieros de manera horizontal y vertical. Tal como indica Enrique Fowler-Newton es importante considerar el contexto macroeconómico y prestar especial atención a las variaciones de precios y de tipo de cambio para evitar la ilusión monetaria y caer en conclusiones erróneas.

Los indicadores financieros han sido una herramienta esencial en el desarrollo de esta investigación y gozan de un rol protagónico. El análisis de los datos históricos nos va a permitir realizar comparaciones y analizar tendencias con el fin de evaluar las diferencias del

Sector Energético entre los dos gobiernos y contextos económicos distintos. Para cada una de las empresas seleccionadas se van a confeccionar indicadores de Liquidez (Razón Corriente, Prueba Ácida, Prueba Defensiva y Capital de trabajo), de Gestión (Rotación de Créditos por Ventas, Rotación de Inventarios, Rotación de Cuentas por Pagar, Rotación de Caja y Bancos, Rotación de Activos Totales y Rotación de Activos No Corrientes), de Endeudamiento (Endeudamiento a Corto Plazo, Endeudamiento a Largo Plazo, Endeudamiento Total y Endeudamiento del Activo) y de Rentabilidad (Rentabilidad Bruta, Rentabilidad Operativa, Rentabilidad Neta, Rentabilidad sobre Ventas, Rentabilidad del Patrimonio y Rentabilidad del Activo) para conocer qué porcentaje de las ventas, el patrimonio o la inversión generó utilidades. Estos indicadores y su variación al largo de los años dentro del período Diciembre 2011-Diciembre 2019 nos permitirán realizar aquellas observaciones y análisis necesarios para dar respuesta a los objetivos planteados en esta investigación.

Una vez recopilada la información relevante sobre el contexto económico en el cual tuvieron que desarrollar sus actividades las empresas líderes seleccionadas, sumado al análisis del comportamiento y evolución de la información del Estado de Resultados y del Balance General, junto a los veinte ratios financieros elaborados para cada año del periodo, vamos a poder introducirnos en el universo de evaluación de tendencias y estudios comparativos entre los subperiodos delimitados por los gobiernos que integran el período bajo estudio. Una vez desarrolladas las tareas mencionadas, vamos a poder comprender el impacto que tuvieron los vaivenes políticos y económicos en las empresas líderes del sector energético nacional y conocer el estado de situación actual sabiendo de donde venimos y pensando hacia dónde vamos.

Índice de Contenidos

	<u>Página</u>
1. Introducción	5
2. Marco Teórico	7
2.1. Sector Energético Nacional	11
2.2. Petróleo	14
2.3. Gas	15
2.4. Distribución Eléctrica	16
3. Análisis de Situación Financiera de las empresas líderes del Sector Energético Nacional: Período Diciembre 2011-Diciembre 2019	19
3.1. Contexto Político, Económico y Financiero.	19
3.2. Estado de Resultados e Indicadores de Rentabilidad.	26
4. Análisis de Situación Patrimonial y evolución de Indicadores Financieros y Operativos de las empresas líderes del Sector Energético Nacional: Período Diciembre 2011-Diciembre 2019.	40
4.1. Balance General y Estado de Situación Patrimonial.	40
4.2. Indicadores Financieros y Operativos.	50
5. Análisis Comparativo de los Períodos Diciembre 2011-Diciembre 2015 y Diciembre 2015- Diciembre 2019.	60
5.1. Interpretación de Aspectos Macroeconómicos.	63
5.2. Interpretación de Aspectos Financieros y Contables.	68
6. Conclusión (es)	78
7. Referencias Bibliográficas	81

1. INTRODUCCIÓN

Conocer y entender el comportamiento de la matriz energética de un país es crucial para comenzar a analizar el desarrollo de sus industrias y demás actividades económicas y productivas. Argentina, al igual que el resto del mundo, basa su producción de energía en los hidrocarburos. El gas y el petróleo explican casi el 90% de la oferta energética del país, en consecuencia, para realizar un análisis integral del sector energético nacional se estudiará el comportamiento de cada empresa líder por rama y sector.

Analizar la evolución financiera de las empresas líderes encargadas de producir y distribuir la energía que todos consumimos nos va a permitir comprender de qué manera han impactado en ellas los vaivenes políticos y económicos de la última década. Específicamente, el universo temporal que abarca la presente investigación, inicia en diciembre 2011 y finaliza en diciembre 2019, el cual contiene en su interior dos subperiodos disímiles producto de los gobiernos que tuvieron las riendas del poder ejecutivo nacional y llevaron adelante distintas políticas económicas y sociales.

El sector energético nacional será ramificado en tres partes con el objetivo de tener una mirada abarcativa y representativa de la realidad del sector. De esta forma tendremos una rama para el petróleo, una para el gas y una específica para la distribución eléctrica. Desarrollaremos un análisis económico y financiero de la empresa líder de cada una de las ramas mencionadas con el fin de comprender de qué manera a lo largo de los años bajo estudio han ido variando los *Equity Value*, las capacidades de endeudamiento y las capacidades de inversión del Sector.

Las empresas líderes a ser estudiadas cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, situación que nos permite aprovechar la transparencia y disponibilidad de información de los estados contables anuales y de todo hecho relevante que pueda afectar el comportamiento del precio del título en el mercado. Los elementos a ser utilizados para analizar el comportamiento y la evolución de la situación financiera de las empresas líderes seleccionadas serán los Estados Contables. En primer lugar, se llevará adelante un análisis e

interpretación de los Estados de Resultados. Luego, se estudiará en detalle el Balance General (situación patrimonial de la empresa) y se confeccionarán los principales indicadores y ratios financieros para cada una de las tres empresas líderes seleccionadas.

El estudio de aquellos datos que podemos extraer de los Estados Contables, de los Activos, Pasivos, Patrimonio, ingresos y gastos de los distintos ejercicios, nos permitirán sacar conclusiones sobre la situación económica y financiera de las empresas líderes del sector energético nacional y establecer la tendencia proyectada para los próximos años. Las empresas líderes serán identificadas para su selección de acuerdo a su importancia, tamaño de mercado y número de clientes. Su condición de líder es además respaldada por su vigente cotización en la bolsa de Buenos Aires (MERVAL) y en la bolsa de Nueva York (NYSE, en inglés *New York Stock Exchange*).

YPF es la mayor empresa de nuestro país y es líder en Latinoamérica en producción de recursos no convencionales por lo cual será sin lugar a dudas la empresa lidere que represente la rama petrolera. En cuanto a la rama del gas, la empresa Transportadora de Gas del Sur S.A. (TGS) será su representante. TGS comenzó sus operaciones el 28 de diciembre de 1992, luego del proceso privatización del sector energético argentino. Es la transportadora de gas más importante del país, opera el sistema de gasoductos más extenso de América Latina y es una la empresa líder en producción y comercialización de líquidos de gas natural (LGN) tanto para el mercado local como para el de exportación. Por último, Edenor será la empresa relevante para la rama de distribución eléctrica ya que es la más grande del país en términos de cantidad de clientes y electricidad vendida (tanto en GWh como en pesos).

A continuación, se comienza la investigación que se propone comprender el comportamiento y la evolución de la situación financiera de las empresas líderes del sector energético nacional en los últimos años. Conocer el estado de situación financiera actual y el pasado reciente de nuestras empresas líderes nos permitirán conocer el potencial de crecimiento para el futuro inmediato no sólo del sector en cuestión, sino de la capacidad productiva e industrial de Argentina.

2. MARCO TEÓRICO

En la investigación que se va a desarrollar en los próximos capítulos se analizarán las principales variables económicas, contables y financieras de tres empresas representativas del sector energético nacional durante el período Diciembre 2011-Diciembre 2019. Será importante tener presente el rol que tuvieron los dos gobiernos que estuvieron al frente del Poder Ejecutivo Nacional durante esos años. El período que transcurre entre Diciembre 2011 y Diciembre 2015 tuvo como principal hecho relevante, en el marco del estudio de la situación financiera del sector energético nacional, la estatización de YPF (la empresa más importante de nuestro país). Esos años se desarrollaron bajo un gobierno de actitud proteccionista, con un discurso a favor de rechazar ideas neoliberales y tratados de libre comercio, fortalecer las relaciones con el resto de los países de América Latina, tener como bandera de lucha la defensa de los derechos humanos e identificarse con ideales de centroizquierda.

Por su parte, el período de Diciembre 2015 a Diciembre 2019 se caracterizó por una política económica que tuvo la intención de abrir la economía nacional al mundo y a los mercados financieros internacionales, incrementando los niveles de endeudamiento públicos y privados. Esos años estuvieron en manos de un gobierno de orientación económica liberal apoyado en los grandes grupos empresarios y la Sociedad Rural Argentina, con un discurso abiertamente a favor de la desregulación financiera, flexibilización laboral, liberación de las importaciones, reducción del Estado, liberalización y desregulación del movimiento de capitales, privatización de las empresas estatales, apertura económica indiscriminada, firma de tratados de libre comercio e identificación con ideales de derecha.

Considerando esos periodos temporales consecutivos y disímiles, para comprender la situación financiera, los costos, oportunidades y la rentabilidad de las empresas líderes del sector energético argentino se analizarán los estados contables y financieros de manera horizontal y vertical. Como indica Enrique Fowler-Newton (2007) la medición de los recursos financieros es necesaria tanto para informar sobre la situación patrimonial como sobre la evolución financiera. De esta forma podremos saber si fue adecuado distribuir

ganancias, emitir acciones y obtener financiación de terceros y entender si las empresas bajo análisis crecieron patrimonialmente, ganaron mercado o incluso, si tuvieron una gestión eficiente y satisfactoria. Tal como plantea el autor mencionado, es importante considerar el contexto macroeconómico y prestar especial atención a las variaciones de precios y de tipo de cambio para evitar la ilusión monetaria y caer en conclusiones erróneas. Para comprender la evolución y el desempeño financiero se debe tener en cuenta la información cualitativa, tal como indican los autores John J. Wild, K.R. Subramanyam y Robert F. Halsey (2007).

Según Feroz, Kim y Raab (2003) la tarea de evaluar el desempeño financiero de una empresa se ha centrado en la mayoría de los casos en el estudio detallado de la posición financiera mediante índices extraídos de la relación de partidas de los estados financieros. Los cuáles, fueron estructurados para medir aspectos particulares que muestran los resultados operacionales de una organización y aclarar el panorama financiero de la misma, a fin de hacer efectiva la toma de decisiones por parte de los directivos. Estos autores señalan que durante años los libros de finanzas y contabilidad han dedicado capítulos para explicar los indicadores financieros, aunque afirman que en la década de 1980 el análisis financiero fue criticado por los defensores del mercado de valores, pero a raíz de la caída del mismo en 1987, el nivel de confianza en la eficiencia informacional del mercado disminuyó, y el análisis de ratios pareció ganar terreno en la literatura académica.

Luego, en los años '90, tal como indican los autores Berry y Jarvis, se argumentaba que el análisis financiero debía verse en un contexto más amplio que simplemente un ejercicio mecánico que utiliza varias técnicas. La idea de que el análisis financiero está impregnado de subjetivismo persistía en la comunidad académica financiera, ello debido a que el número de relaciones que se pueden crear con las partidas de los estados financieros es prácticamente ilimitado y responden a la imaginación del analista; aunque existen conexiones ampliamente aceptadas que se han encontrado útiles, y hoy contamos con miles de libros de diversos autores que hacen cuenta de ellos.

Los elementos a ser utilizados para analizar el comportamiento y la evolución de la Situación Financiera de las empresas líderes seleccionadas serán los Estados Contables. A

finés prácticos, el análisis se va focalizar en el Balance General (situación patrimonial de la empresa) y el Estado de Resultados. La información obtenida nos invita a tener a disposición para un próximo desarrollo a nivel Maestría o Doctorado, el Estado de Evolución del Patrimonio Neto (resultado de la empresa y evolución del mismo en el periodo analizado), Notas y Anexos (detalles del Balance General), Estado de Origen y Aplicación de Fondos (trazabilidad financiera) y Presupuesto Económico, Financiero y Balance Proyectado (resultados previstos, situación patrimonial y financiera proyectada).

La información financiera resulta de gran utilidad para la gestión eficiente de las empresas, y más aún, el análisis de la misma condiciona la toma de decisiones. El estudio de estos datos sintéticos de los Activos, Pasivos, Patrimonio, ingresos y gastos de los distintos ejercicios nos permitirán sacar conclusiones sobre la situación económica y financiera de las empresas líderes del sector energético nacional y establecer la tendencia proyectada para los próximos años. En primer lugar, se realizará un estudio de situación inicial de las empresas seleccionadas, para luego ir identificando de mejor manera los puntos salientes de los años siguientes. El año 2016 será el punto de inflexión para conocer el impacto del cambio político y económico generado por el cambio de gobierno de diciembre 2015, momento que separa nuestros períodos bajo estudio.

Kerlinger y Lee (2002) definen que el análisis financiero busca indagar sobre las propiedades y características de una compañía, saber sobre sus operaciones, actividades, entorno cercano y lejano, información sobre su desempeño pasado, con el fin de conocerla, entenderla e incluso predecir el comportamiento futuro de la firma. Por lo tanto, obtenidos, analizados y desglosados los estados contables y financieros, entrarán en consideración aquellas variables macroeconómicas como la inflación y el tipo de cambio que nos van a permitir identificar y evitar distorsiones en los incrementos de activos, pasivos, ventas y demás variables (a su vez de tener en cuenta los efectos ocasionados por la estacionalidad, la política monetaria y fiscal del país). De esta forma no tendremos una visión sesgada a la hora de elaborar conclusiones sobre la evolución y el comportamiento de la situación financiera de las empresas estudiadas.

Los indicadores financieros y operativos serán una herramienta esencial en el desarrollo de esta investigación y tendrán un rol protagónico. Analizar estos datos nos va a permitir realizar comparaciones y tendencias con el fin de evaluar las principales diferencias para las empresas líderes del sector energético nacional, considerando los contextos económicos, financieros y políticos, distintos. Para poder cumplir con los objetivos de esta investigación se realizará una comparación del promedio de cada Período (Promedio Indicadores Primer Periodo vs Promedio Indicadores Segundo Periodo).

Autores como Brealey, Myers & Allen (2014) y Gibson (2013) sostienen que existen tantos indicadores que se ponderan en importancia según cada analista. Asimismo, Bukovinsky (1993) y Lizarraga (1996) consideran que la cantidad es desmedida, lo cual crea inconvenientes significativos como ser la falta de fundamento teórico, o defectos fundamentales que se reflejan en la creación o en la interpretación del ratio. Subramanyam (2014) sostiene que el cálculo del indicador es sencillo, pero lo complejo es su interpretación. Ante esta situación, cuando se enfrenta a un ratio desconocido, según Robinson (2009) el analista puede examinar la fórmula subyacente para obtener una idea de lo que la razón está midiendo. El análisis de ratios debe entenderse, tal como expresa Gibson (2013), en términos de los principios contables utilizados y las prácticas comerciales y la cultura del país.

Para cada una de las empresas seleccionadas se estudiarán los indicadores de Liquidez (Razón Corriente, Razón de Acidez, Razón de Efectivo, Capital de trabajo), de Endeudamiento (Razón de endeudamiento del Patrimonio, Razón de endeudamiento del Activo, Razón de Endeudamiento a Corto plazo), de gestión (rotación del inventario, rotación del activo) y de Rentabilidad (Rentabilidad Bruta, Operativa y Neta). Estos indicadores y su variación a lo largo de los años dentro del período Diciembre 2011-Diciembre 2019 nos permitirán realizar aquellas observaciones y análisis necesarios para comprender el impacto de los vaivenes políticos y económicos en las empresas líderes del sector energético nacional.

Tal como describe el autor Dieter Nohlen (2003), a través del método de comparación entre ambos períodos, vamos a establecer un procedimiento sistemático y ordenado para examinar relaciones, semejanzas y diferencias entre las variables estudiadas

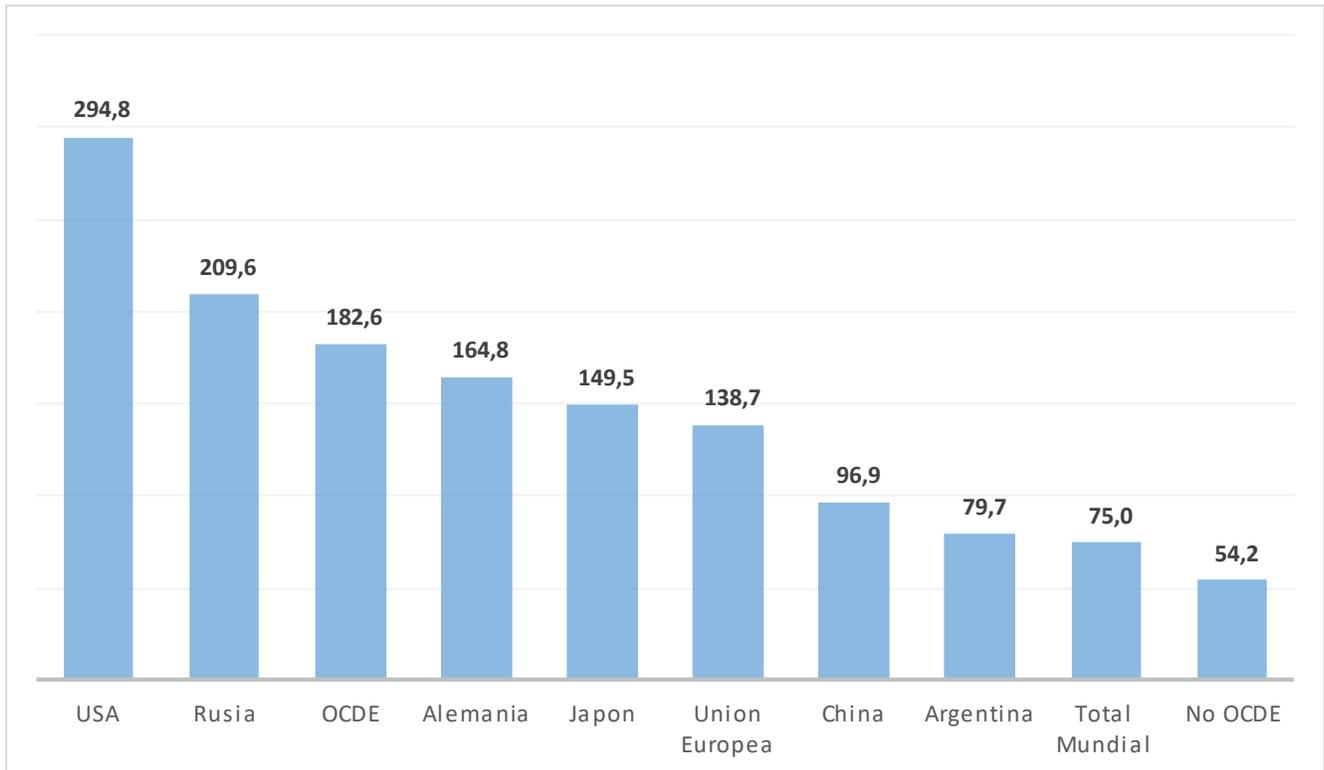
con el objeto de poner a la luz, las diferentes situaciones que en diversos contextos han impactado en el estado de situación financiera de las empresas líderes del sector energético nacional. Con el método comparativo logramos establecer semejanzas, diferencias y oposiciones de las variables propuestas para llegar a realidades concretas y pruebas empíricas, construyendo así los referentes empíricos que son componentes fundamentales de la investigación científica.

2.1 Sector Energético Nacional

La Secretaría de Energía del Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación define al Gas y al Petróleo como los pilares de nuestra matriz energética. Estos hidrocarburos son quienes traccionan la industria productiva y extractiva del sector. Disponer de servicios energéticos seguros, eficientes y de calidad es fundamental para el bienestar y la equidad social, como así también para el crecimiento y el desarrollo económico. Podríamos indicar que el consumo de energía es un proxy del nivel de vida promedio de un país, de su estructura productiva y de consumo. Por ejemplo, la provincia de Formosa que suele ser reflejo del rezago económico e industrial del norte argentino, tuvo acceso al Sistema Interconectado Nacional (SIN) con línea de alta tensión (500 KV), gracias a las obras del Gobierno Nacional, recién durante el año 2010; situación que explica en parte el escaso desarrollo económico e industrial de la provincia durante el siglo XX.

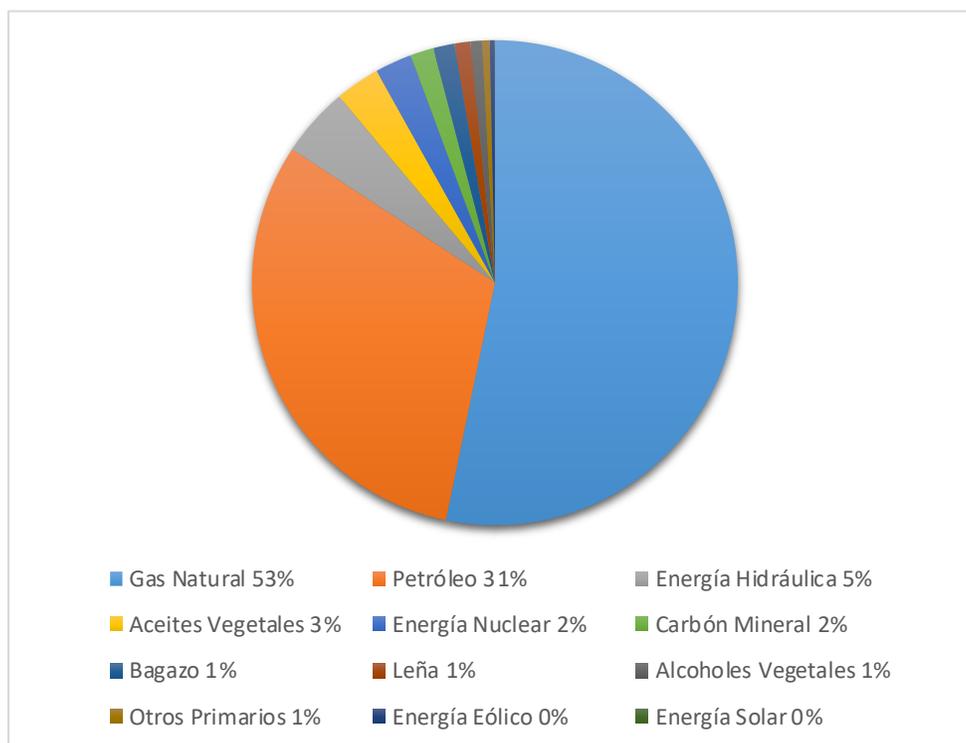
En tal sentido, en el Gráfico 2.1.1 se observa como el consumo de energía por habitante es mucho mayor en los países desarrollados que en el resto. En nuestro caso, luego de tres años consecutivos de disminución en el consumo de energía per cápita, aún nos encontramos por encima de la media mundial, con una brecha que pasó del 12% en el año 2015 a ser del 6% en el año 2018. La oferta energética en nuestro país, al igual que en el resto del planeta, basa su producción en los hidrocarburos. El gas y el petróleo explican el 84% de la oferta energética del país, tal como se observa en el Gráfico 2.1.2.

Gráfico 2.1.1 Consumo de Energía per cápita según Fuentes Primarias (en Gigajoules). Año 2018



Fuente: elaboración propia con datos de BP, Consumo de Energía: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2019-full-report.pdf>.

Gráfico 2.1.2 Oferta Energética según Fuentes Primarias. Año 2018



Fuente: elaboración propia con datos de la Secretaría de Energía de la Nación, Balances Energéticos 2018, en <https://www.argentina.gob.ar/produccion/energia/hidrocarburos/balances-energeticos>.

La excesiva dependencia de los hidrocarburos indica la necesidad de diversificar la matriz energética. Sin embargo, debe ser considerado que las opciones para lograr tal fin requieren de montos de inversión mayores. Si bien la reciente baja de los precios del crudo y del gas mejoran la coyuntura, a su vez crean un retraso en las inversiones para el desarrollo de recursos no convencionales. No se debe olvidar lo sucedido en el pasado reciente, cuando el acelerado crecimiento de la Argentina en la primera década del Siglo XXI provocó un fuerte incremento de la demanda de energía. En aquellos años, se optó por focalizar la inversión en centrales de generación térmica, situación que provocó un aumento muy importante de la demanda de gas, el cual no fue acompañado por la producción nacional. La importación tanto de gas como de gasoil y fueloil impactó sobre las cuentas externas y, debido a los subsidios, también sobre las fiscales. El análisis del estado de situación

financiera de las empresas más relevantes del sector energético nacional nos permitirá comprender el potencial de crecimiento y desarrollo para la próxima década.

2.2 Petróleo

El petróleo representa un 31% de la oferta de energía de fuentes primarias, un porcentaje no muy distinto del que corresponde a los países miembros de la OCDE. YPF es la mayor empresa de nuestro país y es líder en Latinoamérica en producción de recursos no convencionales por lo cual podemos definir sin lugar a dudas que es la empresa que mejor refleja la rama petrolera para nuestra investigación. La nacionalización del año 2012, previamente mencionada, nos invita a realizar un análisis minucioso en cuanto a la interpretación y evaluación de sus datos (Estados Contables y datos extracontables de relevancia) a efectos de conocer su evolución a través de los distintos años dentro del periodo examinado.

Tabla 2.2.1 Producción en m3 - Petróleo - Año 2019

1 YPF S.A.	354.956.391,97	46%
2 PAN AMERICAN ENERGY SL	172.731.560,54	22%
3 COMPAÑÍAS ASOCIADAS PETROLERAS S.A.	37.961.413,77	5%
4 PLUSPETROL S.A.	29.551.491,64	4%
5 CHEVRON ARGENTINA S.R.L.	27.372.052,58	4%
6 SINOPEC ARGENTINA EXPLORATION AND PRODUCTION, INC.	25.636.260,86	3%
7 CAPEX S.A.	22.364.459,87	3%
8 PAN AMERICAN ENERGY (SUCURSAL ARGENTINA) LLC	15.728.159,59	2%
9 TECPETROL S.A.	15.114.422,06	2%
10 Vista Oil & Gas Argentina SA	10.335.268,72	1%
Otras compañías	64.523.752,17	8%
Total general	776.275.233,77	

Fuente: Elaboración propia con datos de la Secretaría de Energía de la Nación, en <http://datos.minem.gob.ar/dataset/produccion-de-petroleo-y-gas-tablas-dinamicas/archivo/2c1f455e-0103-4d51-8f94-a49c939ac0a1>

La compañía nació en 1922 como empresa estatal y fue privatizada en 1992. Actualmente tiene una composición societaria mixta en la que el Estado argentino posee el 51 % de las acciones y el 49 % restante cotiza en la Bolsa de Buenos Aires y Nueva York. Es importante volver a mencionar que YPF es el líder en toda América Latina en la

producción de recursos no convencionales con el desarrollo del yacimiento Loma Campana (formación Vaca Muerta, la segunda con recursos de shale gas y cuarta de shale oil del mundo) y como lo refleja la Tabla 2.2.1 explica por si sola el 46% de la producción petrolera nacional.

Las acciones de la empresa cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (YPFD), formando parte del Índice Merval. Asimismo, previa autorización de la Comisión de Valores de Estados Unidos, YPF cotiza desde mediados del año 1993 en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

2.3 Gas

También hemos visto que el Gas Natural representa el 53% de la oferta de energía de las fuentes primarias en nuestro país, aproximadamente el doble que la participación en el caso de los países miembros de la OCDE (esto es positivo para nuestro país en términos ambientales en comparación al carbón y la energía nuclear, fuentes de energía que tienen mayor participación en los países desarrollados).

En la rama del gas la empresa Transportadora de Gas del Sur S.A. (TGS) será la representante del sector. Comenzó sus operaciones el 28 de diciembre de 1992, luego del proceso de privatización del sector energético argentino de aquella década. Es la transportadora de gas más importante del país, opera el sistema de gasoductos más extenso de América Latina y más de 9.200 km. de gasoductos propios en la República Argentina.

Tabla 2.3.1 Gas Cargado en el Ingreso al Sistema de Transporte, por Gasoducto - Año 2019.

	Miles de m3 de 9.300 kcal	%
TGN	11.804.027	40,3%
Gasoducto Norte	3.918.352	13,4%
Gasoducto Centro Oeste	7.885.675	26,9%
TGS	17.456.843	59,7%
Gasoducto Neuba I	4.453.836	15,2%
Gasoducto Neuba II	6.446.665	22,0%
Gasoducto San Martín	6.556.342	22,4%
TOTAL	29.260.870	

Fuente: elaboración propia en base a datos del ENARGAS, en <https://www.enargas.gob.ar/secciones/transporte-y-distribucion/datos-operativos-subsec.php?sec=1&subsec=3&subsecord=03>

TGS es la empresa líder en producción y comercialización de líquidos de gas natural (LGN) tanto para el mercado local como para el de exportación, rol reflejado en las Tablas 2.3.1 y 2.3.2. Las acciones de la empresa cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (TGSU2), formando parte del Índice Merval; y desde el año 1994, también cotiza en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

Tabla 2.3.2 Gas Exportado a través del Sistema de Transporte - Año 2019.

	Miles de m3 de 9.300 kcal	%
Exportación TGN	17.713	6,4%
Gas Andes - Chile	17.713	6,4%
Exportación TGS	258.004	93,6%
Methanex YPF - Chile	224.247	81,3%
Cruz del Sur - Uruguay	33.757	12,2%
TOTAL	275.717	

Fuente: elaboración propia, en base a datos del ENARGAS en, <https://www.enargas.gob.ar/secciones/transporte-y-distribucion/datos-operativos-subsec.php?sec=3&subsec=4&subsecord=03>

2.4 Distribución Eléctrica

Según la información que provee CAMMESA (Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico) la demanda residencial explica el 42,8% de la demanda eléctrica total del país, los Consumos Intermedios (comercios y pequeñas industrias) el 28,8% y la Gran Demanda (grandes usuarios industriales y comerciales) el 28,4%. El Gran

Buenos Aires absorbe un 37,8 % de la demanda total, cuando su población es de aproximadamente un 30% y su territorio apenas un 0,5% del total del país. Bajo estas reglas del juego, Edenor será la empresa relevante para la rama de distribución eléctrica ya que es la más grande del país en términos de cantidad de clientes y electricidad vendida (tanto en GWh como en pesos).

Tabla 2.4.1 Demanda de Energía por Empresa - Año 2018.

	DEMANDA [MWh]	%
EDENOR DISTRIBUIDOR	23.714.075	18%
EDESUR DISTRIBUIDOR	18.876.256	14%
EPESE DISTRIBUIDOR	10.022.566	8%
EPEC DISTRIBUIDOR	9.372.965	7%
ENERGIA DE MENDOZA SA	3.332.597	3%
EMP DIST ENERG NORTE	3.098.402	2%
SECHEEP	3.022.643	2%
ENERGIA DE ENTRE RIOS SA	2.916.761	2%
EDE TUCUMAN	2.905.443	2%
DPE CORRIENTES	2.829.189	2%
EDELAP SA	2.825.794	2%
EMP DIST ENERG ATLANTICA	2.756.527	2%
ALUAR SA	2.693.377	2%
EMP.ELECTRIC.DE MISIONES S.A.	2.289.739	2%
EMP.DIST.ENERGIA DE SALTA	2.058.968	2%
Otras 512 Empresas	40.292.485	30%
TOTAL	133.007.787	

Fuente: Elaboración propia según datos de CAMMESA en:
<https://portalweb.cammesa.com/memnet1/Pages/descargas.aspx>

Por lo general las zonas de cobertura de las empresas distribuidoras de electricidad son provinciales, tal como puede interpretarse al analizar la Tabla 2.4.1. En el caso del AMBA, dos empresas (Edenor y Edesur) cubren toda la demanda de la Ciudad de Buenos Aires y el conurbano bonaerense. A través de Edenor, se distribuye y comercializa aproximadamente la quinta parte del consumo de energía eléctrica de Argentina. El contrato de concesión obtenido en el año 1992 tiene una duración de 95 años y la empresa forma parte del grupo empresario Pampa Energía, el cual es el mayor grupo empresario integrado de

electricidad en la Argentina, participando en la generación, transmisión, distribución de energía eléctrica, petróleo y gas.

Las acciones de la empresa cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (EDN), formando parte del Índice Merval. Asimismo, previa autorización de la Comisión de Valores de Estados Unidos a partir del 24 de abril de 2007, Edenor comenzó a comercializar sus ADSs (*American Depositary Shares*) representativos de 20 acciones ordinarias de la empresa, en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

3. Análisis de Situación Financiera de las empresas líderes del Sector Energético Nacional: Período Diciembre 2011-Diciembre 2019

Se desarrolla a lo largo de este capítulo el análisis de distintas variables financieras, contables y económicas, que tienen como fin comprender la evolución del estado de situación financiera de las empresas líderes del sector energético nacional. Como se ha explicado en el capítulo anterior las empresas seleccionadas, debido a su participación en el mercado doméstico, son YPF como representante de la rama petrolera, Transportadora Gas del Sur (TGS) como representante de la rama gasífera, y Edenor (EDN) como la empresa representante de la rama de distribución eléctrica.

En primer lugar, se explica el contexto político, económico y financiero con el cual tuvieron que llevar adelante sus actividades estas empresas en nuestro país durante los años 2011 a 2019. A continuación, se examinarán los Estados de Resultados y los Indicadores de Rentabilidad de las empresas seleccionadas. En el próximo capítulo se presentarán los datos relevantes que podemos encontrar en el Balance General y en el Estado de Situación Patrimonial de cada una de las empresas y se realizarán los principales indicadores Financieros y Operativos que reflejen la evolución de las empresas a lo largo de los años bajo estudio.

3.1. Contexto Político, Económico y Financiero

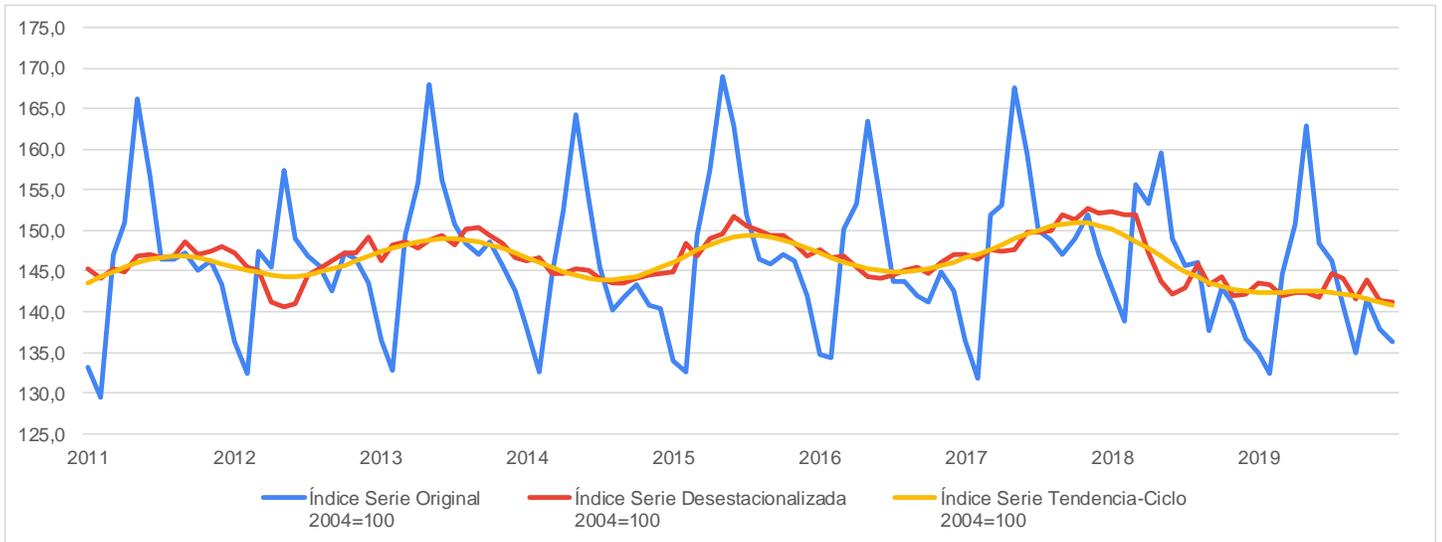
Las empresas de nuestro país tuvieron que desarrollar sus actividades atravesadas por los vaivenes políticos propios de la alternancia en el mando del poder ejecutivo ocurrido en Diciembre 2015. Aquel hecho será el punto de inflexión que nos va a permitir realizar en el último apartado de esta investigación un análisis comparativo de las variables que explicaremos a lo largo de este y el próximo capítulo.

Desde Diciembre 2011 a Diciembre 2015 el Gobierno evidenció una clara actitud proteccionista rechazando tratados de libre comercio con el afán de favorecer la subsistencia

de las empresas locales y las fuentes de trabajo que ellas representaban. En aquellos años se privilegió fortalecer las relaciones con los países periféricos y la defensa de los derechos humanos. Desde Diciembre del año 2015 hasta Diciembre del año 2019, el Gobierno pasó a estar en una posición antagónica a los puntos mencionados del período anterior. Se decidió abrir la economía nacional al mundo y a los mercados financieros internacionales, incrementando los niveles de endeudamiento públicos y privados. El encuadre de política liberal tuvo sus puntos salientes en la desregulación financiera y del movimiento de capitales, flexibilización laboral, liberalización de las importaciones, reducción del Estado, con sus consecuentes impactos en la actividad económica y mercado laboral. En aquellos años se intentó fortalecer las relaciones con los países centrales y la defensa de los derechos individuales.

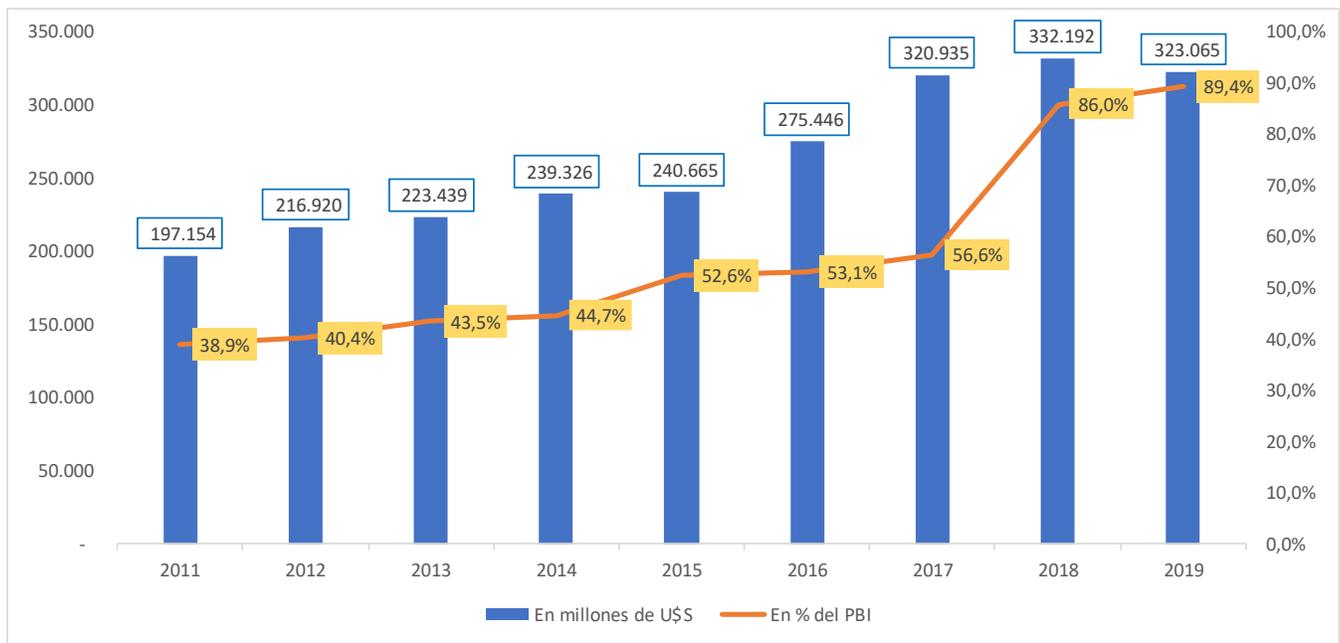
Los vaivenes políticos acompañaron el andar de una actividad económica que no solo no ha podido crecer, sino que se ha visto debilitada, estancada y padeciendo una leve baja al final del período. Al analizar el Estimador Mensual de Actividad (EMAE) que elabora el INDEC se puede apreciar como a fines del año 2019 tanto la serie desestacionalizada como la de tendencia-ciclo presentan valores inferiores a los del año 2011 (año base 2004=100). El EMAE es un índice Laspeyres que ofrece una pauta del comportamiento de la actividad económica real con una frecuencia mayor a la del PIB trimestral a precios constantes. En el Gráfico 3.1.1 se puede apreciar la evolución del indicador y la tendencia sostenida en baja de los años 2018 y 2019 que lo ubica por debajo a los valores del año 2011.

Gráfico 3.1.1 Evolución del Estimador Mensual de Actividad Económica (Números Índice base 2004=100) - Período 2011-2019



Fuente: Elaboración propia en base a información del INDEC, Serie del EMAE. Años 2011-2020. Disponible en: https://www.indec.gov.ar/ftp/cuadros/economia/sh_emaes_mensual_base2004.xls

Gráfico 3.1.2 Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central (en millones de U\$S y en % del PBI) - Período 2011-2019



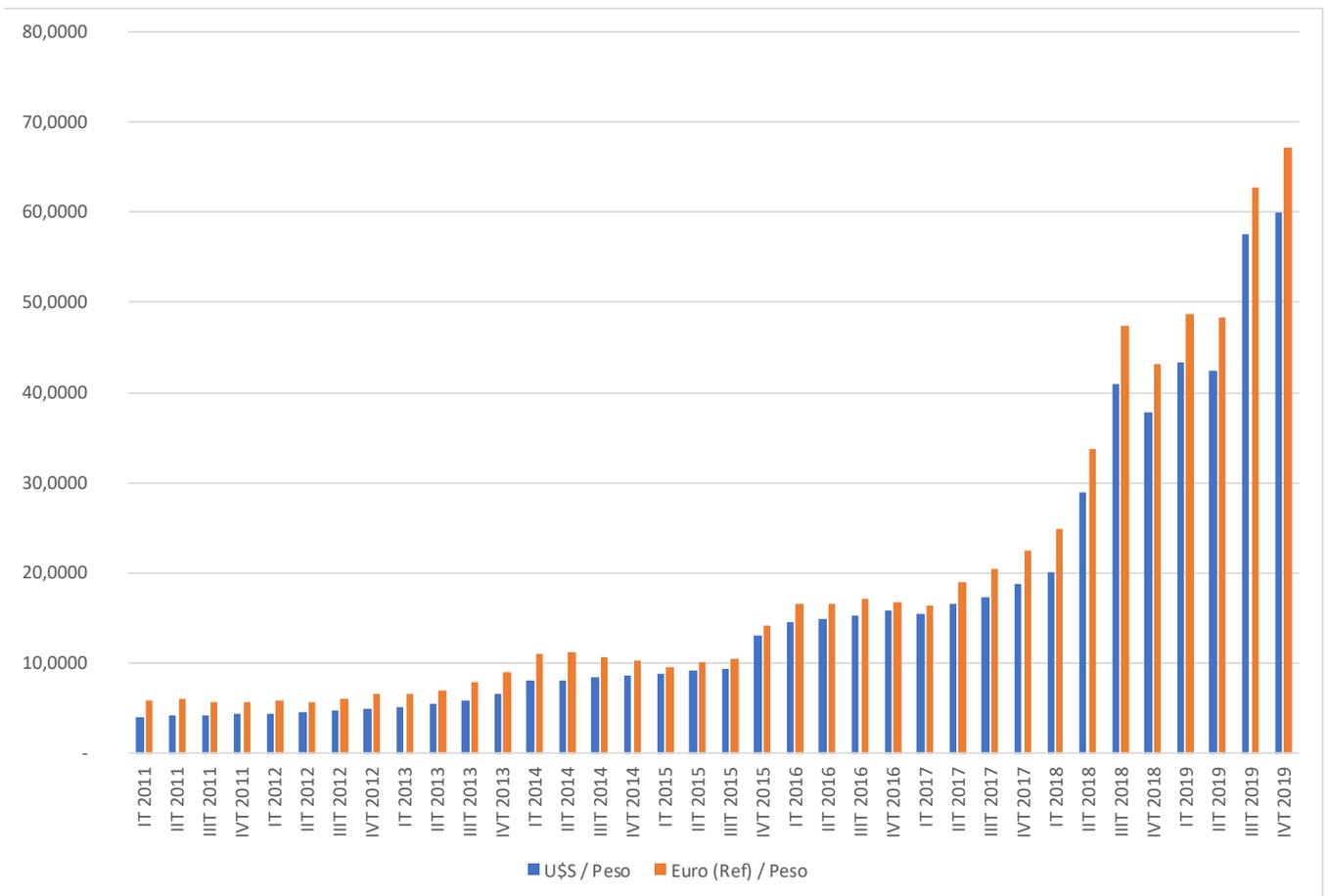
Fuente: Elaboración propia según información de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Hacienda, en <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>

Por su parte, el Gráfico 3.1.2. nos muestra el impacto de la apertura económica que alentó el Gobierno que asumió en Diciembre del año 2015, la cual alimentó fuertemente los mercados de deuda. Incluso, además de emitir bonos a 100 años, el país volvió a realizar un

acuerdo sin precedentes con el Fondo Monetario Internacional el cual consistió en la firma de un programa *Stand By* por U\$S 50.000 millones para un periodo de 36 meses. Nuestro país pasó de tener una deuda equivalente al 38,9% de su PBI en el año 2011 a una deuda de U\$S 323.065 millones en 2019 que equivale a un ratio deuda/PBI del 89,4%.

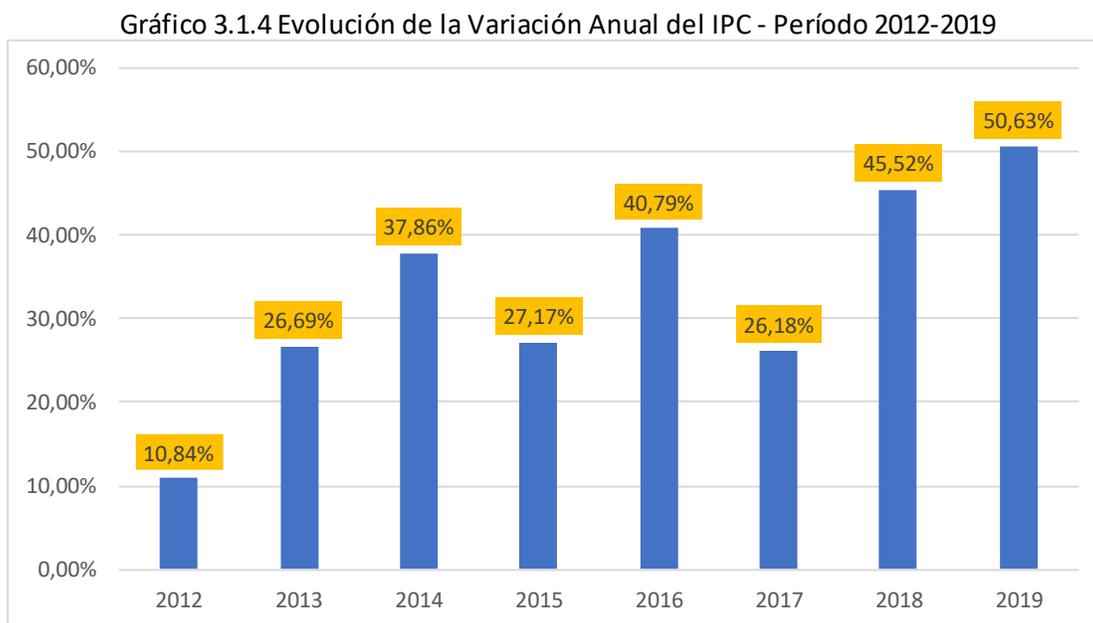
El valor de nuestra moneda nacional y sus variaciones ha sido otro de los factores que ha impactado en la vida de las empresas locales. En el Gráfico 3.1.3 se aprecia la evolución de los tipos de cambio respecto al Dólar estadounidense (U\$S) y al Euro con un fuerte incremento acelerado, al igual que en el caso de la Deuda, en los últimos dos años del período bajo estudio. Los tipos de cambio en Diciembre 2011 eran de U\$S/Peso: 4,30 y Euro/Peso: 5,58. Hasta Diciembre 2019 acumularon un incremento del 1.292% (U\$S) y del 1.102% (Euro).

Gráfico 3.1.3 Evolución Trimestral de Tipos de Cambio (U\$S/Peso y EURO/Peso) - Período 2011-2019.



Fuente: Elaboración propia según información de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Hacienda, en <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/>

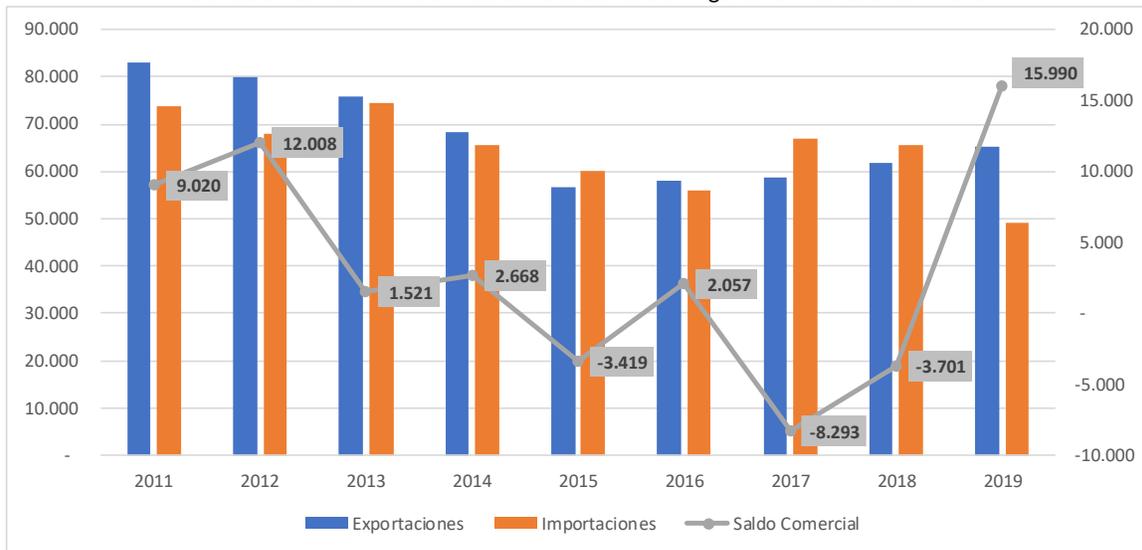
Las divisas no han sido los únicos bienes de la economía que vieron incrementado sus precios durante este periodo. El Gráfico 3.1.4 muestra la variación anual que han sufrido los precios en general en nuestra economía en base al Índice de Precios al Consumidor (IPC) del INDEC para el año 2012 y al IPC elaborado por la Ciudad de Buenos Aires para el período 2013-2019. Nuevamente los años 2018 y 2019 reflejan ser los años de mayor volatilidad. Vale la pena aclarar que se utiliza el IPC de CABA por la homogeneidad y confiabilidad de sus datos. La serie de la Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires comienza en 2012, motivo por el cual se usa la información suministrada por el IPC del INDEC para ese año.



Fuente: Elaboración propia en base al IPC INDEC para el año 2012 y al IPC de CABA para el período 2013-2019, recuperados en: <https://www.indec.gov.ar/indec/web/Institucional-Indec-InformacionDeArchivo-1> y <https://www.estadisticaciudad.gov.ar/eyc/?p=50914> 2013 en adelante

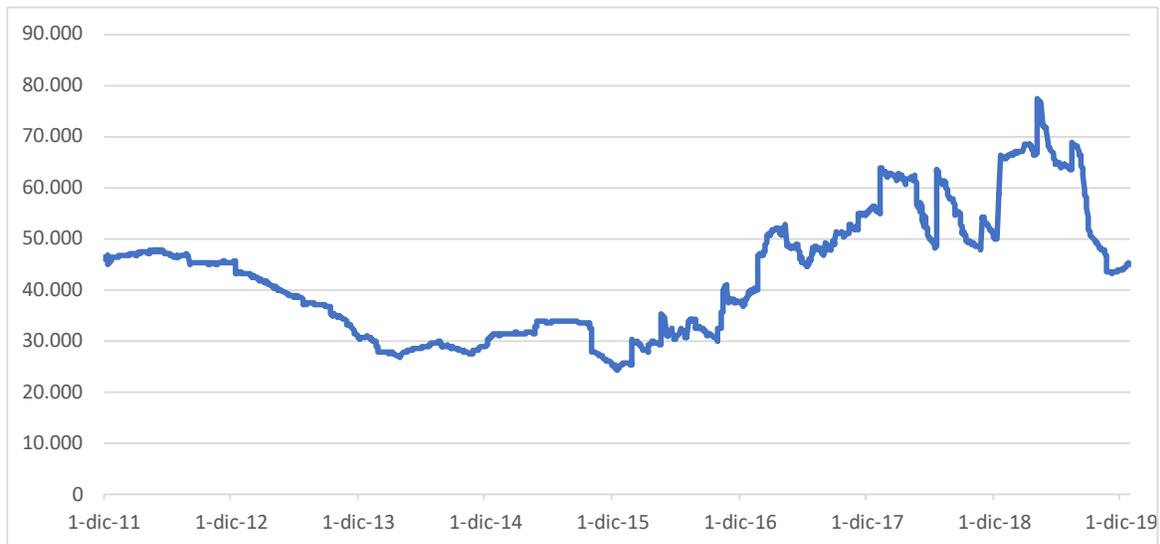
A pesar de la liberación de las importaciones, el nivel de las mismas en el año 2019 fue el más bajo del periodo. El Gráfico 3.1.5 muestra como el país ha visto levemente disminuida su actividad en el Comercio Internacional. Luego de un par de años con déficit en el saldo comercial, en 2019 se registró el superávit más elevado del período, explicado en parte por la fuerte caída mencionada al inicio del párrafo de las importaciones.

Gráfico 3.1.5 Evolución del Intercambio Comercial Argentino - Período 2011-2019



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC, en <https://www.indec.gov.ar/ftp/cuadros/economia/balanmensual.xls>

Gráfico 3.1.6 Evolución de las Reservas Internacionales en Saldos Diarios en millones de U\$



Fuente: Elaboración propia en base a datos del B.C.R.A. en <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0520.xlsx>

El nivel de las Reservas Internacionales son otra de las variables relevantes a observar en este apartado. Es un hecho que luego de atravesar años de fuerte gasto público, por gastos primarios y luego por servicios financieros; fuerte incremento continuo del stock de deuda externa, un marcado estancamiento de la actividad económica, una acelerada devaluación del tipo de cambio, una gran suba sostenida del nivel de precios y una merma en

la participación del comercio internacional; el nivel de las Reservas Internacionales ha pasado a ser de U\$S 46.376 millones en Diciembre del año 2011 a U\$S 44.781 mil millones en Diciembre del año 2019. Esta situación nos invita a ser cautos a la hora de proyectar la situación futura del país y las empresas locales.

En el Aspecto Financiero, al analizar el comportamiento general del Mercado de Valores de la Bolsa de Buenos Aires, los años 2018 y 2019 también tuvieron un comportamiento negativo. Como se aprecia en los datos volcados en la Tabla 3.1.1 el año 2018 fue directamente el peor del período. En términos nominales el índice casi no tuvo variación respecto al año 2017, pero al considerar que la suba del tipo de cambio fue del 101,4%, podría decirse que índice MERVAL medido en dólares (U\$S) sufrió una caída del 50% de su valor. El año 2019, el incremento nominal también fue menor a la suba del valor del dólar, explicando el 13,2% de pérdida en el valor del índice. Al medirlo en dólares (U\$S), el valor del Índice Merval se encuentra entre los valores que supo mostrar entre los años 2012 y 2013, luego de alcanzar su techo en el año 2017, cuando supo gozar de un incremento del 50% interanual de su valor en estos términos.

Tabla 3.1.1 - Evolución del Índice MERVAL y su relación respecto al valor del Dólar (U\$S) - Valores al Cierre de cada Ejercicio.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
MERVAL	2.462,6	2.854,3	5.391,0	8.579,0	11.675,2	16.917,9	30.065,6	30.292,6	41.671,4
Var. % Anual		15,9%	88,9%	59,1%	36,1%	44,9%	77,7%	0,8%	37,6%
U\$S	4,304	4,918	6,521	8,552	13,005	15,8502	18,774	37,808	59,895
Var. % Anual		14,3%	32,6%	31,1%	52,1%	21,9%	18,4%	101,4%	58,4%
MERVAL/U\$S	572,17	580,38	826,71	1.003,16	897,75	1.067,36	1.601,45	801,22	695,74
Var. % Anual		1,4%	42,4%	21,3%	-10,5%	18,9%	50,0%	-50,0%	-13,2%

Aclaraciones: U\$S Según Valor de Referencia B.C.R.A.(A3500).

Fuente: Elaboración Propia en base a información del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) en <https://www.iamc.com.ar/informes/>

Las variables que se han analizado hasta aquí nos invitan a pensar que los vaivenes políticos, económicos y financieros que ha atravesado nuestro país tendrán su mayor impacto en las empresas líderes del sector energético nacional en los años 2015, 2018 y 2019 de manera negativa; en los años 2013, 2014 y 2017 de manera positiva; y en los años 2012 y 2016 de forma neutra. A lo largo del siguiente apartado podremos apreciar cómo han ido variando los Estados de Resultados y los indicadores de Rentabilidad de las tres empresas

seleccionadas en esta investigación. Los próximos capítulos nos permitirán completar nuestro estudio y develar el verdadero impacto que tuvieron las políticas disímiles llevadas adelante por los gobiernos nacionales durante los años 2012 a 2019.

3.2. Estado de Resultados e Indicadores de Rentabilidad.

En primer lugar, como parte de un análisis horizontal, se van a exponer las Tablas Comparativas con los Estados de Resultados de los años 2012 a 2019 de YPF, TGS y Edenor. Se analizará la variación interanual de cada año y se planteará la necesidad de ver esta información a través de los ajustes necesarios por variación en el nivel general de los precios y por la suba constante del tipo de cambio. Por último, como parte del análisis vertical del Estado de Resultados, se realizarán los indicadores de rentabilidad para cada año y para cada empresa.

De acuerdo a lo planteado por Fowler-Newton (2007), analizar los resultados de un período es parte de un proceso que nos permite entender e incluso predecir el comportamiento de una empresa. De esta forma uno puede comprender si el emisor de los estados contables ha distribuido ganancias, pagado sus obligaciones, si se ha financiado con terceros o ha tenido que emitir acciones, y sobre todo podemos saber si la empresa ha tenido pérdidas o ganancias en términos reales. Guajardo (2001), indica que el estado de ganancias y pérdidas o estado de resultados es el principal medio para medir la rentabilidad de la empresa a través de un periodo.

El Estado de Resultados entonces es un informe financiero que muestra la rentabilidad de una empresa durante un período determinado. Es decir, las ganancias y/o pérdidas que la empresa obtuvo o espera tener de acuerdo a sus ingresos, costos y sus gastos. Con esta información entendemos el aumento o la disminución que sufre el capital contable, es decir el patrimonio de la empresa. Según Terrel K., Jones K., y Werner M. (2001) los ingresos representan entradas de recursos en forma de incrementos del activo o disminuciones del pasivo o una combinación de ambos, que generan incrementos en el patrimonio. Por su parte, los costos son importes de los recursos que se entregan o prometen

entregar a cambio de obtener un bien o servicio. Para que las entidades puedan generar ingresos, necesariamente tienen que incurrir en costos. Por último, Moreno Fernández (2006) establece que los gastos se reconocen en el Estado de Resultados sobre la base de una asociación directa entre los costos incurridos y la obtención de partidas específicas de ingresos. En sintonía, Guajardo (2001) define a los gastos como activos que se han usado o consumido en el negocio con el fin de obtener ingresos.

Dando inicio al análisis horizontal, en la Tabla 3.2.1 se expone el Estado de Resultados comparativo de la empresa YPF de los años 2012 a 2019. En la misma uno puede apreciar en detalle la evolución de la Utilidad Bruta, la Utilidad Operativa y la Utilidad Neta del Ejercicio. En general los Estados de Resultados se interpretan observando tendencias. Es decir, realizando una comparación del desempeño de la empresa durante períodos determinados de tiempo. Se presenta también a continuación la Tabla 3.2.2 que refleja las variaciones interanuales para el período 2012-2019 de los Estados de Resultados de la empresa YPF.

Tabla 3.2.1 - YPF

Estado de Resultados (Cifras expresadas en millones de pesos)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Ordinarios	67.174	90.113	141.942	156.136	210.100	252.813	435.820	678.595
Costo de Ventas	-50.267	-68.094	-104.492	-119.537	-177.304	-211.812	-359.570	-575.608
Utilidad Bruta	16.907	22.019	37.450	36.599	32.796	41.001	76.250	102.987
Gastos de Comercialización	-5.662	-7.571	-10.114	-11.099	-15.212	-17.954	-27.927	-49.898
Gastos de Administración	-2.232	-2.686	-4.530	-5.586	-7.126	-8.736	-13.922	-24.701
Gastos de Exploración	-582	-829	-2.034	-2.473	-3.155	-2.456	-5.466	-6.841
Otros resultados operativos, netos	-528	227	-1.030	-853	-31.549	4.218	14.845	-42.559
Utilidad Operativa	7.903	11.160	19.742	16.588	-24.246	16.073	43.780	-21.012
Resultado de las inversiones en sociedades	114	353	558	318	588	1.428	4.839	7.968
Resultados Financieros, netos	548	2.835	1.772	12.157	-6.146	-8.798	41.525	6.034
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	8.565	14.348	22.072	29.063	-29.804	8.703	90.144	-7.010
Impuesto a las Ganancias	-4.663	-9.269	-13.223	-24.637	1.425	3.969	-51.538	-26.369
Utilidad Neta del ejercicio	3.902	5.079	8.849	4.426	-28.379	12.672	38.606	-33.379
Otros resultados integrales del ejercicio	4.241	12.031	16.276	43.758	27.414	21.917	172.600	221.367
Resultado integral del ejercicio	8.143	17.110	25.125	48.184	-965	34.589	211.206	187.988

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Tabla 3.2.2 - YPF

Variación Porcentual Anual vs ejercicio anterior - Estado de Resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Ordinarios	34%	58%	10%	35%	20%	72%	56%
Costo de Ventas	35%	53%	14%	48%	19%	70%	60%
Utilidad Bruta	30%	70%	-2%	-10%	25%	86%	35%
Gastos de Comercialización	34%	34%	10%	37%	18%	56%	79%
Gastos de Administración	20%	69%	23%	28%	23%	59%	77%
Gastos de Exploración	42%	145%	22%	28%	-22%	123%	25%
Otros resultados operativos, netos	-143%	-554%	-17%	3599%	-113%	252%	-387%
Utilidad Operativa	41%	77%	-16%	-246%	-166%	172%	-148%
Resultado de las inversiones en sociedades	210%	58%	-43%	85%	143%	239%	65%
Resultados Financieros, netos	417%	-37%	586%	-151%	43%	-572%	-85%
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	68%	54%	32%	-203%	-129%	936%	-108%
Impuesto a las Ganancias	99%	43%	86%	-106%	179%	-1399%	-49%
Utilidad Neta del ejercicio	30%	74%	-50%	-741%	-145%	205%	-186%
Otros resultados integrales del ejercicio	184%	35%	169%	-37%	-20%	688%	28%
Resultado integral del ejercicio	110%	47%	92%	-102%	-3684%	511%	-11%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Las empresas suelen presentar los balances anuales con la comparación del ejercicio anterior, reflejando la variación porcentual de cada rubro. Estos indicadores son considerados de corto plazo y aunque son de mucho valor para toma de decisiones no proveen una visión a largo plazo de las tendencias que está siguiendo la operación de la empresa. Con el propósito de poder interpretar mejor el Estado de Resultados es recomendable observar una mayor cantidad de años, en nuestro caso analizamos el período bajo estudio completo. A priori pareciera que los ingresos de YPF han crecido todos los años y que ha tenido una utilidad bruta positiva en todos sus ejercicios, situación que nos invita a pensar que sus accionistas y gerentes han gozado con alegría el andar financiero de la empresa. Como especialistas en Administración Financiera debemos realizar un análisis real que vaya más allá de la ilusión que presenta la información en términos nominales.

Para entender las variaciones anuales en términos reales, debemos ajustar las variaciones nominales de acuerdo a la variación de los precios (IPC – Inflación) y del tipo de cambio (U\$S – Devaluación). Antes de desarrollar las técnicas necesarias para desarrollar estas variaciones reales de un ejercicio al otro, vamos a observar en la Tabla 3.2.3 los Estados

de Resultados del período 2012-2019 de la empresa TGS y a continuación, en la Tabla 3.2.4

las variaciones anuales nominales.

Tabla 3.2.3 - TGS

Estado de Resultados (Cifras expresadas en millones de pesos)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por ventas	2.575,0	2.864,9	4.304,0	4.226,6	7.402,1	12.246,7	52.399,5	48.561,5
Transporte de Gas Natural	603,4	661,0	744,1	1.014,0	2.087,2	4.559,7	23.785,7	22.620,4
Producción y Comercialización de Líquidos	1.835,7	2.065,3	3.243,3	2.907,8	4.768,3	6.875,2	25.578,4	23.138,2
Otros Servicios	135,9	138,6	316,6	304,8	546,6	811,8	3.035,4	2.802,9
Costo de Ventas	-1.351,8	-1.595,3	-2.565,5	-2.759,9	-4.435,9	-6.523,3	-24.902,9	-24.375,5
Gastos operativos	-1.128,2	-1.365,7	-2.325,3	-2.508,9	-4.197,9	-6.191,4	-21.894,6	-20.835,4
Depreciaciones	-223,6	-229,6	-240,2	-251,0	-238,0	-331,9	-3.008,3	-3.540,1
Utilidad bruta	1.223,2	1.269,6	1.738,5	1.466,7	2.966,2	5.723,4	27.496,6	24.186,0
Gastos de administración y comercializació	-517,5	-575,1	-810,8	-443,0	-668,9	-902,9	-4.194,3	-4.299,9
Otros resultados operativos	-4,0	12,1	4,9	-335,5	-65,5	-104,4	-1.370,3	-127,5
Utilidad operativa	701,7	706,6	932,6	688,2	2.231,8	4.716,1	21.932,0	19.758,6
Resultados financieros	-342,4	-532,7	-765,7	-974,2	-813,4	-568,0	-4.378,5	-2.897,4
Resultado de inversiones en asociadas	0,2	-0,5	2,9	0,3	1,5	0,2	28,0	-31,9
Utilidad Neta antes de Imp. a las Gananci	359,5	173,4	169,8	-285,7	1.419,9	4.148,3	17.581,5	16.829,3
Impuesto a las ganancias	-126,8	-65,9	-64,8	113,6	-489,3	-1.355,0	-20,3	-4.024,2
Utilidad Neta del ejercicio	232,7	107,5	105,0	-172,1	930,6	2.793,3	17.561,2	12.805,1
Otros resultados integrales del ejercicio	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado integral del ejercicio	232,7	107,5	105,0	-172,1	930,6	2.793,3	17.561,2	12.805,1

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Tabla 3.2.4 - TGS

Variación Porcentual Anual vs ejercicio anterior - Estado de Resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por ventas	11%	50%	-2%	75%	65%	328%	-7%
Transporte de Gas Natural	10%	13%	36%	106%	118%	422%	-5%
Producción y Comercialización de Líquidos	13%	57%	-10%	64%	44%	272%	-10%
Otros Servicios	2%	128%	-4%	79%	49%	274%	-8%
Costo de Ventas	18%	61%	8%	61%	47%	282%	-2%
Gastos operativos	21%	70%	8%	67%	47%	254%	-5%
Depreciaciones	3%	5%	4%	-5%	39%	806%	18%
Utilidad bruta	4%	37%	-16%	102%	93%	380%	-12%
Gastos de administración y comercializació	11%	41%	-45%	51%	35%	365%	3%
Otros resultados operativos	-403%	-60%	-6947%	-80%	59%	1213%	-91%
Utilidad operativa	1%	32%	-26%	224%	111%	365%	-10%
Resultados financieros	56%	44%	27%	-17%	-30%	671%	-34%
Resultado de inversiones en asociadas	-350%	-680%	-90%	400%	-87%	13900%	-214%
Utilidad Neta antes de Imp. a las Gananci	-52%	-2%	-268%	-597%	192%	324%	-4%
Impuesto a las ganancias	-48%	-2%	-275%	-531%	177%	-99%	19724%
Utilidad Neta del ejercicio	-54%	-2%	-264%	-641%	200%	529%	-27%
Otros resultados integrales del ejercicio	-	-	-	-	-	-	-
Resultado integral del ejercicio	-54%	-2%	-264%	-641%	200%	529%	-27%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

TGS en 2019 tuvo sus ganancias, bruta, operativa y neta en caída respecto al año anterior, situación que también había experimentado en 2015. En las Tablas 3.2.5 y 3.2.6 se presenta la misma información para la empresa Edenor, la cual incluye en una línea el impacto del Resultado por cambios en el poder adquisitivo de la moneda (“RECPAM”).

Tabla 3.2.5 - Edenor

Estado de Resultados (Cifras expresadas en miles de pesos)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por servicios	2.976.182	3.440.691	3.598.376	3.802.162	13.079.609	24.340.002	86.039.928	89.943.794
Compras de energía	-1.740.231	-2.050.295	-1.878.088	-2.021.981	-6.060.333	-12.825.610	-49.015.194	-57.041.830
Subtotal	1.235.951	1.390.396	1.720.288	1.780.181	7.019.276	11.514.392	37.024.734	32.901.964
Gastos de transmisión y distribución	-1.344.116	-2.055.285	-2.825.062	-3.153.664	-6.147.214	-4.828.907	-16.780.493	-16.146.593
Utilidad Bruta	-108.165	-664.889	-1.104.774	-1.373.483	872.062	6.685.485	20.244.241	16.755.371
Gastos de comercialización	-352.938	-548.256	-657.909	-832.806	-1.616.696	-2.078.916	-7.813.882	-7.350.973
Gastos de administración	-249.395	-324.768	-496.762	-706.091	-1.162.325	-1.450.636	-4.341.342	-3.837.222
Otros egresos operativos, netos	-117.948	2.851.855	2.006.422	5.154.066	1.250.841	-661.422	-2.031.011	-1.970.402
Resultado por participación en negocios conjuntos	3	705	5	1	2	-11	2.462	1.351
Utilidad operativa	-828.443	1.314.647	-253.018	2.241.687	-656.116	2.494.500	6.060.468	3.598.125
Acuerdo regularización de obligaciones								17.094.764
Ingresos financieros	75.505	287.068	235.534	96.225	196.754	272.251	1.033.000	1.208.970
Gastos financieros	-225.976	-504.854	-592.013	-450.016	-1.444.882	-1.541.462	-7.652.701	-6.762.351
Otros resultados financieros	-168.106	-273.110	-324.575	-561.723	-27.466	-101.949	-3.022.071	-3.523.314
Resultados financieros netos	-318.577	-490.896	-681.054	-915.514	-1.275.594	-1.371.160	-9.641.772	-9.076.695
RECPAM							13.076.389	11.191.793
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	-1.147.020	823.751	-934.072	1.326.173	-1.931.710	1.123.340	9.495.085	22.807.987
Impuesto a las ganancias	116.717	44.116	154.356	-183.730	743.062	-441.150	-2.886.871	-10.673.848
Utilidad Neta del ejercicio	-1.030.303	867.867	-779.716	1.142.443	-1.188.648	682.190	6.608.214	12.134.139
Otros resultados integrales del ejercicio	19.942	-108.726	-11.585	-2.391	5.081	9.075	-6.070	-5.130
Resultado integral del ejercicio	-1.010.361	759.141	-791.301	1.140.052	-1.183.567	691.265	6.602.144	12.129.009

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitoWeb/Empresas>

Tabla 3.2.6 - Edenor

Variación Porcentual Anual vs ejercicio anterior - Estado de Resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por servicios	16%	5%	6%	244%	86%	253%	5%
Compras de energía	18%	-8%	8%	200%	112%	282%	16%
Subtotal	12%	24%	3%	294%	64%	222%	-11%
Gastos de transmisión y distribución	53%	37%	12%	95%	-21%	248%	-4%
Utilidad Bruta	515%	66%	24%	-163%	667%	203%	-17%
Gastos de comercialización	55%	20%	27%	94%	29%	276%	-6%
Gastos de administración	30%	53%	42%	65%	25%	199%	-12%
Otros egresos operativos, netos	-2518%	-30%	157%	-76%	-153%	207%	-3%
Resultado por participación en negocios conjuntos	23400%	-99%	-80%	100%	-650%	-22482%	-45%
Utilidad operativa	-259%	-119%	-986%	-129%	-480%	143%	-41%
Acuerdo regularización de obligaciones							
Ingresos financieros	280%	-18%	-59%	104%	38%	279%	17%
Gastos financieros	123%	17%	-24%	221%	7%	396%	-12%
Otros resultados financieros	62%	19%	73%	-95%	271%	2864%	17%
Resultados financieros netos	54%	39%	34%	39%	7%	603%	-6%
RECPAM							-14%
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	-172%	-213%	-242%	-246%	-158%	745%	140%
Impuesto a las ganancias	-62%	250%	-219%	-504%	-159%	554%	270%
Utilidad Neta del ejercicio	-184%	-190%	-247%	-204%	-157%	869%	84%
Otros resultados integrales del ejercicio	-645%	-89%	-79%	-313%	79%	-167%	-15%
Resultado integral del ejercicio	-175%	-204%	-244%	-204%	-158%	855%	84%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitoWeb/Empresas>

Edenor por su parte ha tenido en 2016 y 2017 su mejor comportamiento dentro del período bajo estudio. De todas formas, como mencionamos anteriormente es necesario entender las variaciones de un ejercicio al otro considerando fenómenos macroeconómicos como la Inflación y la Devaluación. Para tal fin, en la Tabla 3.2.7 se resume la variación anual que han sufrido tanto el Índice de Precios al Consumidor como el valor del Dólar Mayorista.

Tabla 3.2.7 - Índice de Precios al Consumidor y Tipo de Cambio

Variación Porcentual Anual

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Índice de Precios al Consumidor	10,84%	26,69%	37,86%	27,17%	40,79%	26,18%	45,52%	50,63%
Variación Anual del Tipo de Cambio	14,27%	32,59%	31,15%	52,07%	21,88%	18,45%	101,38%	58,42%

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a la siguiente información.

IPC del año 2012, IPC elaborado por el INDEC en: <https://www.indec.gov.ar/indec/web/Institucional-Indec-InformacionDeArchivo-1>

IPC Período 2013-2019, IPCBA elaborado por la DGEyC de CABA en: <https://www.estadisticaciudad.gov.ar/eyc/?p=50914> 2013 en adelante

Variación Anual del Tipo de Cambio: U\$S Según Valor de Referencia B.C.R.A. (A3500).

De acuerdo al comportamiento de la inflación y de la debilidad de nuestra moneda nacional a lo largo de los años y con variaciones tan elevadas, sería un gran error quedarnos solamente con las variaciones nominales en moneda local de los ingresos, gastos, costos y demás rubros de los Estados de Resultados a la hora de interpretarlos y de tomar decisiones. Según la Fórmula 3.2.1 se exponen a continuación las tablas de Variación Real en Pesos de las tres empresas líderes del sector energético (Tabla 3.2.8 YPF, Tabla 3.2.9 TGS y Tabla 3.2.10 Edenor).

Fórmula 3.2.1: Para obtener la Variación Real en moneda local de un ejercicio al otro.

$$\text{Variación Real (Pesos)} = \frac{1 + \text{Variación Nominal}}{1 + \text{Inflación}} - 1$$

Tabla 3.2.8 - YPF

Variación Real (Pesos) - Estado de Resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Ordinarios	6%	14%	-14%	-4%	-5%	18%	3%
Costo de Ventas	7%	11%	-10%	5%	-5%	17%	6%
Utilidad Bruta	3%	23%	-23%	-36%	-1%	28%	-10%
Gastos de Comercialización	6%	-3%	-14%	-3%	-6%	7%	19%
Gastos de Administración	-5%	22%	-3%	-9%	-3%	10%	18%
Gastos de Exploración	12%	78%	-4%	-9%	-38%	53%	-17%
Otros resultados operativos, netos	-134%	-429%	-35%	2527%	-111%	142%	-290%
Utilidad Operativa	11%	28%	-34%	-204%	-153%	87%	-132%
Resultado de las inversiones en sociedades	144%	15%	-55%	31%	92%	133%	9%
Resultados Financieros, netos	308%	-55%	439%	-136%	13%	-424%	-90%
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	32%	12%	4%	-173%	-123%	612%	-105%
Impuesto a las Ganancias	57%	3%	47%	-104%	121%	-992%	-66%
Utilidad Neta del ejercicio	3%	26%	-61%	-555%	-135%	109%	-157%
Otros resultados integrales del ejercicio	124%	-2%	111%	-56%	-37%	441%	-15%
Resultado integral del ejercicio	66%	7%	51%	-101%	-2941%	320%	-41%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Tabla 3.2.9 - TGS

Variación Real (Pesos) - Estado de Resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por ventas	-12%	9%	-23%	24%	31%	194%	-38%
Transporte de Gas Natural	-14%	-18%	7%	46%	73%	258%	-37%
Producción y Comercialización de Líquidos	-11%	14%	-29%	16%	14%	156%	-40%
Otros Servicios	-19%	66%	-24%	27%	18%	157%	-39%
Costo de Ventas	-7%	17%	-15%	14%	17%	162%	-35%
Gastos operativos	-4%	24%	-15%	19%	17%	143%	-37%
Depreciaciones	-19%	-24%	-18%	-33%	11%	523%	-22%
Utilidad bruta	-18%	-1%	-34%	44%	53%	230%	-42%
Gastos de administración y comercialización	-12%	2%	-57%	7%	7%	219%	-32%
Otros resultados operativos	-339%	-71%	-5484%	-86%	26%	802%	-94%
Utilidad operativa	-21%	-4%	-42%	130%	67%	220%	-40%
Resultados financieros	23%	4%	0%	-41%	-45%	430%	-56%
Resultado de inversiones en asociadas	-297%	-521%	-92%	255%	-89%	9520%	-176%
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	-62%	-29%	-232%	-453%	132%	191%	-36%
Impuesto a las ganancias	-59%	-29%	-238%	-406%	119%	-99%	13061%
Utilidad Neta del ejercicio	-64%	-29%	-229%	-484%	138%	332%	-52%
Otros resultados integrales del ejercicio	-21%	-27%	-21%	-29%	-21%	-31%	-34%
Resultado integral del ejercicio	-64%	-29%	-229%	-484%	138%	332%	-52%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Tabla 3.2.10 - Edenor
Variación Real (Pesos) - Estado de Resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por servicios	-9%	-24%	-17%	144%	47%	143%	-31%
Compras de energía	-7%	-34%	-15%	113%	68%	163%	-23%
Subtotal	-11%	-10%	-19%	180%	30%	121%	-41%
Gastos de transmisión y distribución	21%	0%	-12%	38%	-38%	139%	-36%
Utilidad Bruta	385%	21%	-2%	-145%	508%	108%	-45%
Gastos de comercialización	23%	-13%	0%	38%	2%	158%	-38%
Gastos de administración	3%	11%	12%	17%	-1%	106%	-41%
Otros egresos operativos, netos	-2009%	-49%	102%	-83%	-142%	111%	-36%
Resultado por participación en negocios conjuntos	18450%	-99%	-84%	42%	-536%	-15480%	-64%
Utilidad operativa	-225%	-114%	-797%	-121%	-401%	67%	-61%
Acuerdo regularización de obligaciones							
Ingresos financieros	200%	-40%	-68%	45%	10%	161%	-22%
Gastos financieros	76%	-15%	-40%	128%	-15%	241%	-41%
Otros resultados financieros	28%	-14%	36%	-97%	194%	1937%	-23%
Resultados financieros netos	22%	1%	6%	-1%	-15%	383%	-38%
RECPAM							-43%
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	-157%	-182%	-212%	-203%	-146%	481%	59%
Impuesto a las ganancias	-70%	154%	-194%	-387%	-147%	350%	145%
Utilidad Neta del ejercicio	-166%	-165%	-215%	-174%	-145%	566%	22%
Otros resultados integrales del ejercicio	-530%	-92%	-84%	-251%	42%	-146%	-44%
Resultado integral del ejercicio	-159%	-176%	-213%	-174%	-146%	556%	22%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Al considerar el fenómeno monetario de la inflación el análisis se vuelve mucho más interesante. YPF ha tenido una caída real en sus ingresos durante los años 2015, 2016 y 2017 mientras que las fuertes subas nominales observadas durante 2018 y 2019 son en realidad mucho menores. La Utilidad Bruta, Operativa y Neta sólo han visto una variación anual positiva en 2013, 2014 y 2018. Por su parte TGS, favorecido por las políticas aplicadas por el Gobierno que asumió en Diciembre 2015 ha disfrutado de una tendencia de constante crecimiento en términos reales durante 2016, 2017 y 2018 reflejada en la Utilidad Bruta, Operativa y Neta. En cuanto a Edenor, su situación fue de completo crecimiento interanual sólo durante los ejercicios 2017 y 2018.

Conocer la variación real de cada rubro es de vital importancia. Recordando que las tres empresas cotizan en el mercado norteamericano. donde no es común la dinámica inflacionaria de nuestro país, nos advierte sobre la ilusión que provoca el crecimiento anual a tasas espectaculares en términos nominales. Agudizando el análisis pasamos a considerar

un segundo factor externo que impacta en los registros contables, la pérdida de valor de nuestra moneda, la devaluación. De acuerdo a la Fórmula 3.2.2 se presentan las Tablas 3.2.11 YPF, 3.2.12 TGS y 3.2.13 Edenor.

Fórmula 3.2.2: Para obtener la Variación Real en U\$\$ de un ejercicio al otro.

$$\text{Variación Real en U}\$ = \frac{1 + \text{Variación Nominal}}{1 + \text{Variación TC}} \cdot \frac{1}{1 + \text{Inflación}} - 1$$

*Aclaración: Variación TC se refiere a la Variación del Tipo de Cambio.

Tabla 3.2.11 - YPF

Variación Real (U\$\$) - Estado de Resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Ordinarios	-20%	-13%	-43%	-22%	-19%	-41%	-35%
Costo de Ventas	-19%	-15%	-41%	-14%	-20%	-42%	-33%
Utilidad Bruta	-22%	-6%	-49%	-48%	-16%	-37%	-43%
Gastos de Comercialización	-20%	-26%	-43%	-20%	-21%	-47%	-25%
Gastos de Administración	-28%	-7%	-36%	-26%	-18%	-46%	-26%
Gastos de Exploración	-15%	36%	-37%	-26%	-48%	-24%	-48%
Otros resultados operativos, netos	-126%	-351%	-57%	2055%	-109%	20%	-220%
Utilidad Operativa	-16%	-2%	-57%	-185%	-144%	-7%	-120%
Resultado de las inversiones en sociedades	84%	-13%	-71%	8%	62%	16%	-31%
Resultados Financieros, netos	208%	-65%	255%	-129%	-4%	-261%	-94%
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	0%	-15%	-32%	-160%	-120%	253%	-103%
Impuesto a las Ganancias	18%	-21%	-4%	-103%	86%	-543%	-79%
Utilidad Neta del ejercicio	-23%	-4%	-74%	-474%	-130%	4%	-136%
Otros resultados integrales del ejercicio	69%	-25%	39%	-63%	-47%	169%	-46%
Resultado integral del ejercicio	25%	-19%	-1%	-101%	-2498%	108%	-63%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitoWeb/Empresas>

Tabla 3.2.12 - TGS

Variación Real (U\$S) - Estado de Resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por ventas	-34%	-17%	-49%	2%	11%	46%	-61%
Transporte de Gas Natural	-35%	-38%	-30%	20%	46%	78%	-60%
Producción y Comercialización de Líquidos	-33%	-13%	-54%	-4%	-4%	27%	-62%
Otros Servicios	-39%	26%	-50%	5%	-1%	28%	-61%
Costo de Ventas	-30%	-11%	-44%	-6%	-2%	30%	-59%
Gastos operativos	-28%	-6%	-44%	-2%	-1%	21%	-60%
Depreciaciones	-39%	-42%	-46%	-45%	-7%	209%	-51%
Utilidad bruta	-38%	-24%	-56%	18%	29%	64%	-63%
Gastos de administración y comercialización	-34%	-22%	-72%	-12%	-10%	59%	-57%
Otros resultados operativos	-280%	-78%	-3641%	-89%	7%	348%	-96%
Utilidad operativa	-40%	-27%	-62%	89%	41%	59%	-62%
Resultados financieros	-7%	-20%	-34%	-51%	-53%	163%	-72%
Resultado de inversiones en asociadas	-249%	-421%	-95%	191%	-91%	4677%	-148%
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	-71%	-46%	-187%	-390%	95%	45%	-60%
Impuesto a las ganancias	-69%	-46%	-191%	-351%	85%	-99%	8207%
Utilidad Neta del ejercicio	-72%	-46%	-185%	-415%	101%	115%	-69%
Otros resultados integrales del ejercicio	-40%	-45%	-48%	-42%	-33%	-66%	-58%
Resultado integral del ejercicio	-72%	-46%	-185%	-415%	101%	115%	-69%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Tabla 3.2.13 - Edenor
Variación Real (U\$S) - Estado de Resultados

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por servicios	-31%	-42%	-45%	100%	25%	21%	-56%
Compras de energía	-30%	-49%	-44%	75%	42%	30%	-51%
Subtotal	-33%	-32%	-46%	130%	10%	10%	-63%
Gastos de transmisión y distribución	-9%	-24%	-42%	14%	-47%	19%	-60%
Utilidad Bruta	266%	-8%	-36%	-137%	413%	3%	-65%
Gastos de comercialización	-8%	-34%	-35%	13%	-14%	28%	-61%
Gastos de administración	-22%	-15%	-26%	-4%	-16%	2%	-63%
Otros egresos operativos, netos	-1539%	-61%	33%	-86%	-135%	5%	-59%
Resultado por participación en negocios conjuntos	13890%	-100%	-90%	17%	-468%	-7737%	-77%
Utilidad operativa	-194%	-111%	-558%	-117%	-354%	-17%	-75%
Acuerdo regularización de obligaciones							
Ingresos financieros	126%	-55%	-79%	19%	-7%	29%	-51%
Gastos financieros	33%	-35%	-61%	87%	-29%	69%	-63%
Otros resultados financieros	-3%	-34%	-11%	-97%	148%	911%	-51%
Resultados financieros netos	-8%	-23%	-30%	-19%	-28%	140%	-61%
RECPAM							-64%
Utilidad Neta antes de Imp. a las Ganancias	-143%	-163%	-173%	-185%	-139%	188%	1%
Impuesto a las ganancias	-77%	94%	-162%	-336%	-140%	123%	55%
Utilidad Neta del ejercicio	-150%	-150%	-176%	-161%	-138%	231%	-23%
Otros resultados integrales del ejercicio	-425%	-94%	-89%	-224%	20%	-123%	-65%
Resultado integral del ejercicio	-145%	-158%	-175%	-161%	-139%	226%	-23%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Incorporado el efecto de la devaluación, nuevamente observamos un ajuste en nuestras variables. En YPF se observa que el nivel de ingresos y la utilidad bruta han caído realmente en todos los ejercicios. El año 2017 muestra un comportamiento en la utilidad operativa y neta de crecimiento porque venían de un año 2016 negativo (año de pérdida). Sólo en el año 2018 se observa un crecimiento real en U\$S en la utilidad neta. TGS sostiene su incremento en los ingresos, en la utilidad bruta, operativa y neta durante los años 2016, 2017 y 2018 (obviamente un crecimiento menor al medido en moneda local). En cuanto a Edenor, sólo el año 2018 le permite tener variaciones anuales positivas en moneda fuerte versus el ejercicio anterior excepto en la utilidad operativa.

Los análisis de variación interanual en términos reales en moneda local y moneda extranjera (U\$S) son complementarios. Según la ocasión podemos decidir cual considerar a la hora de tomar decisiones. Si nuestro objetivo es invertir capital en la empresa es una buena

opción observar las variaciones reales en moneda extranjera (U\$S). En cambio, si debemos evaluar la gestión de la dirección de cada empresa, quienes no tienen control sobre la variable del tipo de cambio, debemos considerar la variación real en moneda local.

Finalizado el análisis horizontal, donde hemos armado las tablas comparativas con las variaciones nominales y reales, en pesos y dólares, de un ejercicio a otro; debemos pasar al armado de los indicadores de rentabilidad. Estos indicadores son una herramienta de vital importancia para comprender la situación financiera de una empresa y analizar los Estados de Resultados. Al comparar magnitudes pertenecientes al mismo ejercicio estamos realizando el análisis vertical. La rentabilidad bruta es el primer indicador que utilizamos para interpretar el Estado de Resultados y nos da la posibilidad de conocer la eficacia operativa de una empresa.

			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Rentabilidad	=	$\frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ingresos}}$	YPF=	25%	24%	26%	23%	16%	16%	17%	15%
Bruta			TGS=	48%	44%	40%	35%	40%	47%	52%	50%
			EDN=	-4%	-19%	-31%	-36%	7%	27%	24%	19%

Los resultados obtenidos para la Rentabilidad Bruta reflejan el retraso tarifario que sufría la empresa Edenor hasta el cambio de políticas en el sector que implementó el gobierno que asumió en Diciembre 2015. Esta situación también se ve reflejada al realizar la Rentabilidad Operativa, la cual nos permite identificar cómo funcionan las operaciones propias de la empresa, es decir, cómo genera rendimientos sin depender de otras actividades que no sean propias de su objetivo principal. En este caso podremos ver también los problemas que ha sufrido YPF en 2016 y 2019.

			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Rentabilidad	=	$\frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Ingresos}}$	YPF=	12%	12%	14%	11%	-12%	6%	10%	-3%
Operativa			TGS=	27%	25%	22%	16%	30%	39%	42%	41%
			EDN=	-28%	38%	-7%	59%	-5%	10%	7%	4%

Siguiendo el análisis de rentabilidad vía indicadores, la ratio de Rentabilidad Neta nos permite medir la capacidad de una empresa para generar ganancias a partir de los ingresos operacionales (ventas totales). Es importante entender que en estos indicadores impactan los cambios de regulación en cuanto a impuestos, las adquisiciones de nuevos activos fijos (aumenta los costos de amortización y reduce el margen), los incrementos de deudas (aumenta la carga financiera) y los cambios en los precios de los costos o materias primas. Su correcta interpretación es vital ya que a partir de ellos tanto las empresas como sus accionistas toman decisiones operacionales y financieras.

			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilidad	= $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ingresos}}$	YPF=	6%	6%	6%	3%	-14%	5%	9%	-5%
Neta		TGS=	9%	4%	2%	-4%	13%	23%	34%	26%
		EDN=	-35%	25%	-22%	30%	-9%	3%	8%	13%

En fin, hemos visto a lo largo de este capítulo el comportamiento de múltiples variables. En primer lugar, se enunciaron las principales características de los gobiernos que gestionaron el país durante los años estudiados. Luego se analizaron las variables que reflejan el contexto macroeconómico y financiero del período. Se presentó información sobre la Actividad Económica, la Deuda Externa, la evolución del Tipo de Cambio y del Índice de Precios al Consumidor, sobre el Intercambio Comercial, el nivel de Reservas Internacionales y la evolución del Índice Merval.

Al analizar los Estados de Resultados, es vital que se contemplen las variaciones anuales, con sus ajustes por inflación y devaluación según corresponda, y los indicadores de Rentabilidad de manera conjunta. De esa forma podremos comprender realmente cómo funciona cada empresa, que rentabilidad genera y si las decisiones de quienes las dirigen han sido correctas. El análisis nos debe permitir saber si las empresas han generado ganancias, dónde la han obtenido, cómo lo hicieron y qué planean hacia el futuro. Nuestro siguiente paso será complementar el estudio realizado para cada empresa con el análisis del Balance General y de la Situación Patrimonial, que se desarrollará en el próximo capítulo.

4. Análisis de Situación Patrimonial y evolución de Indicadores Financieros y Operativos de las empresas líderes del Sector Energético Nacional: Período Diciembre 2011-Diciembre 2019.

A lo largo del presente capítulo, en su primera sección, se va a desarrollar el análisis e interpretación del Estado de Situación Patrimonial de las tres empresas líderes del sector energético nacional en el período 2012-2019. A diferencia del Estado de Resultados, analizado en el capítulo anterior, el Balance o Estado de Situación Patrimonial nos muestra la naturaleza y cantidad de los recursos económicos de una sociedad en un momento determinado (Activos), las obligaciones hacia los acreedores (Pasivos) y la participación de los socios sobre dichos recursos (Patrimonio Neto). El análisis de este Estado Contable nos va a permitir terminar de conocer la situación económica y financiera de las empresas estudiadas.

En la segunda sección, se realiza el armado de los Indicadores Financieros y Operativos de cada año y empresa, obteniendo de esa forma un nivel de detalle económico y financiero óptimo para comprender el impacto que han causado los vaivenes políticos en las empresas líderes del sector energético nacional. Los ratios o indicadores, complementan el análisis horizontal y vertical para tener una imagen fiel del estado general de cada empresa. Moyer, McGuigan y Kretlow (2005) agrupan a las razones financieras en cuatro grandes grupos, las ratios de liquidez, ratios de gestión o actividad, ratios de endeudamiento o apalancamiento, y ratios de rentabilidad.

4.1. Balance General y Estado de Situación Patrimonial.

El Estado de Situación Patrimonial, o Balance General, nos muestra las cuentas del Activo, Pasivo y Patrimonio a una fecha específica. En esta sección vamos a analizar los Estados de Situación Patrimonial de YPF, TGS y Edenor al 31 de Diciembre de los años 2012 a 2019. Según las Normas Internacional de Información Financiera (NIIF) la situación financiera es la relación existente entre los activos, pasivos y patrimonios de la entidad a una fecha específica. Esta información es complementaria a la desarrollada en el capítulo anterior

con el análisis del Estado de Resultados donde pudimos ver el desempeño financiero de cada empresa, es decir la relación de los ingresos y de los gastos en cada ejercicio.

En la parte superior del Balance General, tal como indican Horne & Wachowicz (2010), se ubican los activos según su grado de liquidez. En la parte inferior figuran los pasivos junto con el patrimonio. Los pasivos se ordenan de acuerdo con la cercanía en que serán pagados. Por último, el patrimonio es la diferencia entre el activo total y el pasivo total, producto de los recursos netos de la empresa, proporcionados por el propietario de la misma. La información que surge de los Estados Contables es útil para múltiples usuarios, desde los gerentes de empresa interesados en la evaluación de la misma; directores financieros interesados acerca de la viabilidad de nuevas inversiones, nuevos proyectos y cuál es la mejor vía de financiación; hasta entidades financieras externas interesados en saber sobre si es conveniente o no conceder créditos para llevar a cabo dichas inversiones.

A continuación, se presentan las distintas Tablas que reflejan los Estados de Situación Patrimonial de YPF, TGS y Edenor del 31 de diciembre de los años 2012 a 2019. A su vez se expone el análisis horizontal realizado considerando la variación de cada año respecto al anterior. Esta técnica también podemos denominarla “análisis dinámico”, porque permite observar la evolución de las partidas a lo largo del tiempo y por su particularidad de ser extremadamente potente para detectar variaciones en la estructura del Balance General. Además, con este análisis vamos a poder identificar las tendencias presentes en los activos y pasivos de las tres empresas.

Tabla 4.1.1 - YPF

Estado de Situación Patrimonial (Cifras expresadas en millones de pesos)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo								
Activo No Corriente	61.601	101.081	166.454	286.480	333.913	383.420	785.601	1.263.868
Activo Corriente	18.348	34.514	42.100	76.973	87.226	122.298	208.415	309.421
<i>Caja y Bancos</i>	<i>4.747</i>	<i>10.713</i>	<i>9.758</i>	<i>15.387</i>	<i>10.757</i>	<i>28.738</i>	<i>46.028</i>	<i>66.100</i>
<i>Bienes de Cambio (Inventario)</i>	<i>6.922</i>	<i>9.881</i>	<i>13.001</i>	<i>19.258</i>	<i>21.820</i>	<i>27.291</i>	<i>53.324</i>	<i>80.479</i>
<i>Créditos por Ventas</i>	<i>4.044</i>	<i>7.414</i>	<i>12.171</i>	<i>22.111</i>	<i>33.645</i>	<i>40.649</i>	<i>72.646</i>	<i>118.077</i>
<i>Otros Activos Corrientes</i>	<i>2.635</i>	<i>6.506</i>	<i>7.170</i>	<i>20.217</i>	<i>21.004</i>	<i>25.620</i>	<i>36.417</i>	<i>44.765</i>
Total del Activo	79.949	135.595	208.554	363.453	421.139	505.718	994.016	1.573.289
Patrimonio Neto atribuible a los accionistas de la controlante	31.260	48.016	72.630	120.413	118.755	152.295	359.200	542.549
Interés no controlante	-	224	151	48	-94	238	3.157	5.550
Total Patrimonio Neto	31.260	48.240	72.781	120.461	118.661	152.533	362.357	548.099
Pasivo								
Pasivo No Corriente	27.759	54.547	82.407	163.201	220.012	250.451	452.690	710.318
Pasivo Corriente	20.930	32.808	53.366	79.791	82.466	102.734	178.969	314.872
<i>Cuentas por Pagar (Deudas Comerciales)</i>	<i>12.856</i>	<i>20.312</i>	<i>30.406</i>	<i>39.566</i>	<i>41.595</i>	<i>47.371</i>	<i>84.225</i>	<i>148.595</i>
<i>Otros Pasivos Corrientes</i>	<i>8.074</i>	<i>12.496</i>	<i>22.960</i>	<i>40.225</i>	<i>40.871</i>	<i>55.363</i>	<i>94.744</i>	<i>166.277</i>
Total del Pasivo	48.689	87.355	135.773	242.992	302.478	353.185	631.659	1.025.190
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	79.949	135.595	208.554	363.453	421.139	505.718	994.016	1.573.289

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Tabla 4.1.2 - YPF

Variación Porcentual Anual vs ejercicio anterior - Estado de Situación Patrimonial

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo							
Activo No Corriente	64%	65%	72%	17%	15%	105%	61%
Activo Corriente	88%	22%	83%	13%	40%	70%	48%
Total del Activo	70%	54%	74%	16%	20%	97%	58%
Patrimonio Neto atribuible a los accionista	54%	51%	66%	-1%	28%	136%	51%
Interés no controlante		-33%	-68%	-296%	-353%	1226%	76%
Total Patrimonio Neto	54%	51%	66%	-1%	29%	138%	51%
Pasivo							
Pasivo No Corriente	97%	51%	98%	35%	14%	81%	57%
Pasivo Corriente	57%	63%	50%	3%	25%	74%	76%
Total del Pasivo	79%	55%	79%	24%	17%	79%	62%
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	70%	54%	74%	16%	20%	97%	58%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

En las tablas precedentes, se puede observar la situación patrimonial de YPF al 31 de Diciembre de los años 2012-2019 (Tabla 4.1.1) y la variación anual de cada año versus el anterior (Tabla 4.1.2). La información relevante que se desprende en una primera impresión es que los Activos sólo han podido crecer a un ritmo superior al de los Pasivos en los años

2017 y 2018. La situación para TGS ha mostrado una mejor performance. Los Activos pudieron crecer a un ritmo superior al de los Pasivos durante los años 2016, 2017 y 2018, revirtiendo el comportamiento que habían mostrado en los años 2013, 2014 y 2015. Esta situación puede observarse en las Tablas 4.1.3. y 4.1.4 que se exponen a continuación.

Tabla 4.1.3 - TGS

Estado de Situación Patrimonial (Cifras expresadas en miles de pesos)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo								
Activo No Corriente	4.050.181	4.269.847	4.215.457	4.416.358	5.584.261	6.513.588	59.655.761	74.661.395
Activo Corriente	1.502.544	1.803.063	1.958.963	2.230.219	3.347.071	7.153.312	35.632.685	20.939.930
<i>Caja y Bancos</i>	<i>693.044</i>	<i>893.812</i>	<i>789.420</i>	<i>872.537</i>	<i>1.555.089</i>	<i>2.652.803</i>	<i>25.605.137</i>	<i>9.765.201</i>
<i>Bienes de Cambio (Inventario)</i>	<i>54.282</i>	<i>7.356</i>	<i>29.131</i>	<i>8.452</i>	<i>116.863</i>	<i>105.996</i>	<i>554.218</i>	<i>307.640</i>
<i>Créditos por Ventas</i>	<i>449.118</i>	<i>418.583</i>	<i>411.362</i>	<i>804.607</i>	<i>1.226.439</i>	<i>2.033.540</i>	<i>4.791.109</i>	<i>6.473.759</i>
<i>Otros Activos Corrientes</i>	<i>306.100</i>	<i>483.312</i>	<i>729.050</i>	<i>544.623</i>	<i>448.680</i>	<i>2.360.973</i>	<i>4.682.221</i>	<i>4.393.330</i>
Total del Activo	5.552.725	6.072.910	6.174.420	6.646.577	8.931.332	13.666.900	95.288.446	95.601.325
Patrimonio Neto atribuible a los accionistas de la controlante	2.033.866	2.023.079	1.867.537	1.695.428	2.526.369	5.319.632	47.603.891	48.083.441
Interés no controlante	1	3	6	6	9	8	15	28
Total Patrimonio Neto	2.033.867	2.023.082	1.867.543	1.695.434	2.526.378	5.319.640	47.603.906	48.083.469
Pasivo								
Pasivo No Corriente	2.689.081	2.702.094	3.055.123	3.630.562	4.502.006	3.741.319	36.691.122	39.565.657
Pasivo Corriente	829.777	1.347.734	1.251.754	1.320.581	1.902.948	4.605.941	10.993.418	7.952.199
<i>Cuentas por Pagar (Deudas Comerciales)</i>	<i>362.349</i>	<i>384.939</i>	<i>543.912</i>	<i>442.524</i>	<i>961.248</i>	<i>1.453.303</i>	<i>4.756.554</i>	<i>4.113.571</i>
<i>Otros Pasivos Corrientes</i>	<i>467.428</i>	<i>962.795</i>	<i>707.842</i>	<i>878.057</i>	<i>941.700</i>	<i>3.152.638</i>	<i>6.236.864</i>	<i>3.838.628</i>
Total del Pasivo	3.518.858	4.049.828	4.306.877	4.951.143	6.404.954	8.347.260	47.684.540	47.517.856
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	5.552.725	6.072.910	6.174.420	6.646.577	8.931.332	13.666.900	95.288.446	95.601.325

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Tabla 4.1.4 - TGS

Variación Porcentual Anual vs ejercicio anterior - Estado de Situación Patrimonial

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo							
Activo No Corriente	5%	-1%	5%	26%	17%	816%	25%
Activo Corriente	20%	9%	14%	50%	114%	398%	-41%
Total del Activo	9%	2%	8%	34%	53%	597%	0%
Patrimonio Neto atribuible a los accionistas de la controlante	-1%	-8%	-9%	49%	111%	795%	1%
Interés no controlante	200%	100%	0%	50%	-11%	88%	87%
Total Patrimonio Neto	-1%	-8%	-9%	49%	111%	795%	1%
Pasivo							
Pasivo No Corriente	0%	13%	19%	24%	-17%	881%	8%
Pasivo Corriente	62%	-7%	5%	44%	142%	139%	-28%
Total del Pasivo	15%	6%	15%	29%	30%	471%	0%
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	9%	2%	8%	34%	53%	597%	0%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Por su parte, Edenor ha mostrado que sólo en los años 2014 y 2016 sus obligaciones hacia terceros crecieron por encima de sus recursos económicos. Es decir, los Activos crecieron anualmente por encima de los Pasivos en 2013, 2015, 2017, 2018 y 2019 (Tabla 4.1.5 y Tabla 4.1.6). Podríamos decir, que la primera impresión fue positiva.

Tabla 4.1.5 - Edenor

Estado de Situación Patrimonial (Cifras expresadas en miles de pesos)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo								
Activo No Corriente	5.387.929	5.389.129	6.989.316	9.113.614	12.311.364	16.041.913	97.312.460	101.596.515
Activo Corriente	1.260.600	1.868.967	1.640.753	3.867.315	6.622.166	9.262.994	21.075.800	17.876.094
<i>Caja y Bancos</i>	71.108	243.473	179.080	128.952	258.562	82.860	42.453	409.642
<i>Bienes de Cambio (Inventario)</i>	85.002	83.853	73.970	134.867	287.810	391.904	1.937.198	1.926.863
<i>Créditos por Ventas</i>	889.383	803.095	882.949	963.005	3.901.060	5.678.857	11.667.923	12.460.070
<i>Otros Activos Corrientes</i>	215.107	738.546	504.754	2.640.491	2.174.734	3.109.373	7.428.226	3.079.519
Total del Activo	6.871.927	7.258.096	8.630.069	12.980.929	18.933.530	25.304.907	118.388.260	119.472.609
Patrimonio Neto atribuible a los accioni:	418.181	1.176.302	385.001	1.525.053	361.832	1.060.864	47.620.990	59.150.849
Interés no controlante	71.107	-	-	-	-	-	-	-
Total Patrimonio Neto	489.288	1.176.302	385.001	1.525.053	361.832	1.060.864	47.620.990	59.150.849
Pasivo								
Pasivo No Corriente	4.100.509	2.798.733	3.911.695	5.777.555	9.008.268	11.702.729	38.511.016	35.738.760
Pasivo Corriente	2.282.130	3.283.061	4.333.373	5.678.321	9.563.430	12.541.314	32.256.254	24.583.000
<i>Cuentas por Pagar (Deudas Comerciales)</i>	1.208.656	2.481.308	3.299.891	4.475.427	6.821.061	9.195.303	22.464.224	12.700.807
<i>Otros Pasivos Corrientes</i>	1.073.474	801.753	1.033.482	1.202.894	2.742.369	3.346.011	9.792.030	11.882.193
Total del Pasivo	6.382.639	6.081.794	8.245.068	11.455.876	18.571.698	24.244.043	70.767.270	60.321.760
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	6.871.927	7.258.096	8.630.069	12.980.929	18.933.530	25.304.907	118.388.260	119.472.609

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Tabla 4.1.6 - Edenor

Variación Porcentual Anual vs ejercicio anterior - Estado de Situación Patrimonial

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo							
Activo No Corriente	0%	30%	30%	35%	30%	507%	4%
Activo Corriente	48%	-12%	136%	71%	40%	128%	-15%
Total del Activo	6%	19%	50%	46%	34%	368%	1%
Patrimonio Neto atribuible a los accioni:	181%	-67%	296%	-76%	193%	4389%	24%
Interés no controlante							
Total Patrimonio Neto	140%	-67%	296%	-76%	193%	4389%	24%
Pasivo							
Pasivo No Corriente	-32%	40%	48%	56%	30%	229%	-7%
Pasivo Corriente	44%	32%	31%	68%	31%	157%	-24%
Total del Pasivo	-5%	36%	39%	62%	31%	192%	-15%
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	6%	19%	50%	46%	34%	368%	1%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Más allá de la primera impresión, con activos que mostraron fuertes crecimientos a lo largo de todo el periodo para las tres empresas (con excepción del año 2019 en el caso de TGS y Edenor), debemos considerar tal como hicimos en el capítulo anterior, el impacto provocado a lo largo del tiempo de las variaciones del nivel general de precios como del tipo de cambio. Por lo tanto, vamos a presentar a continuación las Tablas de variación anual de cada rubro para las tres empresas considerando, la información detallada en la Tabla 3.2.7, la cual resume la variación anual que han sufrido tanto el Índice de Precios al Consumidor como el valor del Dólar Mayorista; la fórmula 3.2.1, para obtener la Variación Real en moneda local de un ejercicio al otro; y la fórmula 3.2.2, para obtener la Variación Real en moneda extranjera de un ejercicio al otro.

Tablas 4.1.7 - YPF

Variación Real (Pesos) - Estado de Situación Patrimonial

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo							
Activo No Corriente	30%	19%	35%	-17%	-9%	41%	7%
Activo Corriente	48%	-12%	44%	-20%	11%	17%	-1%
Total del Activo	34%	12%	37%	-18%	-5%	35%	5%
Patrimonio Neto atribuible a los accionistas de la controlante	21%	10%	30%	-30%	2%	62%	0%
Interés no controlante		-51%	-75%	-239%	-301%	812%	17%
Total Patrimonio Neto	22%	9%	30%	-30%	2%	63%	0%
Pasivo							
Pasivo No Corriente	55%	10%	56%	-4%	-10%	24%	4%
Pasivo Corriente	24%	18%	18%	-27%	-1%	20%	17%
Total del Pasivo	42%	13%	41%	-12%	-7%	23%	8%
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	34%	12%	37%	-18%	-5%	35%	5%

Variación Real (U\$S) - Estado de Situación Patrimonial

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo							
Activo No Corriente	-2%	-9%	-11%	-32%	-23%	-30%	-33%
Activo Corriente	12%	-33%	-5%	-34%	-6%	-42%	-38%
Total del Activo	1%	-15%	-10%	-32%	-20%	-33%	-34%
Patrimonio Neto atribuible a los accionistas de la controlante	-9%	-16%	-14%	-43%	-14%	-20%	-37%
Interés no controlante		-63%	-84%	-214%	-269%	353%	-26%
Total Patrimonio Neto	-8%	-17%	-14%	-43%	-14%	-19%	-37%
Pasivo							
Pasivo No Corriente	17%	-16%	2%	-21%	-24%	-38%	-34%
Pasivo Corriente	-7%	-10%	-23%	-40%	-17%	-41%	-26%
Total del Pasivo	7%	-14%	-7%	-27%	-22%	-39%	-32%
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	1%	-15%	-10%	-32%	-20%	-33%	-34%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Al considerar las Tablas 4.1.7, con la variación anual real de YPF, vemos que en moneda local (pesos) los años 2016 y 2017 ha sido netamente negativos, sobre todo en el primero de ellos donde ha sufrido una fuerte caída en su patrimonio neto. La situación es peor al considerar la variación real en dólares, donde podemos ver una tendencia negativa que nace en el año 2014 e incrementa su fuerza en los años 2018 y 2019. La situación de TGS es distinta (Tablas 4.1.8), ya que el cambio de políticas implementadas a partir del cambio de gobierno de Diciembre 2015, le ha permitido tener variaciones netamente positivas en los años 2017 y 2018 considerando tanto el impacto de la inflación como la suba del tipo de cambio, revirtiendo la tendencia negativa que venía arrastrando durante los años 2013 a 2016. Al igual que ocurrió a la hora de analizar el Estado de Resultados, que el año 2019 muestra un comportamiento negativo en todas sus variables.

Tablas 4.1.8 - TGS

Variación Real (Pesos) - Estado de Situación Patrimonial

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo							
Activo No Corriente	-17%	-28%	-18%	-10%	-8%	529%	-17%
Activo Corriente	-5%	-21%	-10%	7%	69%	242%	-61%
Total del Activo	-14%	-26%	-15%	-5%	21%	379%	-33%
Patrimonio Neto atribuible a los accionistas de la controlante	-21%	-33%	-29%	6%	67%	515%	-33%
Interés no controlante	137%	45%	-21%	7%	-30%	29%	24%
Total Patrimonio Neto	-21%	-33%	-29%	6%	67%	515%	-33%
Pasivo							
Pasivo No Corriente	-21%	-18%	-7%	-12%	-34%	574%	-28%
Pasivo Corriente	28%	-33%	-17%	2%	92%	64%	-52%
Total del Pasivo	-9%	-23%	-10%	-8%	3%	293%	-34%
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	-14%	-26%	-15%	-5%	21%	379%	-33%

Variación Real (U\$S) - Estado de Situación Patrimonial

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo							
Activo No Corriente	-37%	-45%	-46%	-26%	-22%	213%	-48%
Activo Corriente	-29%	-40%	-41%	-13%	43%	70%	-75%
Total del Activo	-35%	-44%	-44%	-22%	2%	138%	-58%
Patrimonio Neto atribuible a los accionistas de la controlante	-41%	-49%	-53%	-13%	41%	205%	-58%
Interés no controlante	79%	11%	-48%	-13%	-41%	-36%	-22%
Total Patrimonio Neto	-41%	-49%	-53%	-13%	41%	205%	-58%
Pasivo							
Pasivo No Corriente	-40%	-37%	-39%	-28%	-44%	235%	-55%
Pasivo Corriente	-3%	-49%	-45%	-16%	62%	-19%	-70%
Total del Pasivo	-31%	-41%	-41%	-25%	-13%	95%	-58%
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	-35%	-44%	-44%	-22%	2%	138%	-58%

Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Por último, en las Tablas 4.1.9 que se exponen luego de este párrafo, se puede ver que Edenor tuvo un comportamiento positivo al considerar la inflación durante el período 2015-2018, pero al realizar el análisis considerando la variación del tipo de cambio, la tendencia es claramente negativa con excepción del año 2018. Se puede ver nuevamente una mejora al igual que en TGS a partir del cambio político de Diciembre 2015, con una fuerte caída durante el último año bajo estudio.

Tablas 4.1.9 - Edenor

Variación Real (Pesos) - Estado de Situación Patrimonial

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo							
Activo No Corriente	-21%	-6%	3%	-4%	3%	317%	-31%
Activo Corriente	17%	-36%	85%	22%	11%	56%	-44%
Total del Activo	-17%	-14%	18%	4%	6%	221%	-33%
Patrimonio Neto atribuible a los accionistas de la controlante	122%	-76%	211%	-83%	132%	2985%	-18%
Interés no controlante							
Total Patrimonio Neto	90%	-76%	211%	-83%	132%	2985%	-18%
Pasivo							
Pasivo No Corriente	-46%	1%	16%	11%	3%	126%	-38%
Pasivo Corriente	14%	-4%	3%	20%	4%	77%	-49%
Total del Pasivo	-25%	-2%	9%	15%	3%	101%	-43%
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	-17%	-14%	18%	4%	6%	221%	-33%

Variación Real (U\$S) - Estado de Situación Patrimonial

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activo							
Activo No Corriente	-40%	-28%	-33%	-21%	-13%	107%	-56%
Activo Corriente	-12%	-51%	22%	0%	-6%	-22%	-64%
Total del Activo	-37%	-34%	-22%	-15%	-11%	60%	-58%
Patrimonio Neto atribuible a los accionistas de la controlante	67%	-82%	105%	-86%	96%	1432%	-48%
Interés no controlante							
Total Patrimonio Neto	43%	-82%	105%	-86%	96%	1432%	-48%
Pasivo							
Pasivo No Corriente	-59%	-23%	-24%	-9%	-13%	12%	-61%
Pasivo Corriente	-14%	-27%	-32%	-2%	-12%	-12%	-68%
Total del Pasivo	-43%	-25%	-28%	-6%	-13%	0%	-64%
Total del Pasivo y Patrimonio Neto	-37%	-34%	-22%	-15%	-11%	60%	-58%

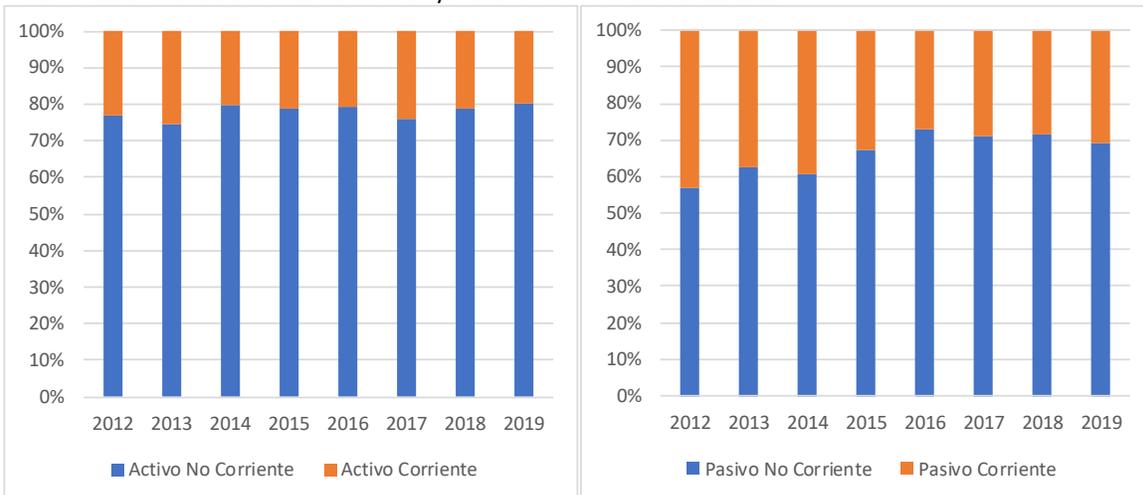
Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Al análisis dinámico, horizontal, debemos complementarlo con el análisis estático, vertical. Para comprender la naturaleza de los recursos económicos y de las obligaciones de las empresas estudiadas vamos a ver a continuación como pesan en cada ejercicio los rubros

corrientes y los no corrientes. De esta forma vamos a tener una visión panorámica de los recursos y obligaciones de cada ejercicio a corto y largo plazo.

El Gráfico 4.1.1 nos muestra la relación de los Activos No Corrientes con los Activos Corrientes y de los Pasivos No Corrientes con los Pasivos Corrientes de la empresa YPF en cada ejercicio del período 2012-2019. Los recursos económicos de YPF están formados en su mayoría por Activos No Corrientes que durante el período han representado en promedio el 78%. En cuanto a sus obligaciones con terceros, YPF ha incrementado sus compromisos a largo plazo progresivamente, pasando de un promedio del 62% durante el periodo 2012-2015 a un promedio del 71% durante el periodo 2016-2019.

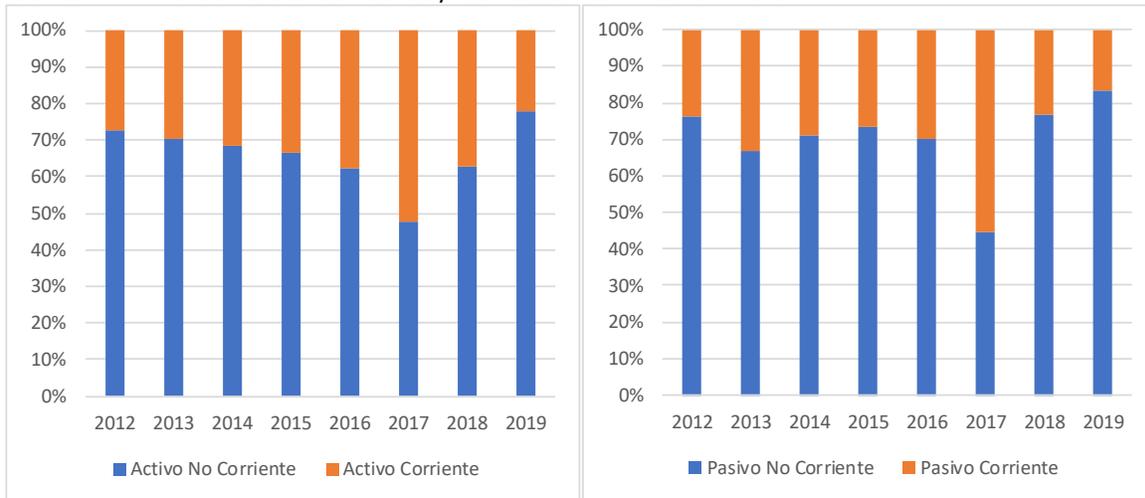
Gráfico 4.1.1 Análisis Vértical de Activos y Pasivos de YPF. Años 2012-2019



Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Por su parte, al analizar la empresa TGS vemos que el punto destacado es el comportamiento del año 2017, donde los recursos económicos de largo plazo equivalen al 48% mientras que el promedio del resto de años del periodo es 69%. Lo mismo ocurre con sus obligaciones con terceros a largo plazo, allí el Pasivo No Corriente representa el 45% mientras que en el resto de los ejercicios representa en promedio un 74%. Esto se observa en el Gráfico 4.1.2.

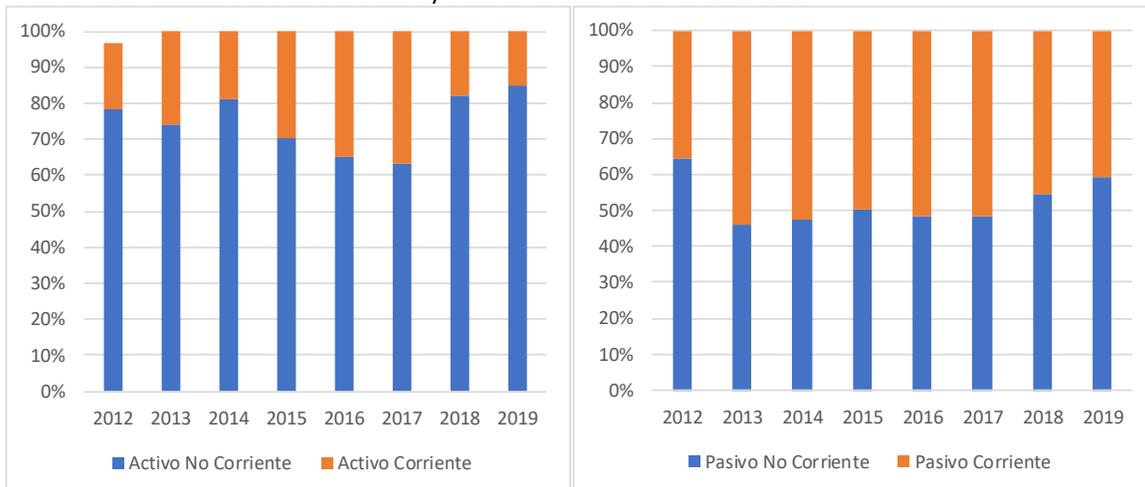
Gráfico 4.1.2 Análisis Vértical de Activos y Pasivos de TGS. Años 2012-2019



Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Por último, la empresa Edenor tiene una estructura distinta a la que veíamos observando. En el Grafico 4.1.3 podemos ver como los Activos No Corrientes representaban en promedio el 79% del total de Recursos Económicos en todos los ejercicios, excepto en 2016 y 2017 cuyo peso promedio fue del 64%. En cuanto a sus Pasivos, la relación entre las partidas No Corrientes y las partidas Corrientes se mantuvo estable a lo largo del tiempo con un promedio del 52% y 48% respectivamente.

Gráfico 4.1.3 Análisis Vértical de Activos y Pasivos de Edenor. Años 2012-2019



Fuente: Elaboración propia en base a la información pública que se encuentra en la página de la Comisión Nacional de Valores, en: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas>

Con la información que nos brinda la Situación Patrimonial de cada empresa, la variación anual de cada rubro en cada ejercicio versus el anterior, considerando el impacto de la inflación y la devaluación, junto con el análisis vertical de Activos y Pasivos, hemos recolectado las herramientas necesarias para poder abordar el análisis comparativo a desarrollarse en el Capítulo 5. Sin embargo, al análisis hasta aquí realizado, se le debe sumar el armado e interpretación de los Indicadores Financieros. Esta tarea se va a desarrollar en la próxima sección de este capítulo.

4.2. Indicadores Financieros y Operativos

El Análisis Horizontal y el Análisis Vertical, deben ser complementados con los distintos indicadores financieros y/o razones financieras, para poder llegar a una conclusión acercada a la realidad financiera de una empresa, y así poder tomar decisiones más acertadas. A lo largo de esta sección se van a armar y exponer los distintos indicadores y ratios de liquidez, de gestión y actividad, de endeudamiento (apalancamiento), y ratios de rentabilidad.

Algunos autores consideran que el uso de ratios en el análisis financiero tuvo su origen gracias a las teorías de Luca Pacioli (Ibarra, 2006), mientras que otros afirman que fueron los banqueros norteamericanos quienes los utilizaron originalmente como técnica de gestión, bajo la dirección de Alexander Wall (financiero de la Reserva Federal) en Estados Unidos (Gremillet, 1989; García-Ayuso y Jiménez, 1996). Los autores coinciden en que el análisis de ratios es la herramienta más utilizada en el análisis de los estados financieros (Lusztig & Schwab, 1988; Yindenaba, 2017; Subramanyam, 2014). Los ratios nos permiten medir o cuantificar la realidad económica y financiera de una empresa, y su capacidad para asumir las diferentes obligaciones para poder desarrollar su actividad. Incluso, la comparación entre ratios de períodos distintos sirve para detectar tendencias y contribuye a anticipar problemas buscando soluciones adecuadas a tiempo.

En primera instancia vamos a elaborar los indicadores de liquidez, los cuales evalúan la capacidad que tiene cada empresa para atender sus compromisos de corto plazo. Es decir, su grado de solvencia. Comenzamos el análisis con el ratio de liquidez corriente.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
1) Liquidez Corriente	= $\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$	YPF=	0,88	1,05	0,79	0,96	1,06	1,19	1,16	0,98
		TGS=	1,81	1,34	1,56	1,69	1,76	1,55	3,24	2,63
		EDN=	0,55	0,57	0,38	0,68	0,69	0,74	0,65	0,73

Esta ratio es la principal medida de liquidez, ya que nos muestra la proporción de deudas de corto plazo que son cubiertas por elementos del activo corriente. Mientras mayor sea el valor del indicador, mayor es la capacidad de la empresa para pagar sus deudas de corto plazo. Observando los resultados, vemos que TGS es la única de las tres empresas que ha gozado de la capacidad durante todo el período de cumplir con sus obligaciones de corto plazo. Edenor por su parte en ningún año logró un resultado igual a 1 (uno), es decir, jamás fue solvente. Por su parte, YPF se encuentra en un punto intermedio, al límite de cumplir con sus obligaciones, demostrando capacidad de cumplir con sus pasivos exigibles de corto plazo en los años 2013, 2016, 2017 y 2018; y un estado de insolvencia, en los años 2012, 2014, 2015 y 2019. Sin embargo, se debe tener en cuenta que la situación de TGS nos es estrictamente positiva simplemente por el resultado de este indicador, ya que el resultado del mismo a lo largo de los ocho años puede estar expresando también la presencia de activos ociosos en la empresa.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
2) Prueba Ácida	= $\frac{(\text{Activo Corriente} - \text{Bs de Cambio})}{\text{Pasivo Corriente}}$	YPF=	0,55	0,75	0,55	0,72	0,79	0,92	0,87	0,73
		TGS=	1,75	1,33	1,54	1,68	1,70	1,53	3,19	2,59
		EDN=	0,52	0,54	0,36	0,66	0,66	0,71	0,59	0,65

El segundo indicador elaborado, es el denominado Prueba Ácida, el cual mide la capacidad de pago de cada empresa sin que tengan que vender sus existencias (inventario). Se dejan fuera del análisis los bienes de cambio ya que los activos que forman parte del inventario son los menos líquidos, es decir, los que presentan mayor complejidad a la hora de convertirlos en efectivo en caso de quiebra. En este caso, YPF y Edenor al tener resultados menores a 1 (uno) muestran una debilidad financiera en todo el periodo ya que demuestran estar en riesgo de no poseer recursos suficientes para hacer frente a los pagos que demandan sus obligaciones de corto plazo. TGS, mantiene sus resultados positivos ante este indicador

de liquidez, en el cual nuevamente se debe advertir la posibilidad de que la empresa posea recursos ociosos lo que podría afectar su rentabilidad.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3) Prueba Defensiva = $\frac{\text{Caja y Bancos}}{\text{Pasivo Corriente}} \times 100$	YPF=	23%	33%	18%	19%	13%	28%	26%	21%
	TGS=	84%	66%	63%	66%	82%	58%	233%	123%
	EDN=	3%	7%	4%	2%	3%	1%	0,13%	2%

La ratio de prueba defensiva nos indica la capacidad de la empresa para operar con sus activos más líquidos, sin recurrir a sus flujos de venta. A mayor ratio, más beneficioso será para la empresa al gozar de una mayor capacidad de respuesta frente a imprevistos de pago sin recurrir a la venta. Aquí es Edenor quien muestra una situación más frágil y TGS la que se encuentra nuevamente en un estado de recursos en exceso a disposición. Vale la pena aclarar nuevamente, que se debe considerar el costo de oportunidad que supone tener saldos financieros en exceso fuera del ciclo productivo

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
4) Capital de Trabajo = Activo Corriente - Pasivo Corriente	YPF=	-2.582	1.706	-11.266	-2.818	4.760	19.564	29.446	-5.451
	TGS=	672.767	455.329	707.209	909.638	1.444.123	2.547.371	24.639.267	12.987.731
	EDN=	-1.021.530	-1.414.094	-2.692.620	-1.811.006	-2.941.264	-3.278.320	-11.180.454	-6.706.906

El capital de trabajo es el último indicador de liquidez analizado. Lo ideal es que el activo corriente sea mayor que el pasivo corriente, ya que el excedente puede ser utilizado en la generación de más utilidades. Edenor no ha tenido recursos suficientes para atender sus obligaciones de corto plazo en todo el período. YPF ha tenido capacidad económica para cumplir con sus obligaciones inmediatas sólo en los años 2013, 2016, 2017 y 2018; mientras que TGS, nuevamente demuestra tener recursos económicos en exceso a disposición durante todo el periodo bajo estudio.

El siguiente paso para comprender la situación financiera y operativa de las tres empresas líderes del sector energético nacional es analizar diversos indicadores de gestión. Los ratios de gestión o actividad tienen por objeto determinar la efectividad y la eficiencia en la gestión empresarial, es decir, manifiestan cómo funcionaron las políticas y decisiones de la empresa relativas a las ventas, los cobros y la gestión de inventarios. En primer lugar,

vamos a observar los ratios de rotación de créditos por ventas, y de inventarios (bienes de cambio).

			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
5) Rotación de Créditos por Ventas	= $\frac{\text{Créditos por Ventas} \times 360}{\text{Ventas}}$	YPF=	22	30	31	51	58	58	60	63
		TGS=	63	53	34	69	60	60	33	48
		EDN=	108	84	88	91	107	84	49	50
6) Rotación de Inventarios	= $\frac{\text{Bienes de Cambio} \times 360}{\text{Costo de Mercaderías Vendidas}}$	YPF=	50	52	45	58	44	46	53	50
		TGS=	14	2	4	1	9	6	8	5
		EDN=	10	7	6	9	8	8	11	9

El ratio de rotación de créditos por ventas tiene por objeto medir el plazo promedio de créditos otorgados a los clientes y, evaluar la política de crédito y cobranza. A mayor cantidad de días, significa que la media de cobranza de las ventas demoró más tiempo. Edenor muestra una mejora en los tiempos de cobro en los años 2018 y 2019 respecto a los ejercicios anteriores, situación similar a la de TGS cuya cantidad de días sólo estuvo a esos niveles en el año 2014. Edenor ha disminuido los días necesarios para el cobro en un 54% de 2012 al 2019, y TGS lo hizo en un 24%. En cambio, YPF refleja un incremento progresivo en la cantidad de días que se demora el cobro de los créditos por ventas, aumentando en un 189% la cantidad de días necesarios para dichos cobros de 2012 a 2019.

Por su parte, el ratio de rotación de inventarios refleja que, a menor cantidad de días la rotación es mayor y, por lo tanto, hay mayor movilidad del capital invertido en inventarios y más rápida recuperación de la utilidad que tiene cada unidad de producto terminado. YPF y Edenor mantienen niveles similares en los extremos del período analizado, mientras que TGS ha logrado disminuir la cantidad de días necesarios para convertir sus inventarios en efectivo o créditos por cobrar en un 69%.

			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
7) Rotación de Cuentas por Pagar	= $\frac{\text{Cuentas por Pagar} \times 360}{\text{Costo de Mercaderías Vendidas}}$	YPF=	92	107	105	119	84	81	84	93
		TGS=	96	87	76	58	78	80	69	61
		EDN=	141	218	253	311	201	188	123	62
8) Rotación de Caja y Bancos	= $\frac{\text{Caja y Bancos} \times 360}{\text{Ventas}}$	YPF=	25	43	25	35	18	41	38	35
		TGS=	97	112	66	74	76	78	176	72
		EDN=	9	25	18	12	7	1	0,2	2

El ratio de rotación de cuentas por pagar nos muestra la cantidad de días que demora la empresa en pagarle a sus proveedores. En este caso, debido a la naturaleza del ratio y las condiciones económicas de nuestro país con altos niveles de inflación y suba del tipo de cambio, es conveniente tener una rotación lenta en el pago a los proveedores. La empresa que goza de una mayor cantidad de días para el pago a proveedores es YPF, que ha sostenido su promedio de días a lo largo de todo el periodo con leves fluctuaciones. TGS y Edenor por su parte, fueron reduciendo la cantidad de días necesarios para pagar sus obligaciones en un 37% y 56% respectivamente desde el año 2012 al 2019.

En cuanto al ratio de rotación de caja y bancos, lo que se busca es dar una idea sobre la magnitud de la caja y bancos (liquidez) para cubrir días de venta. Edenor en 2013 había logrado su mejor resultado en este indicador, pudiendo cubrir 25 días de venta con su liquidez. A partir de ese ejercicio ha visto reducida su capacidad hasta los 2 días que alcanza a cubrir en 2019. YPF se ha mantenido a lo largo del periodo con una capacidad de liquidez disponible para cubrir las ventas de un mes de promedio. Por último, TGS ha logrado tener una capacidad para cubrir las ventas realizadas con Caja y Bancos de tres meses promedio.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
9)	Rotación de Activos Totales = $\frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Totales}}$	YPF= 0,84	0,66	0,68	0,43	0,50	0,50	0,44	0,43
		TGS= 0,46	0,47	0,70	0,64	0,83	0,90	0,55	0,51
		EDN= 0,43	0,47	0,42	0,29	0,69	0,96	0,73	0,75
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
10)	Rotación de Activo No Corriente = $\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo No Corriente}}$	YPF= 1,09	0,89	0,85	0,55	0,63	0,66	0,55	0,54
		TGS= 0,64	0,67	1,02	0,96	1,33	1,88	0,88	0,65
		EDN= 0,55	0,64	0,51	0,42	1,06	1,52	0,88	0,89

El ratio de rotación de activos totales refleja la productividad de los activos para generar ventas y, por lo tanto, la rentabilidad del negocio. Se puede observar en los resultados del ratio que en las tres empresas y a lo largo de todo el periodo jamás se obtiene un valor igual o mayor que 1 (uno). Es decir, las tres empresas ganan menos de un peso por cada peso invertido en activos. YPF ha empeorado su situación en un 49% del año 2012 al 2019, mientras que TGS ha mejorado su rendimiento en un 10% y Edenor en un 74% al comparar esos mismos años.

El ratio de rotación de activos no corrientes, es similar al anterior, aunque sólo toma en cuenta los activos fijos. Cuanto más elevado sea el valor de este ratio, mayor es la productividad de los activos no corrientes. YPF y TGS lograron un valor apenas superior a 1 (uno) en 2012 y 2014 respectivamente. Las políticas que implementó el ejecutivo luego del cambio de gobierno de diciembre 2015 han permitido los mejores resultados de TGS y Edenor en los años 2016 y 2017. Al comparar los años que se encuentran en los extremos del periodo estudiado, el rendimiento de los activos no corrientes ha disminuido en el caso de YPF en un 51%; se mantenido estable con una suba de apenas 2% en el caso de TGS; y, ha mejorado en un 60% al ver los resultados del indicador para Edenor.

Elaborados y analizados los ratios de Gestión y Actividad, nuestro próximo objetivo es detallar el comportamiento que han mostrado los indicadores de Endeudamiento. El ratio de endeudamiento se propone medir la capacidad que tiene la empresa para asumir y cumplir diferentes obligaciones financieras, es decir, informa el nivel de endeudamiento de una empresa en relación a su patrimonio neto y en relación a su activo. A continuación, se muestran los resultados obtenidos al elaborar cuatro ratios referidos al nivel de endeudamiento de YPF, TGS y Edenor.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
11) Endeudamiento a Corto Plazo = $\frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}} \times 100$	YPF=	67%	68%	73%	66%	69%	67%	49%	57%
	TGS=	41%	67%	67%	78%	75%	87%	23%	17%
	EDN=	466%	279%	1126%	372%	2643%	1182%	68%	42%

El ratio de endeudamiento a corto plazo indica la relación que existe entre el volumen de fondos propios de una empresa con aquellas deudas que mantiene con los proveedores en el corto plazo. El resultado ideal para este ratio es permanecer dentro del rango del 40% - 60%, estar por encima implica un nivel de endeudamiento excesivo y estar por debajo, supone que la empresa cuenta con recursos propios desaprovechados lo que implica una pérdida de rentabilidad. YPF ha permanecido siempre por encima del nivel ideal hasta los años 2018 y 2019 que logró disminuir su endeudamiento a corto plazo. TGS por su parte, paso de estar con niveles excesivos de endeudamiento al otro extremo del rango del nivel ideal, evidenciando la presencia de recursos propios desaprovechados. Por último,

Edenor se encontraba con niveles de endeudamiento extremadamente altos que logró disminuir en 2018 y llegar al rango de nivel ideal en el año 2019.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
12) Endeudamiento a Largo Plazo	= $\frac{\text{Pasivo No Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}} \times 100$	YPF= 89%	113%	113%	135%	185%	164%	125%	130%
		TGS= 132%	134%	164%	214%	178%	70%	77%	82%
		EDN= 838%	238%	1016%	379%	2490%	1103%	81%	60%

Este indicador es similar al anterior, pero marca la relación entre el volumen de los fondos propios y las deudas que mantiene cada empresa con los proveedores en el largo plazo. YPF ya se encontraba con niveles elevados de endeudamiento en 2012 y los incrementó aún más a lo largo del período. TGS tuvo un comportamiento a la inversa de YPF, pasando de niveles extremadamente altos en 2012 a niveles altos en 2019. Por su parte, Edenor nuevamente tuvo niveles extraordinariamente elevados de endeudamiento entre los años 2012 y 2017 que logró disminuir y llegar al límite superior del rango de endeudamiento ideal en el año 2019.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
13) Endeudamiento Total	= $\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Neto}} \times 100$	YPF= 156%	181%	187%	202%	255%	232%	174%	187%
		TGS= 173%	200%	231%	292%	254%	157%	100%	99%
		EDN= 1304%	517%	2142%	751%	5133%	2285%	149%	102%

El ratio de endeudamiento total lo que indica es la relación en los fondos propios de la empresa y sus deudas que mantiene con sus proveedores de corto y largo plazo. Nuevamente el umbral ideal es entre 40% y 60% aunque ninguna de las tres empresas ha logrado siquiera acercarse a esos niveles. YPF ha estado durante todo el periodo con niveles de endeudamiento total por encima del 150%; TGS ha logrado disminuir su endeudamiento a niveles mínimos del 100% - 99% alcanzados en 2018 y 2019 respectivamente; y Edenor, nuevamente se encontraba con niveles elevados extraordinarios durante los años 2012 a 2017 que ha logrado disminuir a su mínimo del 102% en 2019.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
14) Endeudamiento Activo	= $\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}} \times 100$	YPF= 61%	64%	65%	67%	72%	70%	64%	65%
		TGS= 63%	67%	70%	74%	72%	61%	50%	50%
		EDN= 93%	84%	96%	88%	98%	96%	60%	50%

El último indicador sobre endeudamiento que vamos a analizar es el ratio del endeudamiento de activo, que nos indica cuánto del activo total se ha financiado con recursos propios de cada empresa o con capital ajeno, tanto a corto como a largo plazo. Nuevamente el resultado ideal de este ratio es cuando el mismo oscila entre el 40% y el 60%. YPF ha mostrado un excesivo endeudamiento apenas por encima del límite ideal superior durante todo el periodo. Mientras, TGS y Edenor, han logrado romper ese límite superior en los años 2018 y 2019 con un nivel de endeudamiento del 50% al fin del periodo reflejando tener un nivel ideal de endeudamiento de activo en 2019.

Por último, para finalizar el estudio de indicadores financieros y operativos, vamos a desarrollar los tres ratios de rentabilidad que son imprescindibles a la hora de estudiar una empresa. Estos indicadores expresan el rendimiento de la empresa en relación con sus ventas, activos o capital. Es importante conocer estas cifras, ya que la empresa necesita producir utilidad para poder existir. En el caso de tener un resultado negativo en estos indicadores, nos van a reflejar una etapa de desacumulación que este atravesando la empresa y que afectará toda su estructura al exigir mayores costos financieros, o un mayor esfuerzo de los dueños, para mantener el negocio.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
15)	Rentabilidad	YPF=	6%	6%	3%	-14%	5%	9%	-5%
	Sobre Ventas	TGS=	9%	4%	2%	-4%	13%	23%	34%
		EDN=	-35%	25%	-22%	30%	-9%	3%	8%

Este ratio, que ya habíamos visto en el capítulo anterior, determina el porcentaje de utilidad que queda por cada peso de ventas, después de restar gastos operativos e impuestos. A mayor ratio, mayor margen de utilidad neta, es decir la empresa es mas rentable. YPF no ha logrado un nivel de rentabilidad estable a lo largo del período e incluso reflejó pérdidas en 2016 y 2019. TGS atravesaba una situación similar hasta que el cambio de políticas implementadas a partir de diciembre de 2015 le permitieron obtener niveles de rentabilidad superiores al 20% en 2017, 2018 y 2019. Por su parte, Edenor logró estabilizar la inestabilidad y fluctuación reflejada en los primeros años del periodo a niveles bajos pero

positivos de rentabilidad en los últimos tres años, alcanzando una rentabilidad sobre ventas del 13% en 2019.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
16)	Rentabilidad del Patrimonio = $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio Neto}} \times 100$	YPF=	12%	11%	12%	4%	-24%	8%	11%	-6%
		TGS=	11%	5%	6%	-10%	37%	53%	37%	27%
		EDN=	-211%	74%	-203%	75%	-329%	64%	14%	21%

La rentabilidad del patrimonio, también conocida como ROE (*return on equity*) refleja el rendimiento, tanto de los aportes de capital de los socios, como de los resultados acumulados. A mayor ratio, mayor rentabilidad. En el caso de YPF nuevamente al observar los extremos del período vemos que la situación ha empeorado entre 2012 y 2019, siendo el año 2015 su peor año con un resultado negativo del 24%. En el caso de TGS tuvo su peor año en 2014 y de allí en adelante logró en los cuatro próximos años una rentabilidad superior a la que había experimentado en los tres años anteriores. Edenor nuevamente tuvo un comportamiento irregular y fluctuante entre 2012 y 2016, año donde obtuvo su peor resultado. Con el cambio de políticas implementadas por el gobierno a cargo del ejecutivo tuvo niveles de rentabilidad positivos en los últimos tres años del periodo.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
17)	Rentabilidad del Activo = $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activo Total}} \times 100$	YPF=	11%	11%	11%	8%	-7%	2%	9%	0%
		TGS=	4%	2%	2%	-3%	10%	20%	18%	13%
		EDN=	-15%	12%	-9%	9%	-6%	3%	6%	10%

El ratio de rentabilidad del activo, también conocido como ROA (*return on assets*), mide la rentabilidad de los activos de una empresa, estableciendo una relación entre la utilidad neta y sus activos totales. YPF tuvo un período de rentabilidad positiva que se mantuvo estable entre 2012 y 2015, una caída de la misma con resultado negativo en 2016 y un resultado neutro en 2019. TGS y Edenor nuevamente muestran sus mejores indicadores a partir del 2016 con el cambio de políticas tarifarias que impactó en el sector a partir de ese año. Edenor logra por primera vez tener tres años consecutivos de rentabilidad positiva y TGS cuatro años por encima del 10% de rentabilidad. Vale la pena aclarar que cuanto más alto sea este ratio, mayores beneficios ha generado el activo total, por lo tanto, esto significa una situación más próspera para la empresa.

Hemos estudiado a lo largo de esta sección un total de diecisiete (17) indicadores financieros y operativos para las tres empresas seleccionadas como líderes del sector energético nacional para los ocho años bajo estudio. Se elaboraron y analizaron cuatro ratios de liquidez, seis ratios de gestión y actividad, cuatro ratios de endeudamiento y tres ratios de rentabilidad. De esta forma, se concluye el armado y estudio de la situación financiera y económica de cada empresa en el periodo determinado; desglosado el balance general y estado de situación patrimonial considerando las fluctuaciones del tipo de cambio y del nivel de precios, y complementando el análisis con el armado de los principales ratios financieros y operativos.

En el próximo capítulo de esta investigación, se va a llevar adelante el desarrollo del análisis comparativo entre el primer subperiodo bajo el gobierno que se hizo cargo del poder ejecutivo entre los años 2012 y 2015, y el segundo subperiodo comprendido entre los años 2016 y 2019 bajo un nuevo gobierno que realizó diversos cambios de políticas que ya hemos detallado a lo largo de este trabajo, que han impactado en la situación económica y financiera de las tres empresas de distinta forma.

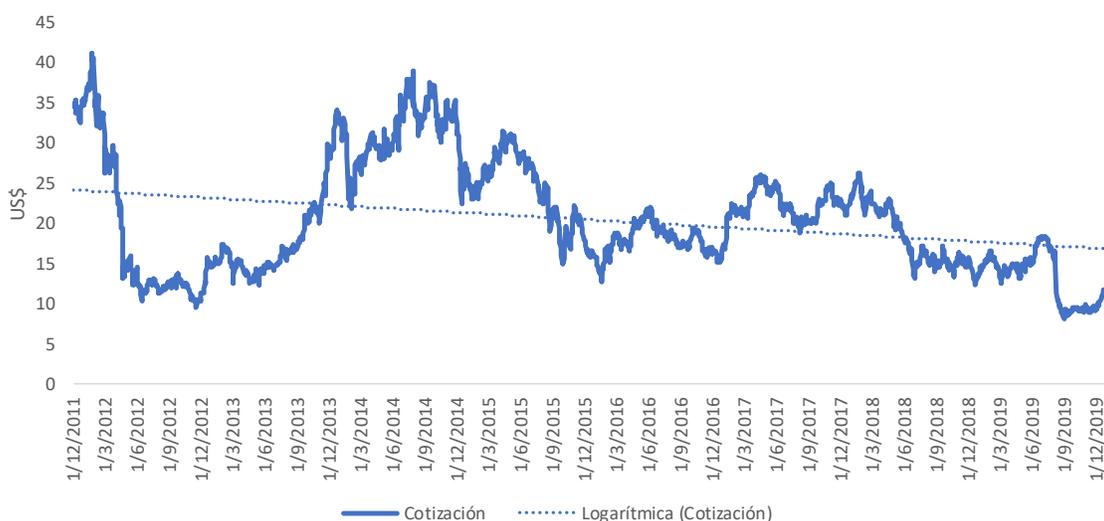
En primer lugar, vamos a interpretar aquellos aspectos macroeconómicos mas importantes que han tenido impacto y consecuencias relevantes en ambos períodos, Diciembre 2011 – Diciembre 2015 y Diciembre 2015 – Diciembre 2019. En segundo lugar, se desarrollará la interpretación de los aspectos financieros y contables que finalmente darán cuenta de cómo ha sido el comportamiento de las tres empresas líderes del sector energético nacional a lo largo de los ocho años bajo estudio y como han impactado los vaivenes políticos en sus situaciones económicas y financieras.

5. Análisis Comparativo de los Períodos Diciembre 2011-Diciembre 2015 y Diciembre 2015-Diciembre 2019.

A lo largo de este capítulo vamos a llevar adelante un análisis comparativo entre los períodos Diciembre 2011-Diciembre 2015 y Diciembre 2015-Diciembre 2019 con el fin de poder comprender el impacto en nuestras tres empresas estudiadas de aquellos cambios en las reglas del juego que provocaron los vaivenes políticos durante los años analizados. En primer lugar, vamos a interpretar aquellos aspectos macroeconómicos relevantes que han tenido impacto y consecuencias directas e indirectas en el sector energético nacional. Luego, se desarrollará la interpretación de los aspectos financieros y contables que darán cuenta del comportamiento que han reflejado las tres empresas líderes del sector energético nacional a lo largo de los ocho años bajo estudio.

Un aspecto importante a considerar para comprender el impacto que han tenido los cambios en las políticas de estado sobre las empresas bajo estudio es analizar su precio en la Bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE), que es el mayor mercado de valores del mundo en volumen monetario y el primero en número de empresas adscriptas. Cómo se ha mencionado anteriormente, las tres empresas líderes del sector energético nacional cotizan en el NYSE y se han negociado con fuertes oscilaciones en sus precios durante todo el período comprendido entre Diciembre 2011 y Diciembre 2019.

Gráfico 5.1 - Cotización acción de YPF en Bolsa de New York (NYSE) / Período Diciembre 2011 - Diciembre 2019

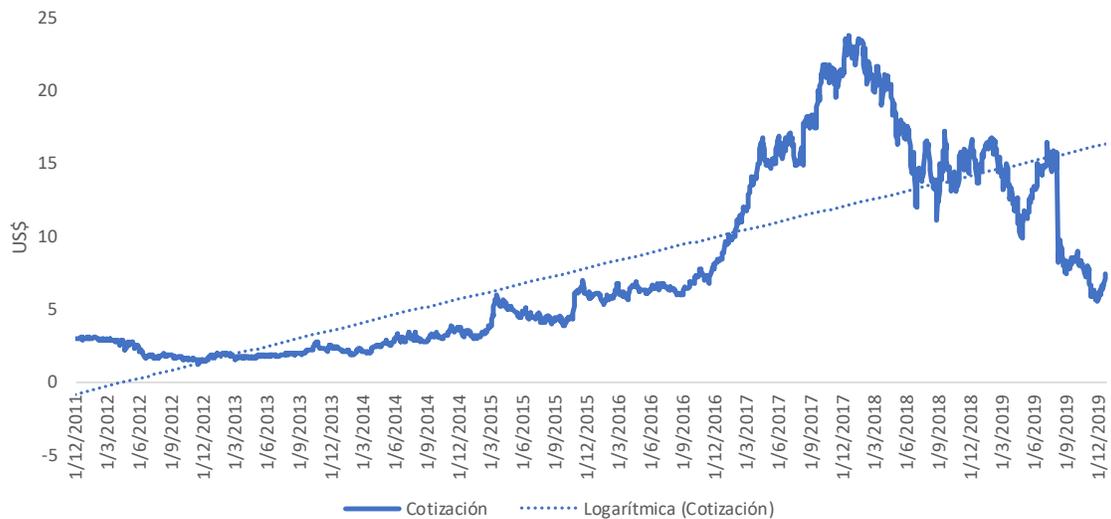


En el Gráfico 5.1 podemos ver la evolución a lo largo de los años del precio de la acción de la empresa YPF. En Diciembre 2011 la empresa cotizó al cierre de mes U\$S 34,68 por acción. En Enero 2012 su precio llegó a romper la barrera de los U\$S 40 para caer desde fines de Febrero de ese mismo año ante los rumores de expropiación por parte del gobierno argentino. Finalmente, en Mayo 2012 se concretó la expropiación del 51% del capital accionario de YPF. La acción cotizó al cierre de ese mes a U\$S 12,79. A pesar de lo que aparentemente previa el mercado, YPF comenzó una política de expansión y exploración incrementando su capacidad productiva que junto al descubrimientos en Vaca Muerta hizo que el valor de su acción comenzara a recuperarse. En Diciembre 2013 la empresa logró superar los U\$S 33. En Julio de 2014 la cotización de la empresa estatal llegó a su máximo histórico cuando la ADR (sigla en inglés de American Depositary Receipt) cerró a U\$S 37,97.

En Octubre 2014 la cotización del petróleo (Crudo WTI) comenzó a cotizar por debajo de los U\$S 100 hasta llegar a cotizar hasta nuestros días por debajo de los U\$S 50. YPF no pudo evitar el impacto de este factor externo y en Diciembre 2014 la cotización de la acción en el NYSE cerró en U\$S 26,47. En 2015 logró en algún momento superar la barrera de los U\$S 30 pero el cambio de gobierno producto de las elecciones nacionales que hubo en el país llevo al precio de la acción a cotizar en Diciembre 2015 en U\$S 18. A mediados de enero de 2016, cotizó a U\$S 13,70 luego de que el país saliera del cepo cambiario y de la devaluación del peso. En abril de ese año se anunció el pago a los fondos buitres y el precio de la acción cerró en aquel mes a U\$S 20,15. Durante el año 2017 la empresa comenzó cotizando en U\$S 17,30 y cerró dicho año en U\$S 22,91.

El pasado reciente de nuestro país estuvo marcado por fuertes devaluaciones del Peso y de un acuerdo sin precedentes con el FMI. Bajo ese contexto, YPF tocó el piso de U\$S 13,17 en Julio 2018, para mantener una lateralización en su cotización hasta Agosto 2019, donde las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) anticiparon un nuevo cambio en los destinos políticos del país, y la cotización rompió la barrera de los U\$S 10, llegando al mínimo del período en Septiembre 2019 al cotizar en U\$S 8,13 (el 10 de Diciembre 2019 el precio de la acción en el NYSE fue de U\$S 9,85).

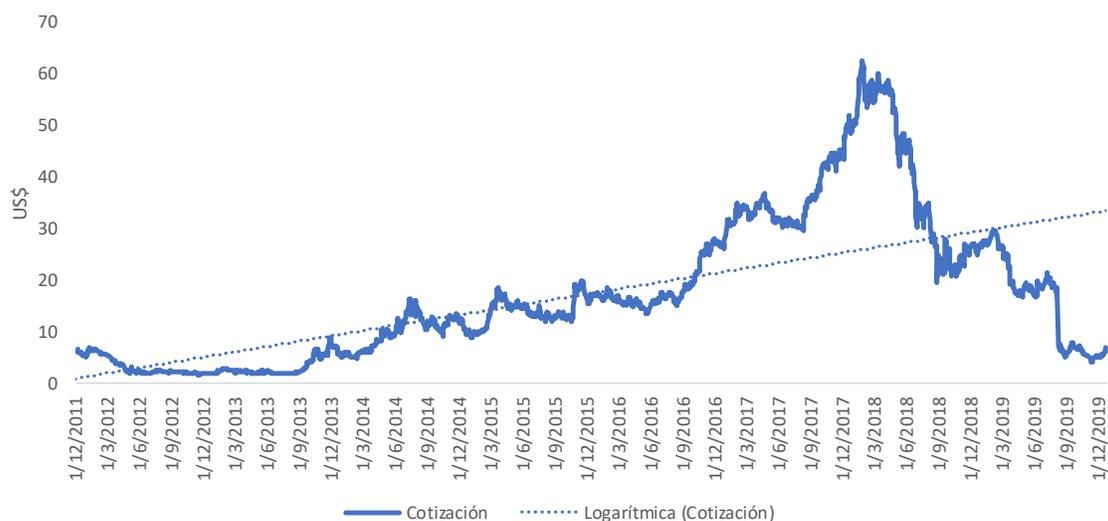
Gráfico 5.2 - Cotización acción de TGS en Bolsa de New York (NYSE) / Período Diciembre 2011 - Diciembre 2019



Por su parte, el Gráfico 5.2 nos permite ver la evolución del precio a la cual se negoció la ADR de TGS en la Bolsa de Nueva York desde Diciembre 2011 a Diciembre 2019. Los U\$S 3 con los que cerró cotización en Diciembre 2014 fueron superados de manera sostenida recién en el año 2015, incremento en su precio que se consolidó con el cambio de Gobierno. Ese nuevo escenario impactó de manera positiva en el precio de la acción de TGS, a la salida del país del Default se le sumó el reposicionamiento en los mercados internacionales y el paso de ser mercado de frontera a incorporarse nuevamente al índice de mercados emergentes. Ese nuevo contexto país fue acompañado por una política de Estado que benefició de manera directa a TGS, la liberalización tarifaria.

TGS alcanzó su máximo histórico en el NYSE el 20 de Diciembre de 2017 cuando cerró a U\$S 23,74. A partir de ese fin de año, la desconfianza que generó el gobierno y el andar económico marcado por reiteradas devaluaciones, incrementó el riesgo de las acciones argentinas y TGS no fue la excepción. Su valor comenzó a caer hasta cerrar en Diciembre 2019, con el triunfo asegurado de un nuevo Gobierno con simpatía hacia el congelamiento tarifario, en U\$S 7,24.

Gráfico 5.3 - Cotización acción de EDN en Bolsa de New York (NYSE) / Período Diciembre 2011 - Diciembre 2019



Por último, en el Gráfico 5.3 se muestra la evolución de la cotización y tendencia de Edenor en el mercado de valores de Nueva York. El comportamiento y variación de sus precios dentro del periodo es similar a lo ocurrido con la empresa TGS. La empresa se cotizó a fines de Diciembre 2011 en U\$S 5,26 y llegó a valer U\$S 19,75 antes del cambio de gobierno a fines del 2015. El cambio en el contexto país y la liberalización tarifaria le permitieron aumentar su precio de manera sostenida hasta llegar a valer U\$S 62,55 en Enero 2018. A partir de ese momento, al igual que lo sucedido con TGS y con el resto de las empresas del país, la realidad económica y cambiaria acompañaron la caída continua de las cotizaciones de las acciones argentinas en el NYSE. El valor de la ADR cerró su cotización en Diciembre 2019 en U\$S 6,35.

5.1. Interpretación de Aspectos Macroeconómicos.

En esta sección vamos a comparar el comportamiento de las principales variables que hemos analizado en el apartado 3.1 Contexto Político, Económico y Financiero. El primer indicador será el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), el cual refleja de manera mensual y aproximada la evolución del Producto Interno Bruto (PIB). Este indicador elaborado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) se publica en forma agregada como un índice mensual con base 100 en el año 2004 y técnicamente lo

podemos explicar cómo un índice Laspeyres que ofrece una pauta del comportamiento de la actividad económica real con una frecuencia mayor a la del PIB trimestral a precios constantes.

Con el objetivo de propiciar una comparación razonable de la actividad económica entre diferentes periodos consideramos la Serie Desestacionalizada presentada en el Gráfico 3.1.1. Al observar el primer período, en Diciembre 2011 el número índice fue de 148,0 y en Diciembre 2015 de 146,8 reflejando una caída del 0,82% de la Actividad Económica. El punto máximo fue alcanzado en Junio 2015 cuando el EMAE mostró un número índice de la serie desestacionalizada de 151,7. En cuanto al segundo período, comenzó con el número índice mencionado, 146,8 (Diciembre 2015) y finalizó en Diciembre 2019 con un EMAE de 141,1 reflejando una caída del 3,87% de la Actividad Económica. En este período, el punto máximo fue alcanzado en Noviembre 2017 con un EMAE de 152,7 lugar del cual comenzó a caer de manera sostenida a partir de Enero 2018.

Se podría concluir que el EMAE ha mostrado un mejor comportamiento en el primer período, donde se mantuvo estable y alcanzó su máximo en el mismo año que se iba a producir el cambio de Gobierno. La caída reflejada en el índice en el período entre las elecciones y el cambio de gobierno terminó mostrando una caída del EMAE para el período del 0,82%. En cambio, en el segundo período luego de una recuperación y crecimiento de la actividad durante 2016 y 2017, se dio lugar a una fuerte caída de la actividad económica entre enero 2018 hasta diciembre 2019 reflejando una caída total para el período (diciembre 2015-diciembre 2019) de 3,87%.

5.1.1 Aspectos Macroeconómicos

	EMAE
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	ESTABLE
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO

La siguiente variable a ser analizada es la Deuda Bruta de la Administración Central (Gráfico 3.1.2). En diciembre 2011 la deuda era de U\$S 197.154 millones equivalente al 38,9% del PBI. En diciembre 2015 la deuda era de U\$S 240.665 millones y del 52,6% del PBI. Y, por último, en diciembre 2019 la deuda pasó a ser de U\$S 323.065 millones y a

representar el 89,4% del PBI. De acuerdo a los datos de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía, la Deuda Bruta creció en términos absolutos durante el primer período un 22% mientras que en el segundo período lo hizo en un 34%.

En cuanto a su composición, la deuda intra sector público en Diciembre 2011 era del 48% y creció a lo largo del periodo hasta Diciembre 2015 cuando representó un 57%. Durante el segundo período, la Deuda Bruta vio incrementada la posición de los Privados y de los Organismos multilaterales y Bilaterales de crédito, por lo que la deuda intra sector público en Diciembre 2019 fue del 39%. El último matiz para analizar este aspecto es la moneda, la cual muestra que en diciembre 2011 la deuda en moneda extranjera era de 63,7% del total, en diciembre 2015 del 69,3% y en diciembre 2019 del 77,8%.

En fin, en cuanto al aspecto deuda bruta de la administración central, podemos concluir que el mayor incremento en términos absolutos se dio durante al segundo período al igual que el peso de la misma como porcentaje del PBI. También, durante el segundo periodo creció la participación de acreedores privados y organismos multilaterales y bilaterales, situación contraria a lo sucedido durante el primer periodo donde la participación intra sector público había sido la que acumuló una mayor posición. Por último, la deuda nominada en moneda extranjera incremento su participación en el total durante el primer periodo en un 9% y en el segundo periodo en un 12%. En conclusión, se considera que durante el segundo período la variable deuda tuvo un comportamiento negativo en comparación al comportamiento durante el primero.

5.1.2 Aspectos Macroeconómicos	<u>Deuda Bruta</u>
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	ESTABLE
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO

Otro de los aspectos macroeconómicos a considerar es el Tipo de Cambio (Gráfico 3.1.3). En diciembre 2011 la cotización del dólar (U\$S) cerró a AR\$ 4,30. Durante ese primer periodo el valor del peso se depreció un 202% cotizando el dólar (U\$S) en diciembre 2015 en AR\$ 13,00. La situación empeoró en el segundo período, siendo el año 2018 el más negativo en este aspecto, y la cotización del dólar (U\$S) en diciembre 2019 fue de AR\$ 59,90

reflejando una depreciación de nuestra moneda nacional del 361%. La conclusión en este caso, es que la situación negativa del primer periodo sufrió un fuerte empeoramiento durante el segundo período.

5.1.3 Aspectos Macroeconómicos	<u>Tipo de Cambio</u>
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	NEGATIVO
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO

Continuando el análisis de los aspectos macroeconómicos llegamos al fenómeno monetario por excelencia que afecta a consumidores y empresas en la Argentina, la inflación, estudiada con el gráfico 3.1.4 con la evolución del Índice de Precios al Consumidor (IPC). El comportamiento de esta variable fue similar al del Tipo de Cambio, con una negativa performance durante el primer periodo que fue aún peor durante el segundo. La inflación, entendida como incremento del índice de precios al consumidor, acumulada desde enero 2012 hasta diciembre 2015 fue del 146% versus la inflación acumulada durante el segundo periodo de enero 2016 hasta diciembre 2019 del 289%, siendo nuevamente los años 2018 y 2019 los de peor comportamiento.

5.1.4 Aspectos Macroeconómicos	<u>Inflación</u>
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	NEGATIVO
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO

Al considerar el Comercio Internacional, el indicador estudiado fue el Intercambio Comercial Argentino (ICA) con el Gráfico 3.1.5. En este caso vamos a considerar como primer periodo a los años 2012 a 2015, y como segundo período a los años 2016 a 2019. Para llegar a una conclusión coherente se debe tener en cuenta que en el superávit o déficit comercial entran en juego tanto la evolución de las exportaciones como de las importaciones. Las exportaciones promedio del primer periodo fueron de U\$S 70.283 millones versus los U\$S 60.863 millones del segundo. Por su parte, las importaciones promedio del primer periodo fueron de U\$S 67.089 millones versus los U\$S 59.350 millones del segundo. Por último, el saldo comercial tuvo un superávit promedio durante el primer período de U\$S 3.195 millones versus los U\$S 1.513 millones de superávit promedio del segundo.

Nuestro país gozó de un mayor nivel de exportaciones e importaciones durante el primer periodo e incluso gozó de un saldo comercial positivo de mayor cuantía respecto al segundo periodo. Las exportaciones y las importaciones fueron cayendo durante el primer periodo desde su primer año, situación que se revirtió durante el segundo periodo para el caso de las exportaciones pero que se acentuó en el caso de las importaciones. Se considera como Negativo el segundo período ya se ha dado lugar a una fuerte caída de las importaciones durante el año 2019 que permitió compensar el déficit comercial acumulado durante los años 2017 y 2018 de una manera brusca para la economía del país y sus empresas. Por su parte, se considera Negativo el primer periodo porque ha visto fuertemente deteriorado a lo largo de sus años el nivel de Exportaciones y el saldo comercial positivo que supo tener a su inicio.

5.1.5 Aspectos Macroeconómicos	<u>Comercio Internacional</u>
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	NEGATIVO
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO

También es importante analizar la evolución de las Reservas Internacionales. Durante el primer período el nivel de reservas en diciembre 2011 fue de U\$S 46.376 millones y sufrió un fuerte drenaje del 45% hasta el nivel alcanzado en diciembre 2015 de U\$S 25.563 millones. Durante el segundo periodo se logró una nueva acumulación de Reservas Internacionales hasta alcanzar en diciembre 2019 un nivel de U\$S 44.781 millones lo que representa un incremento de las mismas del 75% para el periodo. Al observar el nivel de Reservas Internacionales no debemos olvidar para comprender su evolución las colocaciones de deuda, los acuerdos de endeudamiento con organismos internacionales y el comportamiento de la actividad económica.

5.1.6 Aspectos Macroeconómicos	<u>Reservas Internacionales</u>
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	NEGATIVO
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	ESTABLE

En conclusión, de los seis aspectos macroeconómicos considerados, durante el primer período el país mostró un comportamiento estable en lo que respecta a la Actividad Económica y al nivel de Deuda Bruta de la Administración Central, pero tuvo un

comportamiento negativo en la evolución del Tipo de Cambio, Inflación, Comercio Internacional y nivel de Reservas Internacionales. Por su parte, el segundo período tuvo un comportamiento negativo en lo que respecta a la Actividad Económica y al nivel de Deuda Bruta de la Administración Central, y un comportamiento aún peor respecto al primer periodo en lo que se refiere al Tipo de Cambio, Inflación y Comercio Internacional, pero con una evidente mejora, respecto a los valores precedentes, en el Nivel de Reservas Internacionales.

Los comportamientos de los aspectos macroeconómicos anteriormente mencionados explican en parte la alternancia política que rige en la Argentina desde las elecciones de 2015 y son un fiel reflejo del contexto negativo bajo el cual se deben desarrollar las empresas nacionales y del sector energético nacional. En el siguiente apartado se va a realizar la comparación entre ambos periodos de los aspectos financieros y contables más relevantes.

5.2. Interpretación de Aspectos Financieros y Contables.

De acuerdo a la información que se ha recopilado, elaborado y analizado a lo largo de la presente investigación se va a presentar en esta sección el comportamiento que han tenido las tres empresas líderes del sector energético nacional de manera comparativa entre los dos subperiodos que hemos identificado entre diciembre 2011 y diciembre 2019. A continuación, se comienza el análisis con la evolución en la cotización de cada empresa en la bolsa de Nueva York (*New York Stock Exchange*, NYSE, en inglés).

La situación que ya hemos analizado de YPF, afectada en el primer período primero por la nacionalización de su mayoría accionaria y luego por la importante caída en la cotización del barril del petróleo en los mercados internacionales, se ve reflejada con la evolución de su cotización de cierre entre diciembre 2011 y diciembre 2015 con una caída acumulada del 55%. En el segundo periodo, a pesar de la vuelta a los mercados internacionales de deuda, los shocks internos monetarios y cambiarios hicieron que la empresa no pueda recuperar su valor de mercado, y acumulen entre diciembre 2015 y diciembre 2019 una nueva pérdida en su cotización del 26%.

Por su parte, TGS muestra que su cotización en dólares en el primer periodo, entre diciembre 2011 y diciembre 2015, acumuló una ganancia del 103%. Claramente al 31 de diciembre de 2015 las expectativas positivas sobre la actualización en las tarifas y los nuevos ingresos que iba a obtener la empresa con el cambio de gobierno tuvieron su peso. La realidad ha mostrado que no hubo cambios estructurales ni grandes inversiones que hayan acompañado esas expectativas y la cotización de TGS entre diciembre 2015 y diciembre 2019 mostró una suba del 19%, cuando había logrado a mitad del segundo periodo a mostrar una suba del 265% (diciembre 2017).

En el caso de EDN, la situación con las expectativas de crecimiento para la empresa y el país que trajo el cambio de gobierno de diciembre 2015 tuvieron un impacto similar al caso de TGS. El primer periodo nos muestra un incremento en la cotización del precio del 233% entre los cierres de diciembre 2011 y diciembre 2015. En el segundo periodo, nuevamente la tendencia alcista continuó hasta diciembre 2017 con una suba acumulada del 184%, pero la posterior crisis económica y cambiaria hicieron que entre diciembre 2015 y diciembre 2019 la evolución en la cotización haya reflejado una caída del 64%.

	<u>Cotización NYSE</u>		
5.2.1 Aspectos Financieros y Contables	YPF	TGS	EDN
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	NEGATIVO	POSITIVO	POSITIVO
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO	ESTABLE	NEGATIVO

Al momento de analizar los Estados Contables de cada una de las empresas, hemos estudiado en primer lugar el Estado de Resultados de acuerdo a las variaciones reales y en moneda extranjera para comprender su evolución a lo largo de los años de manera fehaciente. El análisis vía indicadores financieros fue realizado al obtener la Rentabilidad Bruta, la Rentabilidad Operativa y la Rentabilidad Neta. A continuación, vamos a analizar el comportamiento promedio de estos indicadores para cada período, el primero comprende los estados contables del año 2012 al 2015, y el segundo periodo los estados contables del año 2016 al 2019.

5.2.2 Aspectos Financieros y Contables

ANÁLISIS ESTADO DE RESULTADOS			1er periodo	2do periodo
Rentabilidad Bruta	= $\frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ingresos}}$	YPF=	25%	16%
		TGS=	42%	47%
		EDN=	-22%	19%
Rentabilidad Operativa	= $\frac{\text{Utilidad Operativa}}{\text{Ingresos}}$	YPF=	12%	0%
		TGS=	22%	38%
		EDN=	16%	4%
Rentabilidad Neta	= $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ingresos}}$	YPF=	5%	-1%
		TGS=	3%	24%
		EDN=	0%	4%

De acuerdo a la información que ha mostrado cada empresa en sus Estados de Resultados, la situación para YPF fue mejor durante el primer periodo, en los tres indicadores, a pesar de que tuvo que asumir el costo de la nacionalización de la mayoría accionaria y la fuerte caída del precio internacional del petróleo. Por su parte, las empresas de servicios de Gas (TGS) y Electricidad (EDN) tuvieron un comportamiento inverso. Estas empresas tuvieron un incremento en sus beneficios durante el segundo periodo y es en TGS donde esta situación se refleja de manera clara, con una suba en sus indicadores en términos brutos, operativos y netos. Edenor en cambio, logró incrementar su Rentabilidad Bruta y Neta respecto al periodo anterior, pero sufrió una baja en su Rentabilidad Operativa promedio. Es decir, el margen operacional de Edenor disminuyó al igual que YPF durante en el segundo periodo.

RENTABILIDAD NETA

5.2.3 Aspectos Financieros y Contables	YPF	TGS	EDN
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	POSITIVO	POSITIVO	ESTABLE
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO	POSITIVO	POSITIVO

Al incorporar el análisis del Balance General en cada una de las empresas líderes del sector energético nacional se han elaborado los indicadores de Liquidez, Gestión, Endeudamiento y Rentabilidad (respecto a conceptos del Estado de Situación Patrimonial). Al igual a lo realizado en la sección 4.2 de este trabajo, el siguiente punto a analizar de manera

comparativa entre los estados contables de 2012 a 2019, serán los indicadores de Liquidez con sus valores promedio que nos darán cuenta del grado de solvencia que han mostrado las empresas en cada período.

5.2.4 Aspectos Financieros y Contables

		<u>Ratios de Liquidez</u>		1er periodo	2do periodo
1)	Liquidez Corriente = $\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$	YPF=		0,92	1,10
		TGS=		1,60	2,30
		EDN=		0,55	0,70
2)	Prueba Ácida = $\frac{(\text{Activo Corriente} - \text{Bs de Cambio})}{\text{Pasivo Corriente}}$	YPF=		0,64	0,83
		TGS=		1,58	2,25
		EDN=		0,52	0,65
3)	Prueba Defensiva = $\frac{\text{Caja y Bancos}}{\text{Pasivo Corriente}} \times 100$	YPF=		23%	22%
		TGS=		70%	124%
		EDN=		4%	1%
4)	Capital de Trabajo = Activo Corriente - Pasivo Corriente	YPF=	-	3.740,00	12.079,75
		TGS=		686.235,75	10.404.623,00
		EDN=		-1.734.812,50	- 6.026.736,00

Tal como hemos visto anteriormente, los ratios de liquidez nos permiten juzgar la capacidad que tiene y ha tenido cada empresa de cubrir sus obligaciones de corto plazo. Estos ratios son esenciales para la toma de decisiones, no sólo de los analistas, propietarios y administradores, sino también para proveedores y acreedores. En general, tanto en Liquidez Corriente como en Prueba Ácida observamos una mejora durante el segundo período en las tres empresas líderes del sector energético.

En particular, TGS mejora su performance en los cuatro indicadores durante el segundo periodo mostrando un fuerte crecimiento de sus recursos que ya se encontraban en exceso. YPF por su parte, logra dejar la insolvencia que mostraba en el primer periodo según el indicador de liquidez corriente y mejora también su situación según el capital de trabajo. Sin embargo, en la prueba defensiva muestra una leve caída en su ratio. Por último, EDN mejora durante el segundo periodo, aunque permaneciendo insolvente, sus ratios de liquidez

corriente y prueba ácida. En cuanto los indicadores de prueba defensiva y capital de trabajo la situación del segundo periodo respecto al primero ha empeorado.

	<u>ANÁLISIS ESTADOS CONTABLES</u>		
	<u>RATIOS DE LIQUIDEZ</u>		
5.2.5 Aspectos Financieros y Contables	YPF	TGS	EDN
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	NEGATIVO	POSITIVO	NEGATIVO
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	ESTABLE	POSITIVO	NEGATIVO

Continuando el análisis comparativo de indicadores financieros y contables, es el turno de los ratios de gestión. Como hemos visto en el capítulo anterior, estos indicadores nos permiten determinar la efectividad y la eficiencia de la gestión empresarial, es decir, manifiestan cómo funcionaron las políticas y decisiones de cada empresa relativas a las ventas, los cobros y la gestión de inventarios. En la tabla “5.2.6 Aspectos Financieros y Contables, Ratios de Gestión” se observa el valor promedio de ambos periodos de forma comparativa de los ratios rotación de créditos por ventas, rotación de inventarios, rotación de cuentas por pagar, rotación de caja y bancos, rotación de activos totales y rotación de activos no corrientes.

En el caso de YPF muestra una pérdida durante el segundo período en el indicador de rotación de créditos por ventas, donde el promedio de días necesarios para cobrarle a sus clientes casi duplica al promedio de días necesarios del primer periodo. También podemos considerar negativo que ha reducido los días de pago a proveedores durante el segundo período según el indicador rotación de cuentas por pagar en el contexto de un país inflacionario como Argentina, y además ha perdido fuertemente productividad de sus activos totales y no corrientes según los indicadores de rotación de activos totales y rotación de activos no corrientes. Si ha logrado sostener durante el segundo periodo la performance de los indicadores de rotación de inventarios y de rotación de caja y bancos.

5.2.6 Aspectos Financieros y Contables

		<u>Ratios de Gestión</u>		1er periodo	2do periodo
5)	Rotación de Créditos por Ventas	$= \frac{\text{Créditos por Ventas} \times 360}{\text{Ventas}}$	YPF= TGS= EDN=	33 55 93	60 50 73
6)	Rotación de Inventarios	$= \frac{\text{Bienes de Cambio} \times 360}{\text{Costo de Mercaderías Vendidas}}$	YPF= TGS= EDN=	51 5 8	49 7 9
7)	Rotación de Cuentas por Pagar	$= \frac{\text{Cuentas por Pagar} \times 360}{\text{Costo de Mercaderías Vendidas}}$	YPF= TGS= EDN=	106 79 231	86 72 144
8)	Rotación de Caja y Bancos	$= \frac{\text{Caja y Bancos} \times 360}{\text{Ventas}}$	YPF= TGS= EDN=	32 87 16	33 100 3
9)	Rotación de Activos Totales	$= \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Totales}}$	YPF= TGS= EDN=	0,65 0,57 0,40	0,47 0,70 0,78
10)	Rotación de Activo No Corriente	$= \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo No Corriente}}$	YPF= TGS= EDN=	0,84 0,82 0,53	0,60 1,18 1,09

En cambio, TGS ha logrado mejorar en el segundo periodo su gestión según los indicadores de rotación de créditos por ventas, rotación de caja y bancos e incluso ha mejorado la productividad de los activos, sobre todo de los activos fijos según los ratios de rotación de activos totales y rotación de activo no corriente. En cambio, vio levemente afectada su performance según el promedio de los indicadores de rotación de cuentas por pagar y rotación de inventarios.

Por su parte, EDN ha logrado mejorar durante el segundo periodo de manera considerable la productividad de los activos, duplicando el resultado promedio del indicador de rotación de activo no corriente. También muestra una mejora en la gestión de rotación de

créditos por ventas, pero unos resultados negativos respecto al periodo anterior en los indicadores de rotación de inventarios, rotación de cuentas por pagar y rotación de caja y bancos.

ANÁLISIS ESTADOS CONTABLES

RATIOS DE GESTIÓN

5.2.7 Aspectos Financieros y Contables	YPF	TGS	EDN
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	ESTABLE	ESTABLE	ESTABLE
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO	POSITIVO	ESTABLE

Considerando como base al primer periodo, la gestión ha reflejado una mejora en el caso de TGS y una caída en el caso de YPF durante el segundo periodo. En cambio, no se puede tomar una postura tajante con EDN ya que ha tenido resultados fluctuantes en los seis indicadores de un periodo al otro con mejoras y pérdidas de manera equilibrada. El próximo paquete de indicadores a interpretar es el reflejado en la Tabla “5.2.8 Aspectos Financieros y Contables, Ratios de Endeudamiento”.

5.2.8 Aspectos Financieros y Contables

<u>Ratios de Endeudamiento</u>			1er periodo	2do periodo
11)	Endeudamiento a Corto Plazo = $\frac{\text{Pasivo Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}} \times 100$	YPF=	69%	61%
		TGS=	63%	50%
		EDN=	561%	984%
12)	Endeudamiento a Largo Plazo = $\frac{\text{Pasivo No Corriente}}{\text{Patrimonio Neto}} \times 100$	YPF=	113%	151%
		TGS=	161%	102%
		EDN=	618%	934%
13)	Endeudamiento Total = $\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio Neto}} \times 100$	YPF=	181%	212%
		TGS=	224%	152%
		EDN=	1179%	1917%
14)	Endeudamiento Activo = $\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}} \times 100$	YPF=	64%	68%
		TGS=	69%	58%
		EDN=	90%	76%

En primer lugar, con el ratio de endeudamiento de corto plazo, se observa que las obligaciones con proveedores para las tres empresas se encuentran por encima del rango ideal, entre el 40% y el 60%, marcando un endeudamiento excesivo en todos los casos con excepción de TGS durante el segundo periodo. La situación es similar al observar el ratio de endeudamiento del activo, donde únicamente TGS logra bajar su nivel de endeudamiento hasta el rango ideal durante el segundo periodo. Sin embargo, el endeudamiento en exceso es unánime en ambos periodos y en las tres empresas al contemplar el ratio de endeudamiento de largo plazo y el ratio de endeudamiento total.

ANÁLISIS ESTADOS CONTABLES

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO

5.2.9 Aspectos Financieros y Contables	YPF	TGS	EDN
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	NEGATIVO	NEGATIVO	NEGATIVO
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO	NEGATIVO	NEGATIVO

A pesar de pequeñas mejoras de un periodo al otro, los excesivos niveles de endeudamiento que muestran en general las tres empresas nos invitan a identificar como negativa la performance de cada una de ellas en ambos periodos. Por último, para finalizar la interpretación de los indicadores financieros y operativos de manera comparativa, se presentan a continuación los indicadores de rentabilidad en la Tabla “5.2.10 Aspectos Financieros y Contables, Ratios de Rentabilidad”.

5.2.10 Aspectos Financieros y Contables

<u>Ratios de Rentabilidad</u>			1er periodo	2do periodo
15)	Rentabilidad Sobre Ventas = $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}} \times 100$	YPF=	5%	-1%
		TGS=	3%	24%
		EDN=	0%	4%
16)	Rentabilidad del Patrimonio Neto (ROE) = $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio Neto}} \times 100$	YPF=	10%	-3%
		TGS=	3%	38%
		, EDN=	-66%	-57%
17)	Rentabilidad del Activo (ROA) = $\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activo Total}} \times 100$	YPF=	10%	1%
		TGS=	1%	16%
		EDN=	-1%	3%

En primer lugar, YPF ha sido rentable durante el primer período según los tres indicadores. Sin embargo, durante el segundo periodo la rentabilidad se ha desplomado e incluso paso a ser negativa en los ratios de rentabilidad sobre ventas y rentabilidad del patrimonio neto (ROE). TGS, en cambio paso de tener niveles de rentabilidad muy pequeños en los tres indicadores durante el primer periodo a incrementarlos y tener niveles de rentabilidad superiores en todos los casos durante el segundo periodo. Por último, Edenor logra tener una rentabilidad pequeña durante el segundo periodo en cuanto a la rentabilidad sobre ventas y rentabilidad del activo (ROA) pero mantiene en ambos periodo una rentabilidad negativa en niveles importantes según el indicador de rentabilidad del patrimonio neto.

ANÁLISIS ESTADOS CONTABLES

RATIOS DE RENTABILIDAD

5.2.11 Aspectos Financieros y Contables	YPF	TGS	EDN
Período Diciembre 2011-Diciembre 2015	POSITIVO	ESTABLE	NEGATIVO
Período Diciembre 2015-Diciembre 2019	NEGATIVO	POSITIVO	ESTABLE

Finalizado el análisis comparativo de los aspectos financieros y contables podemos concluir lo siguiente para cada una de las empresas líderes del sector energético nacional. YPF tuvo comportamientos fluctuantes durante el primer periodo al considerar la cotización de la empresa en la bolsa de Nueva York, la rentabilidad neta y los ratios de liquidez, gestión, endeudamiento y rentabilidad. En dos de esos aspectos tuvo un rendimiento positivo, en uno de ellos estable, y en los tres aspectos restantes negativo. La situación durante el segundo periodo muestra una caída en sus rendimientos con sólo un aspecto estable y cinco de ellos negativos.

TGS por su parte tuvo sólo un aspecto negativo en ambos periodos, los ratios de endeudamiento. Es la única de las tres empresas que logró incrementar sus aspectos positivos de un periodo al otro disminuyendo los aspectos estables de los dos que tenía durante el primero de ellos a sólo uno durante el segundo. En cambio, EDN a diferencia de las otras dos empresas ha mantenido sus aspectos financieros y contables en la misma cuantía en ambos periodos, con tres aspectos negativos, dos estables y sólo uno positivo.

Nuevamente, al igual que al analizar los aspectos macroeconómicos, las empresas líderes del sector energético nacional han visto que ambos periodos han ofrecido contextos que no alcanzan a establecer el marco necesario para el desarrollo y crecimiento sostenido de las empresas, con múltiples aristas positivas y negativas que incluso varían a través del tiempo que en ciertos momentos potencian un sector y al mismo tiempo provocan rezagos en otros.

En resumen, de acuerdo a los aspectos financieros y contables, podemos argumentar que YPF tuvo un mejor rendimiento durante el primer período, TGS durante el segundo período y Edenor, en general, ha logrado mejorar durante el segundo período sus indicadores y ratios respecto al primer periodo. En ningún caso, la situación financiera y contable de las tres empresas líderes del sector energético nacional se muestra a Diciembre 2019 con indicadores sólidos que puedan no sólo mejorar, sino al menos sostenerse en el tiempo, sin depender de la política y su incidencia en la economía durante los próximos años.

6. CONCLUSIÓN (ES)

A lo largo de la presente investigación hemos podido observar y comprender el impacto, efectos y consecuencias, que han provocado los vaivenes políticos y económicos propios de la Argentina en la situación financiera de las empresas líderes del sector energético nacional durante el tiempo transcurrido desde Diciembre 2011 hasta Diciembre 2019. Se ha puesto énfasis en la correcta interpretación de la información financiera y contable evitando aquellos sesgos o distorsiones que pueden ser provocados al hacer uso de una visión nominal de los hechos sin contemplar aquellos fenómenos monetarios y cambiarios que inciden y afectan en las variables reales.

De acuerdo al análisis económico y financiero que hemos desarrollado en los capítulos que veremos en forma detallada a continuación, podemos concluir que los Equity Value, las capacidades de endeudamiento y las capacidades de inversión de cada una de las tres empresas líderes estudiadas, han reflejado una condición de fuerte debilidad ante la volatilidad económica y el riesgo político presente en nuestro país.

En el caso de YPF, empresa representante de la rama petrolera del sector energético nacional, no le alcanzó el descubrimiento de Vaca Muerta, que multiplicó por diez las reservas petroleras totales del país, para fortalecer su estructura financiera y potenciar sus niveles de inversión. Por su parte, TGS (Transportadora Gas del Sur) y EDN (Edenor), las empresas representantes de las ramas del gas y de la distribución eléctrica, no supieron aprovechar las políticas económicas implementadas a partir del cambio de gobierno de Diciembre 2015 para realizar cambios estructurales en su situación financiera que les hubiese permitido afrontar de mejor manera los cambios políticos presumibles a partir del nuevo cambio de gobierno de Diciembre 2019.

En el capítulo 2 hemos fundamentado la importancia que tiene el estudio financiero de las empresas haciendo uso de las diversas técnicas de análisis horizontal, análisis vertical e indicadores financieros. A su vez, hemos visto la importancia que tiene para cualquier país de contar con un sector energético nacional consolidado que permita el desarrollo y

crecimiento de las empresas en todo su territorio y hemos podido dilucidar a través de las características de cada rama del sector su empresa líder.

A lo largo del capítulo 3, en primer lugar, vimos al estudiar las principales variables macroeconómicas que las empresas líderes no pudieron contar con años sucesivos de estabilidad económica y política, al contrario, si han tenido que atravesar años de continua inestabilidad cambiara y monetaria como fueron los años 2018 y 2019. Luego, se analizó el estado de resultados y los indicadores de rentabilidad más allá de las variables nominales, con el fin de hacer una correcta interpretación evitando las distorsiones provocadas por las fuertes variaciones del tipo de cambio y los altos niveles de inflación de nuestro país.

En el capítulo 4 vimos las principales variaciones patrimoniales de cada empresa considerando el impacto de la inflación y la devaluación de nuestra moneda. Además, hemos estudiado un total de diecisiete (17) indicadores financieros y operativos de las tres empresas seleccionadas como líderes del sector energético nacional para los ocho años bajo estudio. Se elaboraron y analizaron cuatro ratios de liquidez, seis ratios de gestión y actividad, cuatro ratios de endeudamiento y tres ratios de rentabilidad.

El trabajo realizado en los capítulos 3 y 4 nos permitió desarrollar el análisis comparativo que vimos en el capítulo 5. En primer lugar, estudiamos los aspectos macroeconómicos relevantes que explican en parte la alternancia política que rige en la Argentina desde las elecciones de 2015 y son un fiel reflejo del contexto negativo bajo el cual se deben desarrollar las empresas nacionales y obviamente, las del sector energético nacional. Luego, al estudiar los aspectos contables y financieros, podemos concluir que YPF tuvo un mejor rendimiento durante el primer período, TGS durante el segundo período y Edenor, en general, ha logrado mejorar durante el segundo período sus indicadores y ratios respecto al primer periodo.

En ninguna de las tres empresas, la situación financiera y contable ha reflejado indicadores sólidos que puedan no sólo mejorar, sino al menos sostenerse en el tiempo, sin depender de la política y su incidencia en la economía. A lo largo del periodo bajo estudio,

las empresas líderes del sector energético nacional han tenido que convivir con dos contextos políticos alternos que no alcanzaron a establecer el marco necesario para el desarrollo y crecimiento sostenido de las empresas, con múltiples aristas positivas y negativas, que incluso han variado a través de los años y que en ciertos momentos potenciaron un sector mientras provocan rezagos en otros.

Para los próximos años, la política seguirá teniendo un peso importante en el andar de las tres empresas líderes de acuerdo a la estructura financiera y los marcos regulatorios bajo los cuales cada una de ellas desarrolla sus actividades. Por su parte, el contexto macroeconómico que impera al momento de realizar esta investigación nos invita a pensar que las condiciones externas no son las mejores para poder potenciar los niveles de inversión y crecimiento de las empresas estudiadas.

Sin embargo, el sector energético de nuestro país posee un potencial de crecimiento inmenso y las tres empresas líderes que hemos estudiado aquí poseen la estructura financiera y económica para hacer un uso eficiente de sus recursos para acortar la brecha tecnológica con las empresas de vanguardia del sector a nivel internacional. Los acuerdos que ha logrado el país para avanzar hacia una normalización de su deuda externa seguramente van a permitirles a las empresas líderes del sector energético nacional poder aprovechar sus capacidades de endeudamiento.

Es importante concluir, que la situación financiera de cada una de las empresas estudiadas, van a permitir el saldo de calidad y valor cuando el país pueda brindarles un periodo de estabilidad política y económica de largo plazo más allá de los partidos políticos o ideas coyunturales que pueden atravesarse en momentos puntuales. A diciembre 2019, las tres empresas cotizan en el mercado de Nueva York (NYSE) y en el mercado de valores de Buenos Aires (MERVAL) por debajo de su valor libro y esa situación es un fiel reflejo del impacto negativo que han tenido los vaivenes políticos y económicos que hemos mencionado a lo largo de esta investigación.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Berry, A., & Jarvis, R. (1991). *Accounting in a Business Context* (Primera Edición). Great Britain, UK: Springer.

Block, S. B., & Hirt, G. A. (2001). *Fundamentos de gerencia financiera* (Novena Edición). Bogotá: McGraw-Hill.

Bonsón, E., Cortijo, V., y Flores, F. (2009). *Análisis de estados financieros. Fundamentos teóricos y casos prácticos*. Madrid: Pearson Educación.

Brealey, R. A.; Myers, S. C., & Allen, F. (2014). *Principles of Corporate Finance* (Undécima Edición). New York: McGrawHill–Irwin.

Bukovinsky, D. (1993). *Cash Flow and Cash Position Measures in the Prediction of Business Failure: an Empirical Study*. Tesis de la Universidad de Kentucky.

Charles Moyer, James R. McGuigan, William J. Kretlow (2005). *Administración Financiera Contemporánea* (Novena Edición). México DF: Thomson.

Enrique Fowler Newton (2007). *Análisis de Estados Contables* (Tercera Edición). Buenos Aires: La Ley.

Feroz, E.; Kim, S., & Raab, R. (2003). Financial statement analysis: A data envelopment analysis approach. *Journal of the Operational Research Society*, 54, 48-58. Recuperado de: <http://ezproxy.uninorte.edu.co:2124/article/10.1057/palgrave.jors.2601475>

García-Ayuso, M., y Jiménez, S. (1996). Una Reflexión Crítica sobre el Concepto y ámbito del Análisis Financiero y los Objetivos de la Investigación en Materia de Análisis de la Información Financiera. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm. 87, 1996, pp. 403-427. Recuperado de: https://www.researchgate.net/profile/Manuel_Garcia-Ayuso_Covarsi/publication/28216563_Una_reflexion_critica_sobre_el_concepto_y_ambito_del_analisis_financiero_y_los_objetivos_de_la_investigacion_en_materia_de_analisis_de_la_informacion_financiera/links/0c96053709f04db91e000000/Una-reflexion-critica-sobre-el-concepto-y-ambito-del-analisis-financiero-y-los-objetivos-de-la-investigacion-en-materia-de-analisis-de-la-informacion-financiera.pdf

Gerardo Guajardo (2001). *Contabilidad Financiera* (Tercera Edición). México DF: Mc Graw-Hill.

Gibson, C. H. (2013). *Financial Reporting & Analysis. Using Financial Accounting Information* (Trigésima Edición). Norwalk: South-Western, Cengage Learning.

Gremillet, A. (1989). *Los ratios y su utilización*. Madrid: Pirámide.

- Guerrero, J., & Galindo, J. (2014). Contabilidad 2. México DF: Grupo Editorial Patria.
- Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2010). Fundamentos de administración financiera (Decimotercera Edición). México D.F: Pearson Educación.
- Ibarra, A. (2006). Una perspectiva sobre la evolución en la utilización de las razones financieras o ratios. *Pensamiento & Gestión*, núm. 21, 2006, pp. 234-271. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/646/64602108.pdf>
- Joaquín Moreno Fernández (2006). Contabilidad Intermedia II (Tercera Edición). México DF: Grupo Editorial Patria.
- John J. Wild, K.R. Subramanyam, Robert F. Halsey (2007). Análisis de Estados Financieros (Novena Edición). México DF: Mc Graw Hill.
- K. Terrel, K. Jones y M. Werner (2001). Introducción a la Contabilidad Financiera (Segunda Edición). México DF: Prentice Hall.
- Kerlinger, F., & Lee, H. (2002). Investigación del comportamiento (Cuarta Edición). México DF: McGrawHill.
- Lizarraga, F. (1996). Modelos Multivariantes de Previsión del Fracaso Empresarial: Una Aplicación a la Realidad de la Información Contable Española. Tesis doctoral. Universidad Pública de Navarra.
- Lusztig, P., & Schwab, B. (1988). Managerial Finance in a Canadian Setting (Cuarta Edición) Toronto: Butterworth-Heinemann Ltd, Elsevier Inc.
- Mario Biondi (2006). Contabilidad Financiera (Segunda Edición). Buenos Aires: Errepar.
- Martínez, E. (2013). Finanzas para directivos (Segunda Edición). Madrid: McGraw- Hill.
- Nohlen, Dieter (2003). El Método comparativo. Recuperado de https://www.rzuser.uni-heidelberg.de/~k95/es/doc/diccionario_metodo-comparativo.pdf
- Ortega, J. (2006). Análisis de estados financieros. Teoría y aplicaciones. Sevilla: Desclée de Brouwer.
- Robinson, T. R.; Van Greuning, H.; Henry, E., & Broihahn, M. A. (2009). International Financial Statement Analysis. New Jersey: CFA Institute.
- Ross, S. A.; Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2012). Finanzas corporativas (Novena Edición) México DF: McGraw-Hill.
- Spiller Jr., E. A., & Gosman, M. L. (1988). Contabilidad Financiera (Cuarta Edición). México DF: McGraw-Hill.

Subramanyam, K. (2014). Financial statement analysis (Decimoprimer Edición). New York: Mc Graw-Hill.

Van Greunning, H. (2010). Estándares Internacionales de Información Financiera (Quinta Edición) Bogotá: Banco Mundial y Mayol Ediciones S.A.

Westwick, C. (1987). Manual para la Aplicación de los Ratios de Gestión. Madrid: Deusto.

Yindenaba Abor, J. (2017). Entrepreneurial Finance for MSMEs. A Managerial Approach for Developing Markets. Suiza: Springer Nature.

BP Statistical Review of World Energy (2019), 68th edition. BP Group. Recuperado de <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2019-full-report.pdf>

La Mañana, Diario Independiente (2017). Llegó transformador de 500 kv que duplicará la capacidad energética. Formosa, Argentina. Recuperado de <https://www.xn--lamaanaonline-lkb.com.ar/noticia/23248/llego-transformador-de-500-kv-que-duplicara-la-capacidad-energetica/>

Banco Mundial (2020), Glosario del Banco Mundial. Inglés-Español, Español-Inglés. Recuperado de: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/541831468326979631/pdf/322800PUB00PUB0d0bank0glossary01996.pdf>

BCRA (2020), Banco Central de la República Argentina. Tipo de Cambio Mayorista (\$ por US\$) Comunicación A 3500 Referencia, recuperado de [http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp?serie=272&detalle=Tipo%20de%20Cambio%20Mayorista%20\(\\$%20por%20US\\$\)%20Comunicaci%F3n%20A%203500%20A0-%20Referencia](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp?serie=272&detalle=Tipo%20de%20Cambio%20Mayorista%20($%20por%20US$)%20Comunicaci%F3n%20A%203500%20A0-%20Referencia)

BCRA (2020), Banco Central de la República Argentina. Evolución de las Reservas Internacionales para el período 2011-2019, recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0520.xlsx>

CAMMESA. Informe Anual 2018. Publicado en Julio 2019, recuperado de <https://portalweb.cammesa.com/memnet1/Pages/descargas.aspx>

CNV (2020), Comisión Nacional de Valores. Balances Contables de la empresa YPF S.A. de los años 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019, recuperado de <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas/Empresa/30546689979?formType=INFOFI&desde=01/01/2012&fhasta=01/06/2020>

CNV (2020), Comisión Nacional de Valores. Balances Contables de la empresa Transportadora Gas del Sur S.A. (TGS) de los años 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019, recuperado de <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas/Empresa/30657862068?fdesde=01/01/2012&fhasta=01/06/2020>

CNV (2020), Comisión Nacional de Valores. Balances Contables de la empresa Distribuidora Y Comercializadora Norte S.A. (EDENOR) de los años 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019, recuperado de <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas/Empresa/30655116202?formType=INFOFI&fdesde=01/01/2012&fhasta=01/06/2020>

DGEyC (2020), Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires. Índice de Precios al Consumidor (período 2013 a 2019), recuperado de <https://www.estadisticaciudad.gob.ar/eyc/?p=509142013enadelante>

EDENOR (2020), Institucional, Recuperado de <https://www.edenor.com/institucional/nosotros>

ENARGAS (2020). Ente Nacional Regulador del Gas. Transporte y Distribución. Recuperado de <https://www.enargas.gob.ar/secciones/transporte-y-distribucion/datos-operativos-subsec.php?sec=1&subsec=3&subsecord=03>

FINANCE YAHOO (2020), cotización período diciembre 2011 a diciembre 2019 de YPF en el NYSE, recuperado de <https://finance.yahoo.com/quote/YPF/history?period1=1322697600&period2=1577750400&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

FINANCE YAHOO (2020), cotización período diciembre 2011 a diciembre 2019 de Transportadora Gas del Sur. en el NYSE, recuperado de <https://finance.yahoo.com/quote/TGS/history?period1=1293840000&period2=1577750400&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

FINANCE YAHOO (2020), cotización período diciembre 2011 a diciembre 2019 de EDENOR en el NYSE, recuperado de <https://finance.yahoo.com/quote/EDN/history?period1=1293840000&period2=1577750400&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

IAMC (2020), Instituto Argentino de Mercado de Capitales. Evolución del Índice Merval para el período 2012-2019, recuperado de <https://www.iamc.com.ar/informes/>

INDEC (2020), Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República Argentina. Estimador Mensual de Actividad Económica (período 2011-2019), recuperado de https://www.indec.gob.ar/ftp/cuadros/economia/sh_ema_e_mensual_base2004.xls

INDEC (2020), Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República Argentina. Evolución del Intercambio Comercial Argentino (período 2011-2019), recuperado de

<https://www.indec.gov.ar/ftp/cuadros/economia/balanmensual.xls>

INDEC (2020), Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República Argentina. Índice de Precios al Consumidor (2012), recuperado de <https://www.indec.gov.ar/indec/web/Institucional-Indec-InformacionDeArchivo-1>

Secretaría de Energía de la Nación (2020). Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación. Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/produccion/energia/hidrocarburos>

Secretaría de Energía de la Nación (2019). Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación. Balances Energéticos 2018. Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/produccion/energia/hidrocarburos/balances-energeticos>

Secretaría de Energía de la Nación (2019), Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación. Producción de Petróleo y Gas. Recuperado de <http://datos.minem.gob.ar/dataset/produccion-de-petroleo-y-gas-tablas-dinamicas/archivo/2c1f455e-0103-4d51-8f94-a49c939ac0a1>

Secretaría de Finanzas de la Nación (2020), Ministerio de Economía de la Nación. Evolución de la Deuda Bruta de la Administración Central (en millones de U\$S y en % del PBI) - período 2011-2019, recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>

Secretaría de Finanzas de la Nación (2020), Ministerio de Economía de la Nación. Evolución de los Tipos de Cambio (período 2011-2019), recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/>

TGS (2020). Transportadora Gas del Sur. La Compañía. Recuperado de <https://www.tgs.com.ar/la-compania/perfil-corporativo>

YPF (2020). Todo sobre YPF. Recuperado de <https://www.ypf.com/LaCompania/Paginas/Todo-sobre-YPF.aspx>