



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

CARRERA: CONTADOR PÚBLICO

MATERIA: TRABAJO DE INVESTIGACIÓN FINAL

PROFESOR: FANO, DIEGO GABRIEL

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN FINAL: EL COMPORTAMIENTO DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN Y SU
RELACIÓN CON LOS EXCEDENTES AGROPECUARIOS**

FECHA DE ENTREGA: 14/12/2016

CASTILLO, MAIRA GERALDINE

FERNÁNDEZ MENA, SANTIAGO JOSÉ

GROSSI PLESNIAK, ROCÍO NOELÍ

GULO, CONSTANZA

MIÉRCOLES, TURNO MAÑANA

AULA 805

Índice

Resumen ejecutivo	3
Abstract	3
Introducción	4
Marco teórico	5
El rol de los créditos hipotecarios en la República Argentina.....	5
Destino de excedentes del sector agropecuario	6
Metodología de la investigación.....	13
Datos obtenidos y observaciones	15
Situación general del sector construcción	15
Observaciones a partir de los Estados Contables	17
Conclusiones	30
Conclusions	30
Bibliografía.....	32
Anexos	33

Resumen ejecutivo

El sector construcción es considerado como uno de los motores de la economía, no sólo por su aporte al producto bruto interno sino también por su efecto multiplicador. Es decir, las empresas constructoras no sólo involucran a las empresas constructoras propiamente dichas, sino también a empresas proveedoras de insumos y servicios provocando un impacto en el ámbito laboral y en la economía en general. En el período post-convertibilidad, diversos sectores de la República Argentina se vieron favorecidos por la situación económica, siendo uno de ellos el sector agropecuario. El mismo, se presume, realizó fuertes inversiones en el sector construcción.

El presente trabajo tiene por objeto realizar una primera investigación descriptiva tendiente a establecer si existe una relación entre los excedentes del sector agropecuario y la rentabilidad de las empresas constructoras y proveedoras de insumos para la construcción. Dicha investigación se focaliza en las empresas ubicadas dentro de la República Argentina y abarca el período comprendido entre los años 2005 y 2015.

Abstract

The construction sector is one of the engines of the economy, not only for its contribution to the gross domestic product but also for its multiplier effect. That is, not only do construction companies involve the construction companies themselves, but they also involve supplier companies, having impact on the labor market and the economy in general. In the post-convertibility period, various sectors of the Argentine Republic were favoured by the economic situation, one of them being the agricultural sector. It is presumed, that this one made strong investments in the construction sector.

This paper intends to conduct a first descriptive research tending to establish if there is a relationship between the surplus of the agricultural sector and the profitability of construction and supplier companies. This research is focused on companies located within the Republic of Argentina in the period between 2005 and 2015.

Introducción

El presente trabajo tiene por objeto realizar una primera investigación descriptiva tendiente a establecer si existe una relación entre los excedentes del sector agropecuario y la rentabilidad de las empresas constructoras y proveedoras de insumos para la construcción. Dicha investigación se focaliza en las empresas ubicadas dentro de la República Argentina y abarca el período comprendido entre los años 2005 y 2015.

La industria de la construcción constituye uno de los principales pilares de crecimiento económico tanto a nivel nacional como internacional. Esto se debe al importante número de empresas que componen al sector, el uso intensivo de distintos tipos de insumos que éstas requieren para poder llevar a cabo la actividad y la gran cantidad de mano de obra necesaria, que lo convierten en una de las principales fuentes de empleo.

Particularmente en Argentina, luego de la crisis de los años 2001 y 2002, la industria de la construcción se consolidó como uno de los principales destinos de inversión. Esto surge como consecuencia de la aparición de numerosos excedentes en diversos sectores de la economía por la devaluación de la moneda nacional en 2002, la desconfianza existente en el sistema financiero y el atractivo de los bienes inmuebles como medio para conservar el valor del dinero. Esta serie de factores llevó al sector a experimentar un crecimiento durante los últimos años, el cual le ha permitido incrementar su participación en la evolución del Producto Bruto Interno (PBI) del país.

La utilidad que presenta este trabajo de investigación es poder determinar en qué medida el sector construcción depende del desempeño del sector agropecuario. Además, pretende ser una fuente de información útil para la toma de decisiones de potenciales inversores y servir de herramienta para la predicción de la performance del sector construcción.

Marco teórico

El rol de los créditos hipotecarios en la República Argentina

En este apartado se presentarán posturas de diferentes autores que sostienen que el crédito hipotecario en la República Argentina no fue un motivador para la inversión en inmuebles durante el período post-convertibilidad.

En primer lugar, Gowland, Díaz Andrade y Bento Alves (2009) postularon que la destrucción del valor de la moneda producida en el año 2002 hizo que no exista fondeo en el sistema financiero para el otorgamiento de créditos hipotecarios a 10 años como lo hubo durante la convertibilidad; afirmando así que el crédito hipotecario fue el gran ausente en el mercado.

Por otro lado, Pertierra Cánepa y Pantanetti (2011)¹ postularon que durante la década del '90 se observó un crecimiento llamativo en el número de créditos hipotecarios otorgados en CABA, viéndose incrementados en un 417% para la década. Este porcentaje disminuyó significativamente a partir del año 2005, donde se redujo en un 70% con respecto a los niveles de la convertibilidad. Dichos autores, basándose en las cifras informadas por la Cámara Inmobiliaria, afirmaron que en la década de 1990 el porcentaje de operaciones logradas mediante crédito hipotecario de los bancos llegó a superar el 30%. Sin embargo, este valor no superó el 5% a partir de la crisis y en los años posteriores.

En adición, Lapelle, López Asensio y Woelflin (2011)² enunciaron que la crisis económica internacional del 2008 no tuvo un impacto directo sobre el sector construcción debido a las bajas operaciones que se concretaban con créditos hipotecarios.

Por último, en el año 2011, Cuattromo, Mira, Cerrudo y Quaglia³ sostuvieron que el flujo de nuevos créditos nunca superó el 1,2% del total invertido en construcción. Asimismo,

¹ Pertierra Cánepa, Francisco María y Pantanetti, Mariano (2011). "*El fideicomiso y el boom inmobiliario argentino*" Documento de trabajo n° 451. Área Finanzas y Negocios (p. 9). Universidad de CEMA. Buenos Aires, Argentina.

² Lapelle, H.; López Asensio, G y Woelflin, M.L. (2011). "El sector construcción-inmobiliario a una década de la crisis 2001". XVI Jornadas "Investigaciones en la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística" (p.11). Universidad Nacional de Rosario, Rosario, Argentina.

³ Cuattromo, Juan; Mira, Pablo; Cerrudo, Gastón y Quaglia, Ana (2011). "*¿Existe una "Burbuja Especulativa" en el Sector Inmobiliario Argentino?*". Nota Técnica N°43 correspondiente al Informe Económico N° 75 del Primer Trimestre de 2011 (p. 10). Ministerio de Economía. Secretaría de Programación Económica. Dirección Nacional de Programación Macroeconómica.

en dicho año, sólo el 0,5% de la IBIF (Inversión Bruta Interna Fija) en Construcción fue financiada con crédito del sistema financiero, y a esto debe sumarse la inexistencia de ramificaciones financieras en Argentina que impliquen aumentos abruptos en la liquidez del mercado hipotecario.

Por dichos motivos, se puede afirmar que la evolución del sector construcción en la República Argentina no se vio influenciada por los créditos hipotecarios.

Destino de excedentes del sector agropecuario

En el siguiente apartado se efectuará una descripción acerca de las causas que dieron lugar a que el sector agropecuario genere excedentes y que motivaron al productor agropecuario a destinarlos al sector construcción.

Del Río, Landarg y Arturi (2014)⁴ señalaron que hubo tres factores concurrentes que contribuyeron a explicar la dinámica del sector agropecuario en los años post-convertibilidad. En primer lugar, la crisis bancaria del año 2001 intensificó la desconfianza en el sistema financiero movilizándolo hacia otros destinos. Además, esta tendencia se vio reforzada por tasas de interés bajas o negativas frente a la inflación, haciendo de los depósitos en plazo fijo una opción financiera poco rentable. Junto a ello, se incrementó la liquidez proveniente de los sectores favorecidos con el nuevo tipo de cambio y el aumento del precio de los productos agrícolas. Al incremento de los precios internacionales de dichos commodities, se debe adicionar la suba en la producción de soja en Argentina.

Tal como afirmaron dichos autores, el establecimiento de un “dólar alto” creó las condiciones para una recuperación de los sectores productivos orientados al mercado interno y mejoras de competitividad para los sectores exportadores.

En este sentido, Pertierra Cánepa y Pantanetti (2011)⁵ afirmaron que luego de la crisis del 2001 fue muy importante la disponibilidad de capitales para invertir provenientes del sector agropecuario y agroindustrial, dado el contexto de altos precios internacionales de las commodities y de las favorables condiciones agro-climatológicas durante ese período.

⁴ Del Río, Juan Pablo; Landarg, Federico y Arturi, Diego (2014) “La impronta del mercado inmobiliario en el período neodesarrollista” Revista Realidad Económica n° 283, p77-101. IADE. Buenos Aires, Argentina.

⁵ Pertierra Cánepa, Francisco María y Pantanetti, Mariano (2011). “*El fideicomiso y el boom inmobiliario argentino*” Documento de trabajo n° 451. Área Finanzas y Negocios (p.14-15). Universidad de CEMA. Buenos Aires, Argentina.

Ahora bien, la primera medida que tomará el productor agropecuario respecto a las ganancias que obtenga será asignarlas al circuito operativo de su negocio, comprando materias primas, demás capital de trabajo y maquinarias. Sin embargo, se genera la inquietud de saber hacia dónde se destinan los excedentes generados por el sector, ya que el productor procurará colocarlos en un activo rentable.

Resulta apropiado entonces mencionar que los datos recopilados por la investigación de Pertierra Cánepa y Pantanetti ponen al descubierto que luego de la inversión en oro, la apuesta por el metro cuadrado constituyó el mecanismo de refugio de valor más rentable entre los años 2001 y 2010. Esto se explica debido a que, tal como puede observarse en la tabla 1, los plazos fijos en pesos y la variación del valor del dólar se encontraron por debajo de la inflación acumulada en dicho período, que fue del 454%. Por otra parte, el incremento del precio promedio del metro cuadrado fue del 502% a nivel nacional y el oro aumentó el 1613% (Pertierra Cánepa y Pantanetti en Del Río, et al, 2014)⁶. Por este motivo, resultó más atractiva para el productor la inversión destinada a la construcción de inmuebles.

Variación entre fin de 2001 y Agosto 2010	
En dólares	Variación %
Oro	252
Valor promedio metro cuadrado CABA	153
En pesos	Variación %
Oro	1613
Valor promedio metro cuadrado CABA	502
Inflación	454
Dólar	296
Plazo Fijo	164

Tabla 1 - Opciones de inversión - Fuente: Pertierra Cánepa, Francisco María y Pantanetti, Mariano (2011).

Así, Pertierra Cánepa y Pantanetti (2011)⁷ afirmaron que para los inversores históricamente aversos al riesgo, participar del negocio inmobiliario fue siempre una alternativa muy atractiva. En cambio, para los más proclives a aceptar mayores

⁶ Del Río, Juan Pablo; Landarg, Federico y Arturi, Diego (2014) "La impronta del mercado inmobiliario en el período neodesarrollista" Revista Realidad Económica n° 283, p77-101. IADE. Buenos Aires, Argentina.

⁷ Pertierra Cánepa, Francisco María y Pantanetti, Mariano (2011). "El fideicomiso y el boom inmobiliario argentino" Documento de trabajo n 451. Área Finanzas y Negocios (p. 13). Universidad de CEMA. Buenos Aires, Argentina.

riesgos, estas inversiones fueron una alternativa oportunista en un contexto de ausencia y/o baja performance de los mercados financieros.

Complementando el análisis, vale destacar que las bajas tasas pagadas por los bancos para depósitos a plazo fijo en dólares fueron otro factor a sumar en la matriz de decisión del inversor, quien siguió priorizando colocar sus ahorros en un activo tangible, seguro e históricamente dolarizado, como lo es la construcción (Pertierra Cánepa y Pantanetti, 2011)⁸.

Por otro lado, y considerando que en la región de Rosario se procesa más del 80% del volumen de los productos relacionados al complejo de la soja del país, además de encontrarse el mercado de referencia en la fijación de precios en la Argentina, Lapelle, López Asensio y Woelflin (2011)⁹ postularon que los cuantiosos excedentes generados por el sector agropecuario del sur santafesino se destinaron al sector construcción.

Para llegar a esta conclusión, tales autores analizaron la posibilidad de colocar dichos excedentes en tres activos diferentes entre diciembre de 2002 y junio de 2010: i) la adquisición de una vivienda o departamento, ii) la constitución de un plazo fijo y iii) la compra de acciones.

Para representar el valor de una vivienda, consideraron la estimación del precio en dólares del metro cuadrado correspondiente a Capital Federal que realiza el Instituto de Economía de la Universidad Argentina de la Empresa (UADE). En el caso del plazo fijo, consideraron la tasa BADLAR de bancos privados en dólares. Y finalmente, como representante del mercado accionario, optaron por el Índice Merval en dólares, el cual mide la evolución de las acciones líderes del mercado, representando de este modo la rentabilidad promedio de colocar fondos en la bolsa.

Los autores observaron que el activo más estable y de crecimiento más lento lo constituía el plazo fijo en dólares. De hecho, la variación de su valor entre puntas alcanzó apenas el 21,5% (ver tabla 2). En cuanto al Índice Merval, observaron una tendencia alcista hasta el

⁸ Pertierra Cánepa, Francisco María y Pantanetti, Mariano (2011). *“El fideicomiso y el boom inmobiliario argentino”*. Documento de trabajo n° 451. Área Finanzas y Negocios (p. 13). Universidad de CEMA. Buenos Aires, Argentina.

⁹ Lapelle, H.; López Asensio, G y Woelflin, M.L. (2011). *“El sector construcción-inmobiliario a una década de la crisis 2001”*, XVI Jornadas “Investigaciones en la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística” (p. 7). Universidad Nacional de Rosario. Rosario, Argentina.

primer semestre de 2008, para luego mostrar una abrupta caída que logró revertirse hacia finales del primer semestre de 2009. La fuerte caída del índice a fines de 2008 fue consecuencia de la crisis económica internacional, que afectó negativamente a las bolsas del mundo. La variación entre puntas fue de alrededor de 255,8%, aunque con un alto desvío estándar, lo que marca una fuerte volatilidad asociada. Finalmente, se puede observar en el gráfico 1 una tendencia alcista y constante del valor en dólares del metro cuadrado en Capital Federal que brindó como resultado una variación entre puntas del 272,6% y con un menor desvío estándar asociado.

Evolución mensual del valor metro cuadrado en Capital Federal, el plazo fijo y el Índice Merval. En dólares. Diciembre 2002=100

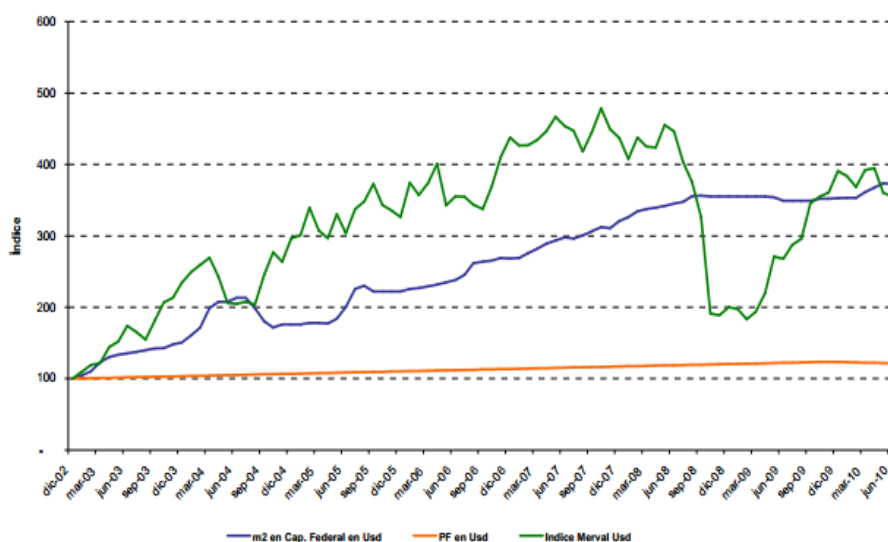


Gráfico 1- Fuente: Woelfin, M. L; Lapelle H. y López Asensio, G. (2011)

	Índice Merval	Plazo fijo USD	Precio metro cuadrado
Rendimiento promedio	255,80%	21,50%	272,60%
Desvío Estándar	100	7,2	82,2

Tabla 2 - Rendimiento promedio y desvío estándar del valor metro cuadrado en Capital Federal, el plazo fijo y el Índice Merval - Fuente: Lapelle, López Asensio, Woelfin, 2011.

Los resultados del análisis refuerzan entonces la hipótesis de que la rentabilidad del sector agropecuario fue el principal inversor en la actividad construcción post-devaluación. Sin embargo, esto fue erosionando hacia finales de la década como consecuencia de la disminución en los precios internacionales de los commodities y del aumento sostenido en

el precio de los insumos agropecuarios (Ghilardi, et al 2009 en Lapelle, 2011)¹⁰. Cabe destacar que el campo atravesó por dos fuertes sequías (en los años 2008 y 2012), repercutiendo negativamente en el rendimiento de los principales productos agropecuarios.

Se procedió a realizar el análisis mencionado precedentemente partiendo del año 2005 y extendiendo el período hasta el año 2015, tanto en términos nominales como reales. De esta manera, se buscó observar el comportamiento de las alternativas de inversión planteadas por los autores en los años que son objeto de estudio del presente trabajo de investigación pero que no estaban comprendidas en sus estudios. Se destaca que se llegó a los mismos resultados que los autores. Lo mismo puede observarse en las tablas 3 y 4, donde se exponen los datos obtenidos, y en los gráficos 2 y 3, donde se visualiza la evolución nominal y real del índice Merval, el depósito a plazo fijo y el metro cuadrado.

Alternativas de Inversión en términos nominales			
Años	Índice Merval	M2	Plazo fijo (Tasa BADLAR)
2005	100,00	100,00	100,00
2006	136,43	128,75	176,38
2007	141,87	151,24	197,83
2008	70,51	180,41	266,34
2009	151,64	206,82	243,70
2010	229,14	267,90	199,47
2011	157,77	336,39	262,72
2012	184,53	416,76	272,53
2013	351,77	540,08	334,36
2014	550,94	685,64	443,60
2015	761,83	830,60	424,81
Rendimiento Promedio	173,64%	274,46%	182,17%
Desvío Estándar	2,2036	2,4104	0,9218

Tabla 3 - Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina y de la Unidad de Sistemas de Inteligencia Territorial de la Secretaría de Planeamiento de GCBA.

¹⁰ Lapelle, H.; López Asensio, G y Woelflin, M.L. (2011). "El sector construcción-inmobiliario a una década de la crisis 2001", XVI Jornadas "Investigaciones en la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística" (p. 12). Universidad Nacional de Rosario. Rosario, Argentina

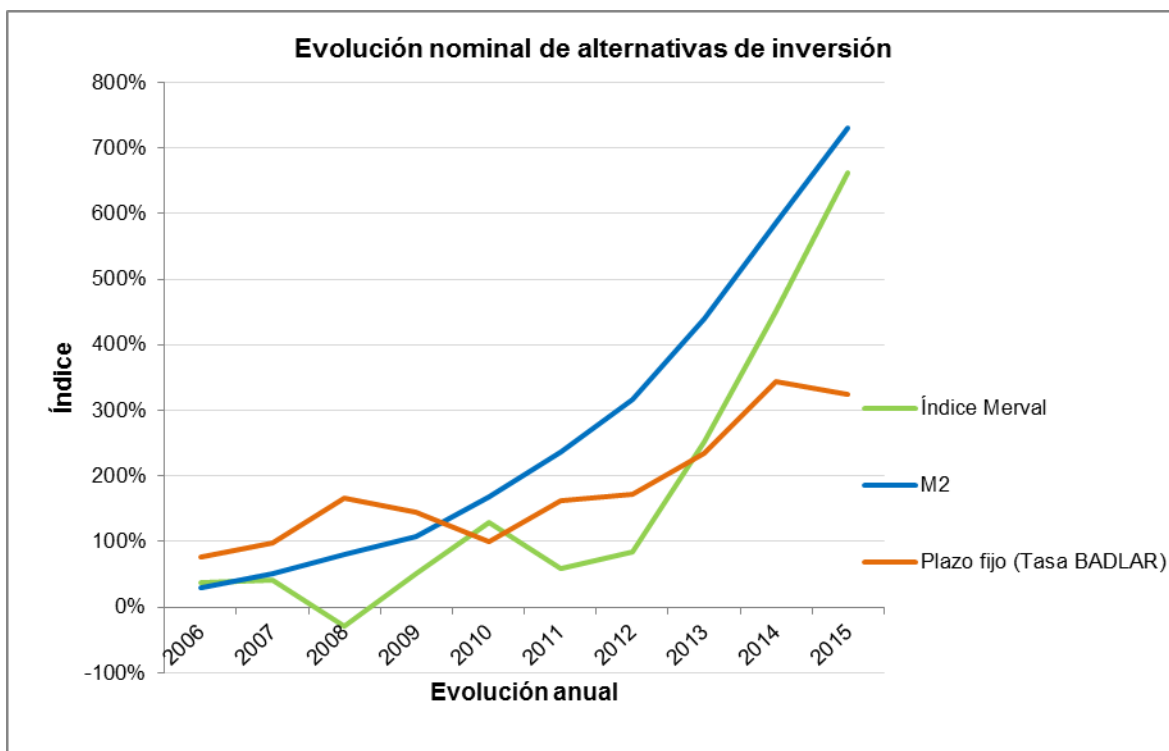


Gráfico 2 - Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina y de la Unidad de Sistemas de Inteligencia Territorial de la Secretaría de Planeamiento de GCBA.

Alternativas de Inversión en términos reales			
Años	Índice Merval	M2	Plazo fijo (Tasa BADLAR)
2005	100,00	100,00	100,00
2006	126,32	119,21	186,17
2007	85,59	115,26	53,42
2008	41,21	114,00	108,82
2009	181,47	110,29	119,67
2010	118,99	112,49	-6,57
2011	55,84	114,55	74,43
2012	95,09	115,38	84,22
2013	148,24	116,27	59,52
2014	113,37	106,85	24,20
2015	110,14	103,10	150,82
Rendimiento Promedio	-18,30%	12,74%	-14,53%
Desvío Estándar	0,2628	0,0479	0,5791

Tabla 4 - Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina, de la Unidad de Sistemas de Inteligencia Territorial de la Secretaría de Planeamiento de GCBA y del Índice de Precios al Consumidor San Luis

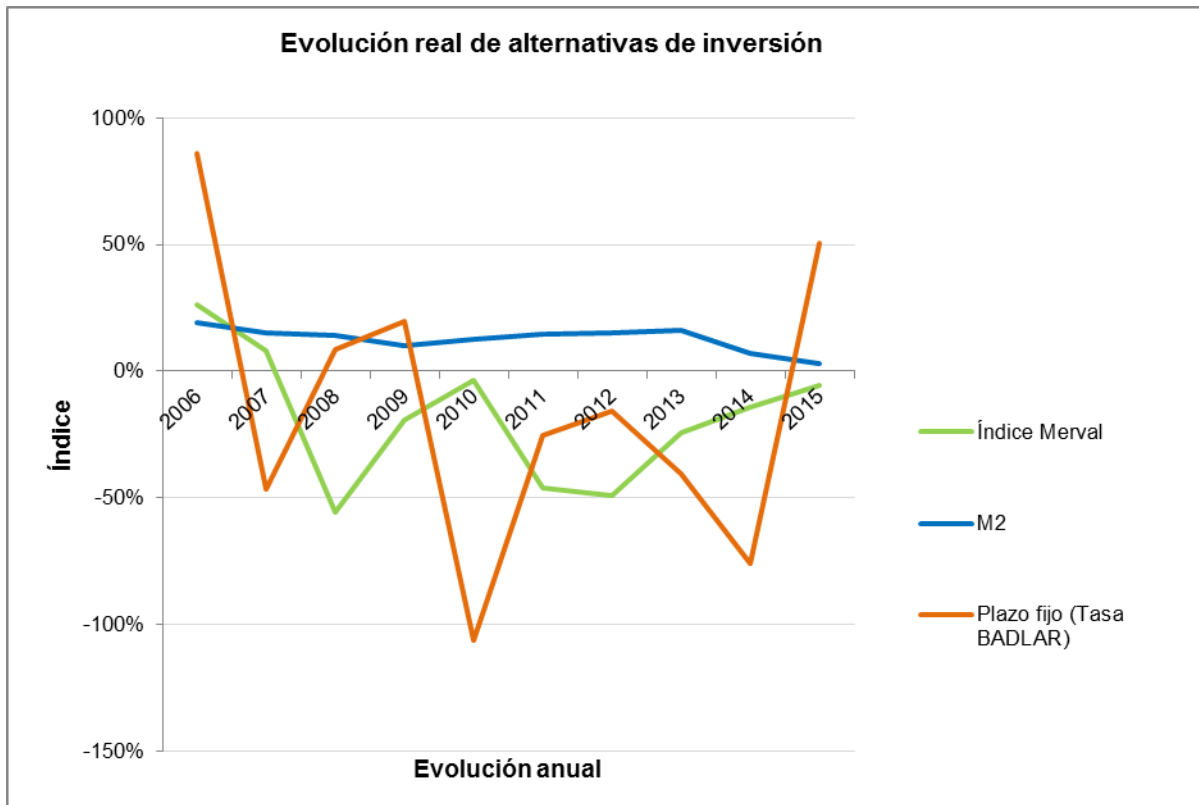


Gráfico 3 - Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de la República Argentina, de la Unidad de Sistemas de Inteligencia Territorial de la Secretaría de Planeamiento de GCBA y del Índice de Precios al Consumidor San Luis

Consecuentemente, es apropiado señalar lo postulado por Del Río, Landarg y Arturi (2014)¹¹, quienes afirmaron que buena parte de los excedentes tuvieron como destino al “ladrillo”, por ser una inversión segura, que se caracteriza por eludir la inestabilidad de la economía doméstica, estar dolarizada y poseer una tendencia al alza en el largo plazo.

¹¹ Del Río, Juan Pablo; Landarg, Federico y Arturi, Diego (2014) “La impronta del mercado inmobiliario en el período neodesarrollista” Revista Realidad Económica n° 283, p77-101. IADE. Buenos Aires, Argentina.

Metodología de la investigación

Este trabajo se trata de una investigación descriptiva del sector argentino de la construcción en el cual se recopiló información sobre los distintos eslabones que lo componen durante el período comprendido entre los años 2005 y 2015 a partir los estados contables emitidos por los distintos partícipes de la industria.

Para llevar a cabo dicha investigación se recurrió a distintas fuentes de información, entre las cuales se mencionan:

- La Comisión Nacional de Valores, a partir de la cual se obtuvieron los estados contables de 46 entes (tanto empresas controlantes como subsidiarias), incluidos o retirados del Régimen de Oferta Pública cuya actividad sea la construcción o la provisión de insumos para esta última dentro del período establecido como objeto de estudio.
- El Gobierno de la Provincia de San Luis y el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, a partir de los cuales se obtuvieron los Índices de Precios al Consumidor San Luis y CABA respectivamente, mediante los cuales se calculó la inflación promedio anual del período bajo análisis.
- El Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción, a partir del cual se obtuvo el Índice Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC).
- El Trabajo de Investigación Final de alumnos de la Universidad Argentina de la Empresa: “Análisis sectorial de las empresas agropecuarias: inversión en activos fijos”, del cual se obtuvo la rentabilidad de la inversión del sector agropecuario en el período 2005-2015.

A efecto de cumplir con los objetivos propuestos, se realizó el procedimiento que se detalla a continuación:

1. Establecimiento del rango temporal de análisis: período 2005-2015
2. Obtención de la rentabilidad de la inversión total (RIT) del sector agropecuario. La misma fue considerada como una medida para determinar si el sector tuvo excedentes.
3. Obtención, lectura e interpretación de los estados contables de entes que pertenecen a la industria bajo análisis, excluyendo aquellas empresas que operen

únicamente con sociedades relacionadas dentro de un grupo económico o cuya actividad no esté totalmente vinculada al sector, tales como empresas dedicadas a la explotación forestal o explotación de autopistas.

4. Para el análisis desarrollado en el trabajo se tomaron únicamente aquellas empresas que se dedican a la actividad de la construcción propiamente dicha y sus proveedoras de insumos. Se excluyeron aquellas empresas cuya actividad principal sea brindar servicios inmobiliarios. Aquellos balances cuya fecha de cierre de ejercicio sea entre el mes de enero y junio se consideraron como del año anterior al de emisión de dicho balance.
5. Construcción de una base de datos de Excel en la que se clasifican las empresas por categorías de “Constructora” o “Proveedora” y se incluye información del Estado de Situación Patrimonial, Estado de Resultados, Estado de Flujo de Efectivo, Anexo de Gastos, Anexo de Bienes de Uso y otra información complementaria de cada uno de los entes.
6. Cálculo de diversos indicadores económicos y financieros por empresa, por categoría y del sector en general, excluyendo aquellos estados contables anómalos que distorsionen el análisis, como por ejemplo, aquellos que no tienen ventas en el ejercicio contable. Para el cálculo de los indicadores se calcularon tanto los valores nominales como los reales.
7. Diseño de tablas y gráficos que resuman y expongan la información obtenida.
8. Establecimiento de relaciones entre variables a partir del análisis de regresión simple entre la rentabilidad de la inversión del sector agropecuario y la rentabilidad del sector construcción.

Datos obtenidos y observaciones

Este capítulo se compone por dos apartados: el primero trata sobre la situación general del sector, y el segundo, desarrolla las observaciones realizadas a partir de los estados contables. Para realizar un análisis del sector construcción a nivel general, se utiliza el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción. Posteriormente, se muestran los datos obtenidos a partir del análisis de los estados contables que integran el objeto de estudio. De esta forma, se busca contextualizar al lector sobre el sector en su totalidad para que luego pueda lograr un mayor entendimiento sobre los resultados obtenidos de las empresas proveedoras y constructoras.

Situación general del sector construcción

En la presente sección se procederá a explicar el concepto y evolución del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) en el período objeto de estudio, elaborado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) y analizado por el Instituto de Estadísticas y Registros de la Industria de la Construcción (IERIC). De esta forma, se expondrá el desempeño del sector según dicho indicador como complemento del análisis de los estados contables de las empresas bajo análisis.

El INDEC define al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) como aquel indicador que “muestra la evolución del sector según el comportamiento de la demanda de un conjunto de insumos representativos y cubre la construcción pública y privada a nivel nacional. Los Insumos de la Construcción ofrecen datos de la evolución mensual de seis productos: asfalto, cemento, hierro redondo para hormigón, ladrillos huecos, pisos y revestimientos cerámicos y pinturas para la construcción. La Encuesta Cualitativa de la Construcción captura información de unas 100 empresas constructoras - grandes y medianas- de todo el país, con el objetivo de evaluar la situación del sector y las expectativas empresariales de corto plazo”¹².

Asimismo, para la elaboración del ISAC se promedian los índices de los siguientes bloques: edificación para viviendas, edificación para otros destinos, obras viales, otras obras de infraestructura y construcciones petroleras.

¹² http://www.indec.gov.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=3&id_tema_3=42

En el año 2006, el ISAC presentó un incremento del 16,75% con respecto al año 2005 (ver gráfico 4). El bloque que mayor aporte representó fue edificación para viviendas con un 57,2%. Sin embargo, el año 2007 se caracteriza por presentar una disminución en el ritmo de crecimiento; esto se explica principalmente por el descenso que experimentó el bloque edificios para vivienda en relación al año anterior. La situación antes mencionada con dicho bloque se revierte en el año 2008, dado que fue aquel que mayor expansión experimentó. El aporte efectuado por el mismo fue del 71,3%. Cabe destacar que la variación interanual entre el año 2006 y 2007 reflejó una caída del 10% aproximadamente, pasando del 16,75% al 6,96%.

En el año 2009, la disminución en obras viales y otras obras de infraestructura provocó que el nivel del ISAC quede por debajo del valor registrado en el año 2007. Los bloques que afrontaron caídas, se ubicaron entre un 2% y 6% a excepción de construcciones petroleras que mostró un descenso superior al 30%; por el contrario, edificación para viviendas fue el único tipo de obras que cerró con una tasa de crecimiento interanual del 2,4%. El año 2010 no sólo se caracterizó por retomar el crecimiento a ritmo acelerado, sino también por el hecho de que todos los bloques presentaron un incremento de similar magnitud. En el año 2011, la construcción tuvo su mejor performance desde el año 2007. El sector modificó la tendencia decreciente sobre su participación en el PBI.

A diferencia de años anteriores, en el 2012 la mayoría de los bloques presentaron un año de disminución. Dicha baja estuvo liderada por otras obras de infraestructura, seguida por obras viales; cabe mencionar que construcción para vivienda registró la primer baja desde el año 2002, a excepción de la construcción petrolera que evidenció un incremento del 9,9%. La situación recién mencionada se revierte en el año 2013, explicado por el crecimiento generalizado de la actividad que estuvo relacionado con la inversión pública. Asimismo, el incremento del bloque edificación de viviendas produjo un gran aporte a la suba del nivel de actividad debido a su fuerte participación. En el año 2014, si bien el bloque de construcciones petroleras fue el que mayor expansión demostró y edificios para vivienda mantuvo niveles similares a los registrados en el año 2013, se caracterizó por ser un año de retroceso.

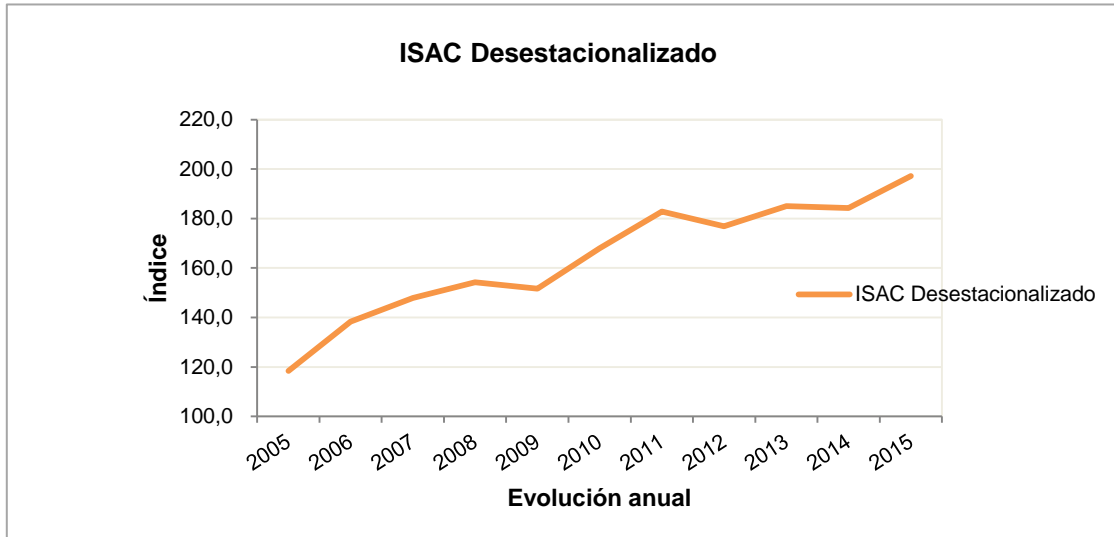


Gráfico 4- Fuente: Elaboración propia en base a datos del IERIC

A partir de lo descrito anteriormente, se puede observar que el sector construcción se caracterizó por presentar fluctuaciones en cuanto al nivel de actividad. Cabe destacar que si bien la mayoría de las variaciones interanuales presentaron incrementos en el nivel de actividad, el sector también atravesó períodos de baja e incluso retroceso.

Observaciones a partir de los Estados Contables

En la presente sección se procederá a exponer las relaciones observadas a partir del análisis de los datos obtenidos. Como punto de partida, se considera elemental conocer cuál fue el rendimiento de los activos de las empresas objeto de estudio durante el período 2005-2015.

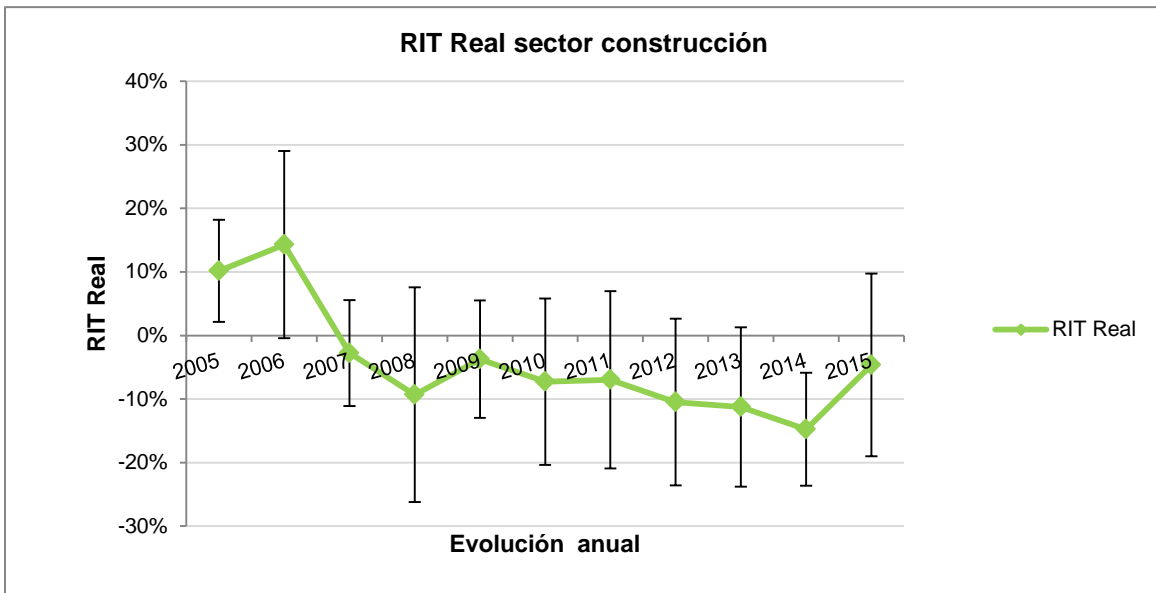


Gráfico 5- Fuente: Elaboración propia

El gráfico 5 muestra la evolución de la rentabilidad de la inversión total del sector construcción en términos reales en el período 2005-2015. Del mismo se puede observar que en el año 2006 la rentabilidad del sector alcanzó su punto máximo. Sin embargo, a partir del año 2007 se observa que la RIT comienza a ser negativa, siendo una de las principales causas el efecto de la inflación. Asimismo, se observó que el aumento del activo de las empresas no se vio acompañado por un incremento proporcional del resultado del activo.

A continuación, se procederá a explicar el comportamiento de la RIT mencionado precedentemente.

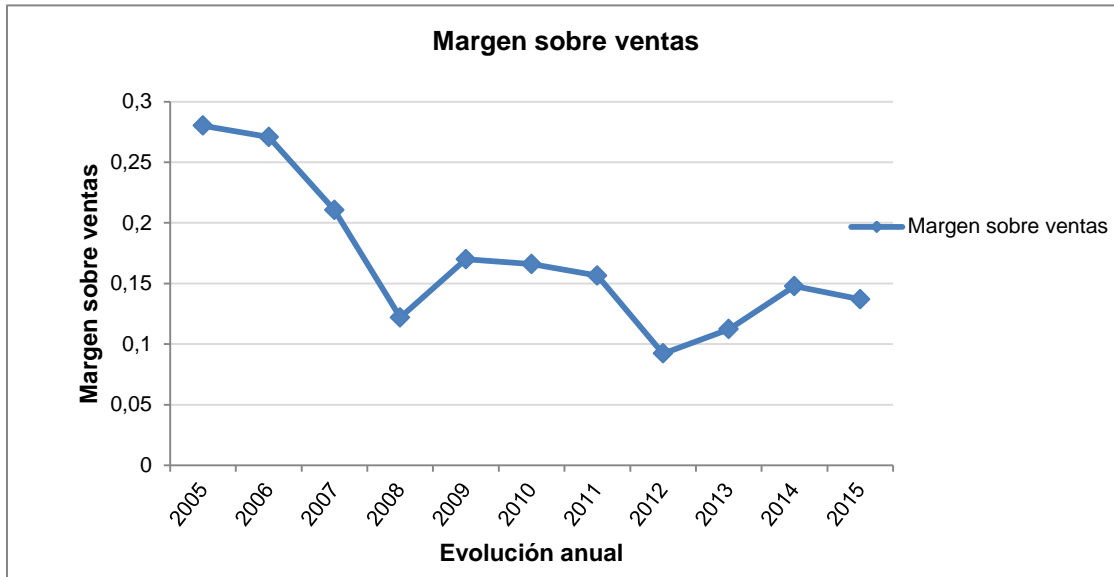


Gráfico 6- Fuente: Elaboración propia

A partir del gráfico 6 se aprecia que el margen sobre ventas tuvo un notorio descenso a partir del año 2006. El mismo se puede atribuir al aumento de los gastos operativos que significaron un menor resultado por transacciones, tal como se explicará más adelante. A su vez, en el gráfico 7 se puede observar un desvío estándar alto en los últimos años del período bajo análisis (excepto por el año 2014).

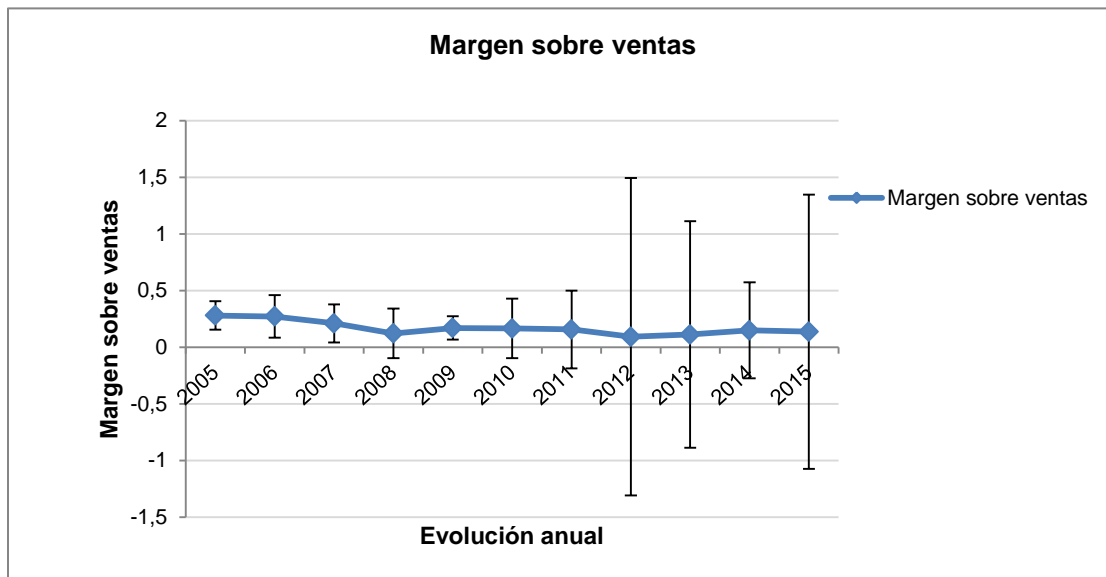


Gráfico 7- Fuente: Elaboración propia

En el gráfico 8 se visualiza la evolución del margen sobre ventas del sector construcción y la evolución de la rentabilidad de la inversión total (tanto real como nominal) de dicho sector en el intervalo 2005-2015. En el mismo, se identifica un comportamiento similar entre la rentabilidad de la inversión total nominal y el margen sobre ventas. Además, puede observarse una notoria diferencia entre la RIT nominal y la real, que queda explicada por el efecto negativo de la inflación.

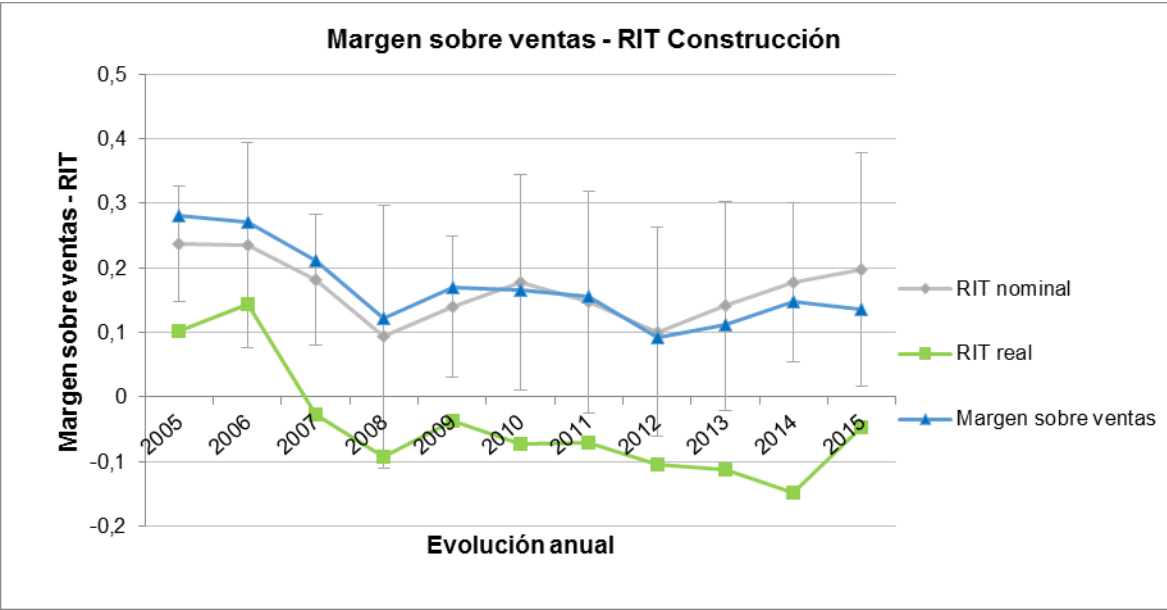


Gráfico 8 - Fuente: Elaboración propia

Por su parte, el gráfico 9 expone la correlación entre el margen sobre ventas y la rentabilidad de la inversión total real del sector construcción en el período 2005-2015. En el mismo, se puede observar que la variabilidad de la RIT se explica en un 82,85% por la variabilidad del margen sobre ventas. Este es un resultado que refleja la operatoria del sector, dado que su rentabilidad se explica, en mayor proporción, por los márgenes obtenidos por cada venta más que por la rotación de la inversión.

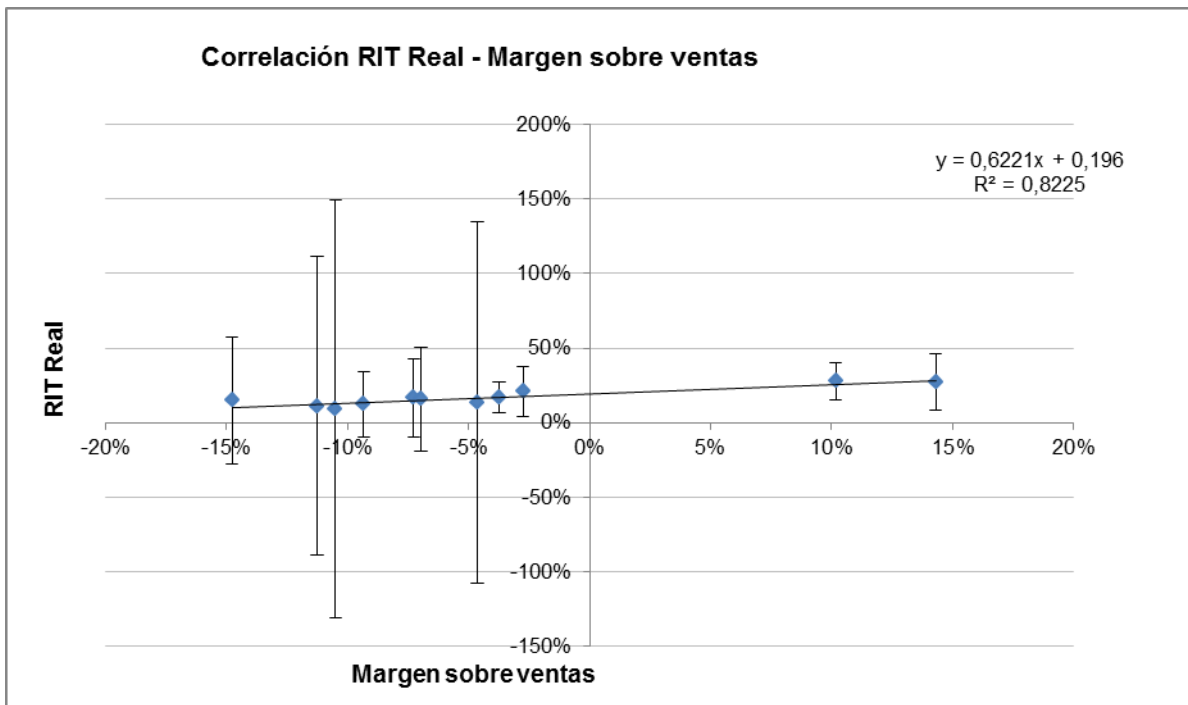


Gráfico 9- Fuente: Elaboración propia

En los gráficos 10 y 11 se expone la evolución de las ventas, costos de ventas y gastos tanto nominales como ajustados, respectivamente. A partir de los mismos, se puede observar que aunque pareciera que las ventas aumentaron en el período 2005-2015 (gráfico 10), en realidad, a pesos del 2015, las ventas disminuyeron.

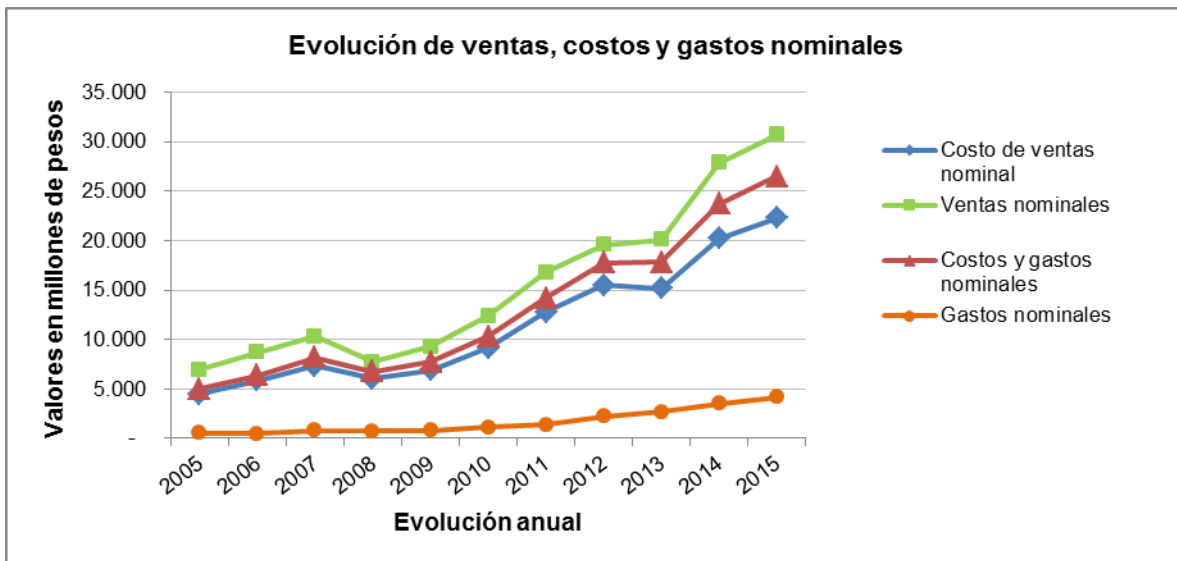


Gráfico 10 - Fuente: Elaboración propia

Asimismo, en el gráfico 11 se puede apreciar que aunque las ventas y costos de ventas disminuyeron, los gastos no lo hacen en la misma proporción y, de hecho, se mantienen constantes.

De esta forma, se puede explicar por qué el margen sobre ventas no vuelve a alcanzar el valor que tenía al inicio del período bajo estudio.

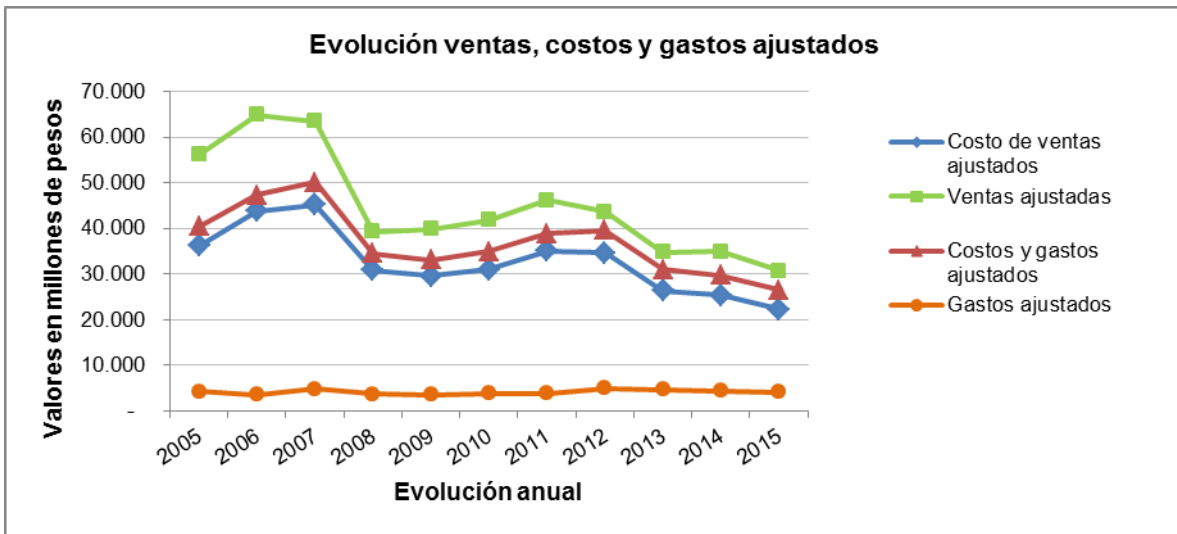


Gráfico 11 – Fuente: Elaboración propia

A continuación, se procederán a desagregar los últimos dos gráficos en las categorías de constructoras propiamente dichas y proveedoras de insumos para la construcción.

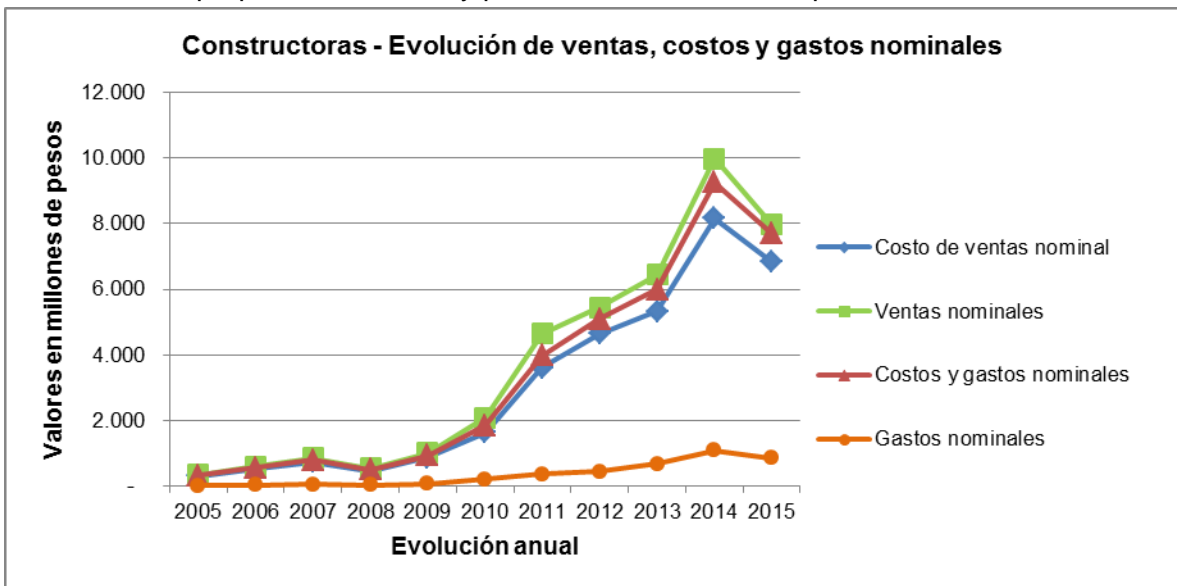


Gráfico 12 - Fuente: Elaboración propia

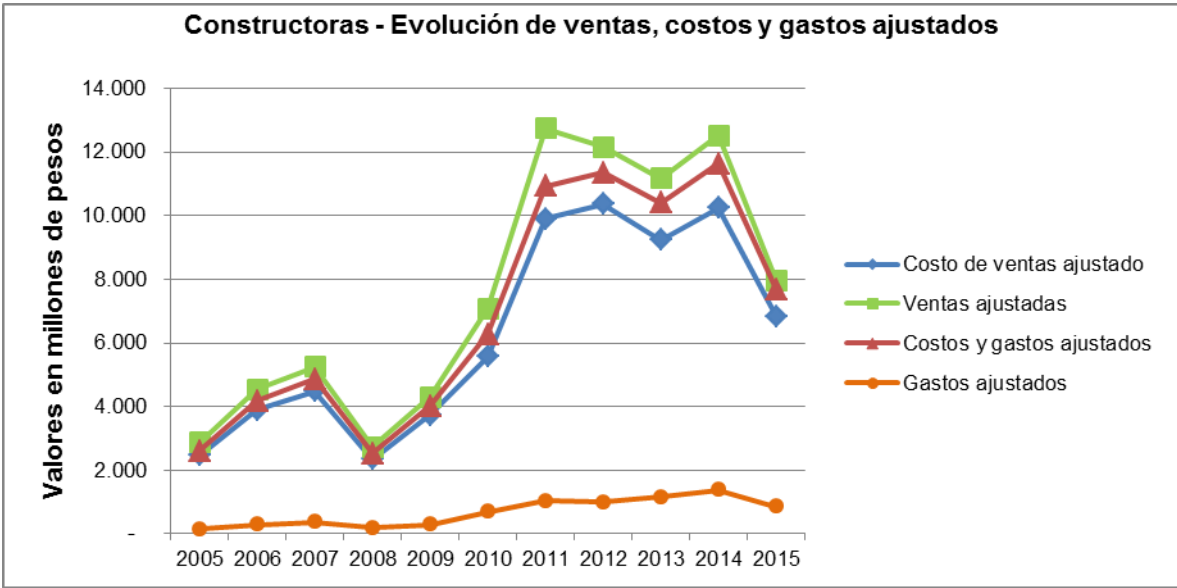


Gráfico 13 – Fuente: Elaboración propia

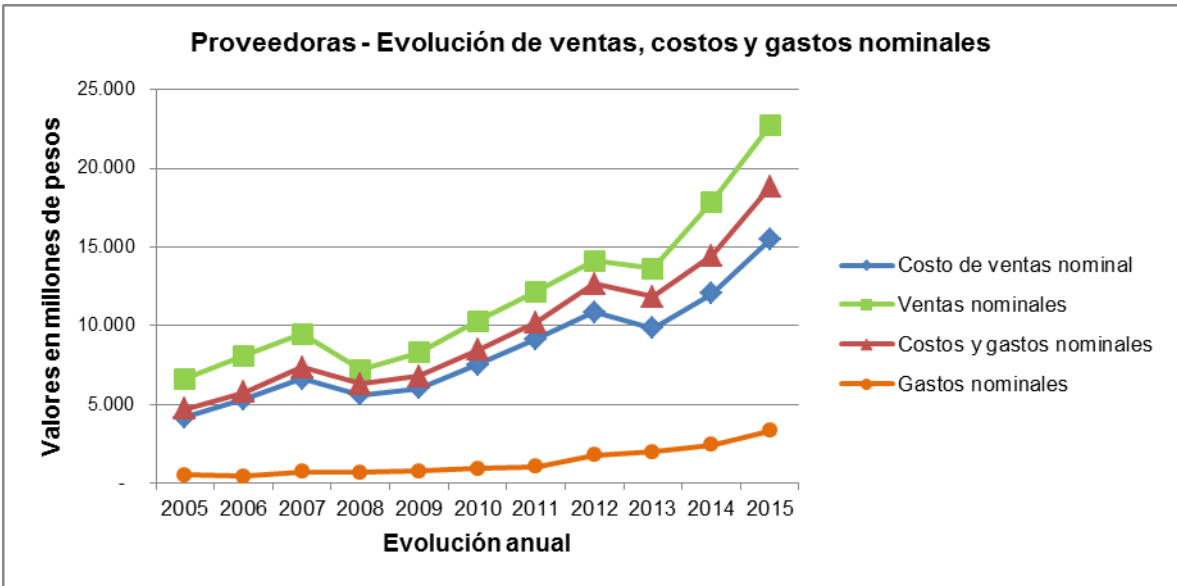


Gráfico 14- Fuente: Elaboración propia

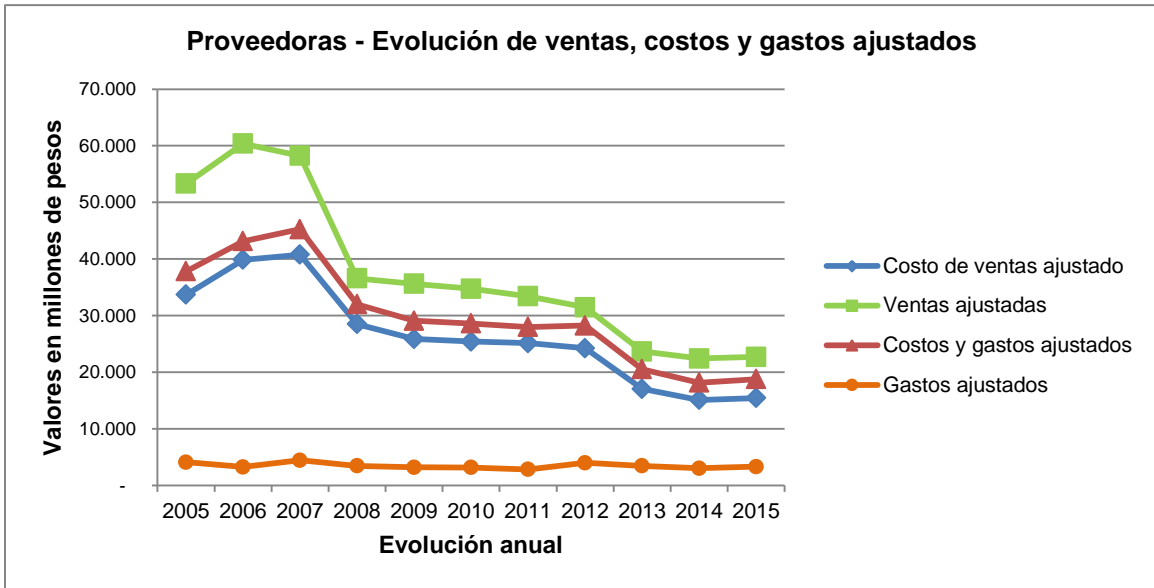


Gráfico 15 – Fuente: Elaboración propia

A partir de los gráficos 12, 13, 14 y 15 se observa que, en pesos del 2015, los gastos aumentaron en el caso de las constructoras propiamente dichas y se mantuvieron constantes en el caso de las proveedoras de insumos de la construcción. En lo que respecta a las ventas, se visualiza que, en el caso de las empresas constructoras, aumentan en los últimos años, excepto por el 2015, donde se observa una disminución significativa. Por otro lado, en el caso de las proveedoras, se aprecia una tendencia a la baja en todo el período bajo análisis.

En lo relativo al costo de ventas, el mismo mantiene una relación proporcional con el comportamiento de las ventas (tanto en las constructoras como en las proveedoras).

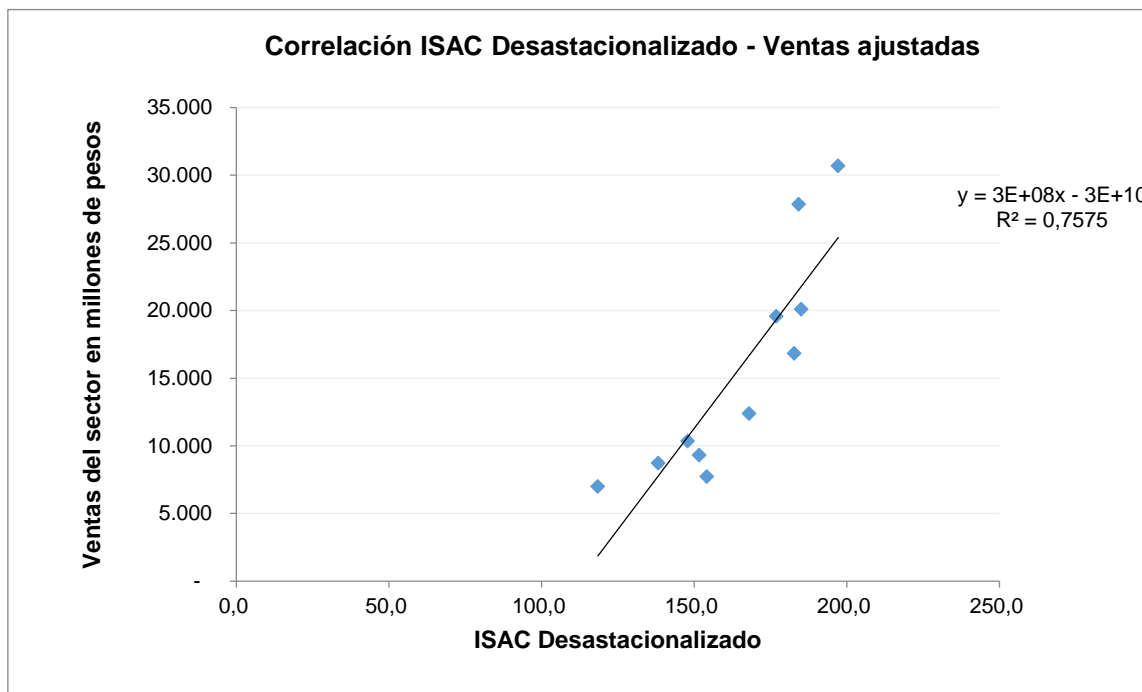


Gráfico 16 - Fuente: Elaboración propia

En base al gráfico 16, se puede observar un comportamiento similar entre las ventas del sector construcción ajustadas por el coeficiente de inflación (ver anexo) y el Índice Sintético de la Actividad de la Construcción. Esto se debe a que el coeficiente de determinación entre ambos es de 0,7575.

Lo antedicho es un efecto esperado dado que a medida que las ventas aumentan, también lo hace la demanda de insumos de la construcción. A continuación, se explica entonces cuál es la razón que motiva el aumento o disminución de las ventas del sector.

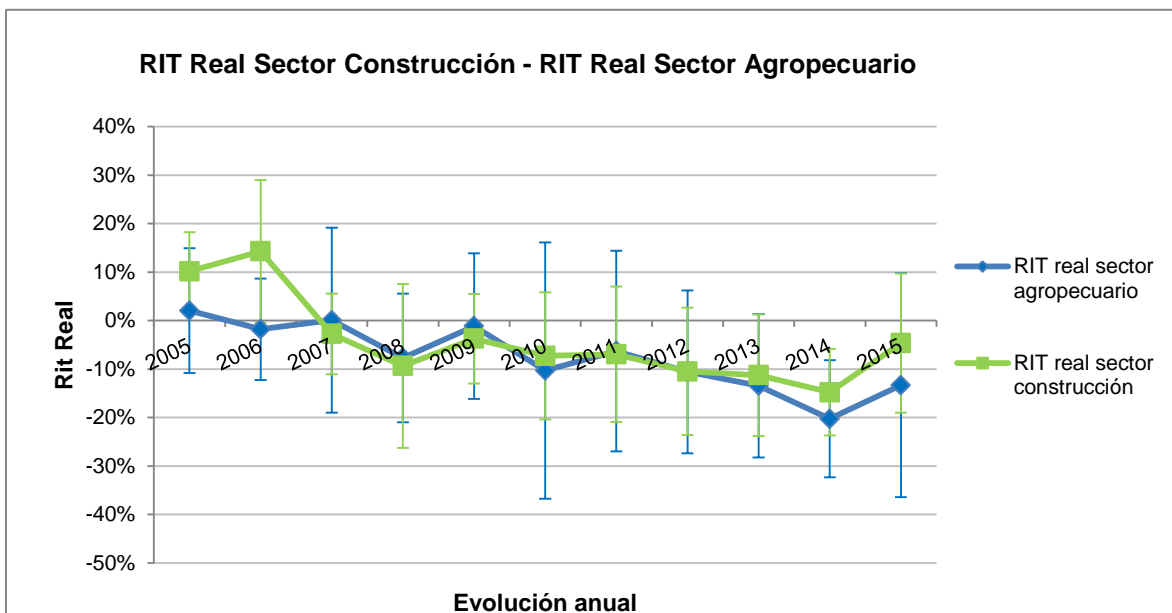


Gráfico 17 - Fuente: Elaboración propia

El gráfico 17 expone la evolución de la rentabilidad de la inversión total del sector agropecuario y del sector construcción en los años comprendidos entre el 2005 y el 2015. En el mismo se puede observar que ante una caída de la RIT del sector agropecuario, la RIT del sector de la construcción disminuye. De esta forma, y en concordancia con lo postulado por Lapelle, cuando los excedentes agropecuarios disminuyen, también lo hace el rendimiento económico de las empresas constructoras y sus proveedoras¹³. Por ejemplo, en el año 2008, la región se vio afectada tanto por la sequía en la región pampeana argentina como por la imposición de retenciones a la venta de los productos agropecuarios impuesto por el gobierno nacional, que provocaron una caída en la RIT agropecuaria. Esto se vio reflejado en la rentabilidad de las constructoras y proveedoras. Lo mismo se observa en el año 2012, cuando la producción agropecuaria fue perjudicada por la sequía que tuvo lugar en ese año.

¹³ Tal como se menciona en el apartado "Metodología de la Investigación", a efectos del análisis se consideró a la Rentabilidad de la Inversión Total como indicador de los excedentes del sector agropecuario.

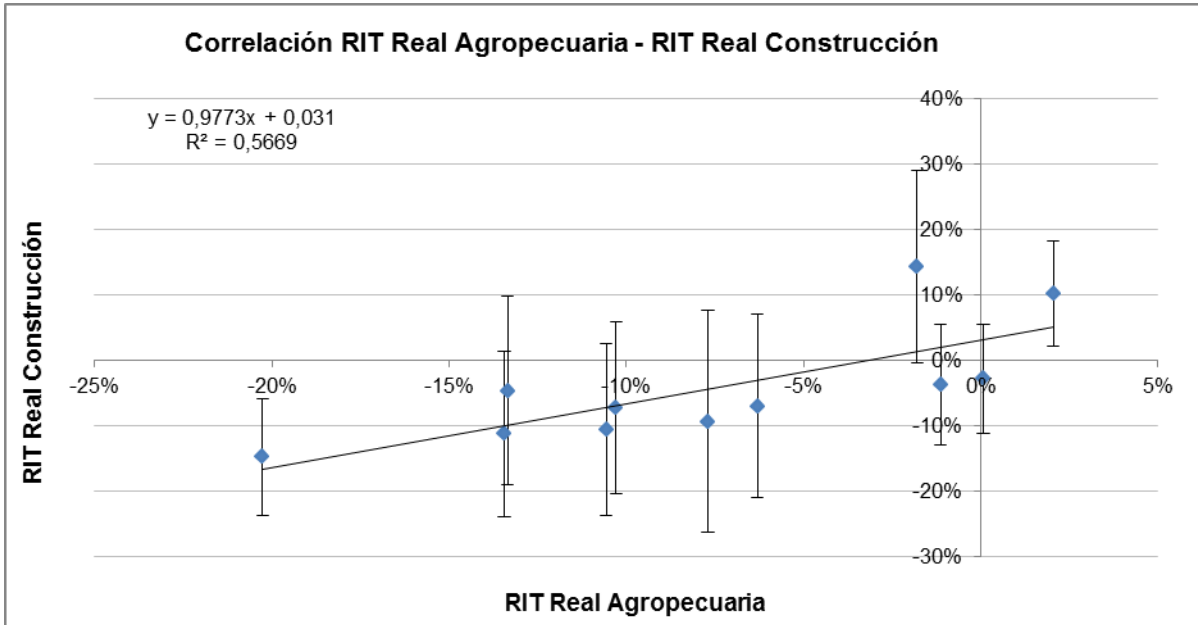


Gráfico 18 – Fuente: Elaboración propia

Tal como se observa en el gráfico 18, la correlación entre ambas rentabilidades es positiva. Es decir, el 56,69% de la variabilidad de la rentabilidad del sector de la construcción queda explicada por la variabilidad de la rentabilidad del sector agropecuario en el período 2005-2015.

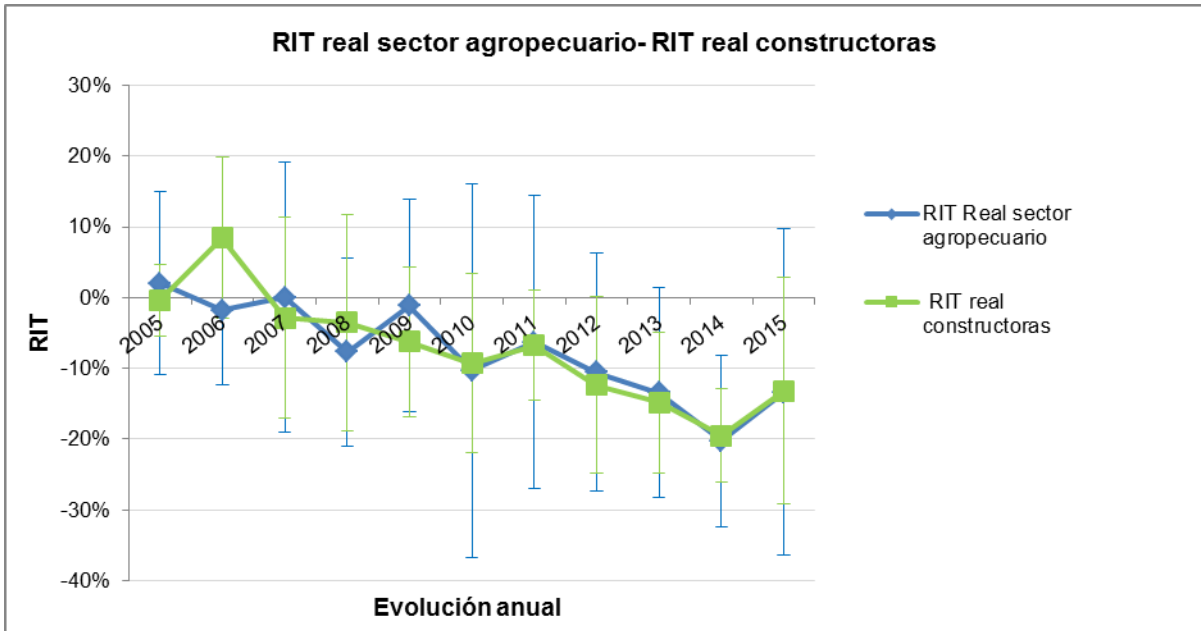


Gráfico 19 - Fuente: Elaboración propia

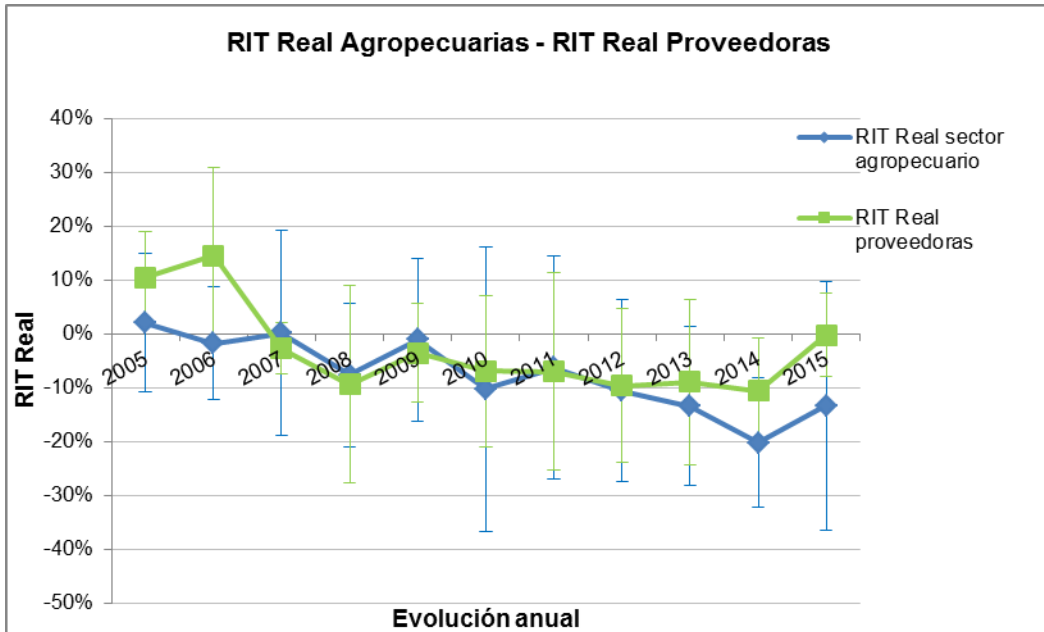


Gráfico 20 - Fuente: Elaboración propia

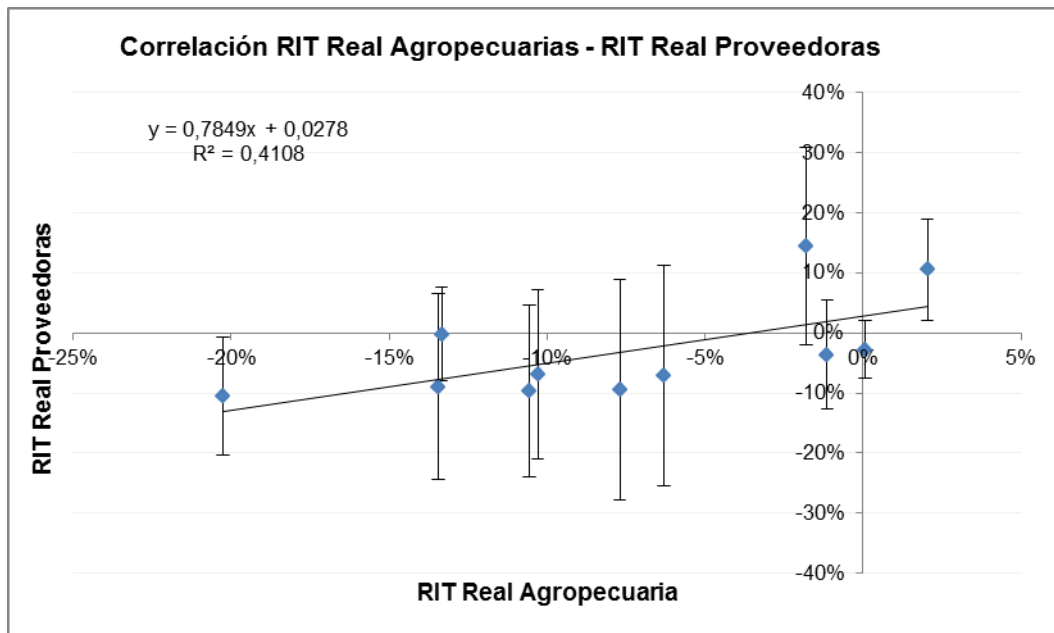


Gráfico 21- Fuente: Elaboración propia

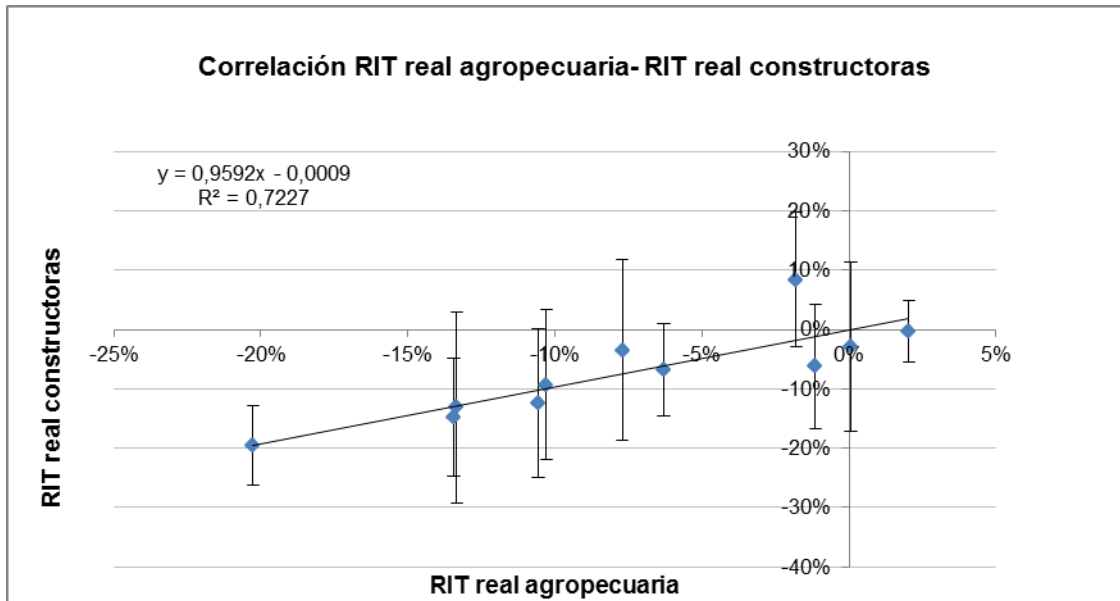


Gráfico 22- Fuente: Elaboración propia

En los gráficos 19, 20, 21 y 22 se realizó una desagregación del sector objeto de estudio, diferenciando entre las categorías de proveedoras de insumos y constructoras propiamente dichas, y exponiendo la relación que ellas guardan con la rentabilidad de los activos del sector agropecuario. Se observó que hay una relación más fuerte (con un coeficiente de determinación de 0,72) entre la RIT de las empresas constructoras propiamente dichas y la RIT del sector agropecuario. De todas formas, se aprecia la existencia de la relación entre la rentabilidad de las proveedoras y la rentabilidad de las agropecuarias, aunque en menor medida que las mencionadas en primer lugar. Esto podría deberse a que no toda la producción de las proveedoras de insumos es destinada a las empresas constructoras. En la tabla 5 se exponen algunos ejemplos del porcentaje de ventas de proveedoras que se destinaban a empresas constructoras en el año 2000 (ver anexo para mayor detalle).

Actividad	Ventas que realizan a la Construcción (% de sus ventas totales)
Ladrillos comunes	72%
Ladrillos de máquina	80%
Cemento	80%
Cal	68%
Yeso	75%
Mármol y granito	76%
Artículos de cemento y fibrocemento	52%
Mosaicos	76%
Pinturas, barnices y lacas	19%
Materiales refractarios	55%

Tabla 5 - Fuente: Elaboración propia en base a datos de Fundación UOCRA.

Conclusiones

A partir del análisis tanto bibliográfico como de los estados contables de las empresas incluidas y retiradas del régimen de oferta pública en la Comisión Nacional de Valores en el período 2005-2015, se pudo concluir que los excedentes del sector agropecuario influyen positivamente en la rentabilidad de la inversión total del sector construcción. De hecho, el 56,56% de la variabilidad de la rentabilidad del sector construcción queda explicada por la variabilidad de la rentabilidad del sector agropecuario.

Se observó, además, que un gran determinante de la rentabilidad de la inversión del sector construcción fue la inflación, provocando un efecto negativo en el desempeño del sector. Asimismo, el estancamiento de los gastos operativos del sector al tiempo que las ventas disminuyeron explicó la disminución del margen sobre ventas en el período analizado.

Se propone, como futura línea de investigación, explicar el rol y la evolución del sector inmobiliario dentro de la relación del sector agropecuario y el sector construcción. Además sería interesante poder estudiar los motivos que generaron el estancamiento de los gastos operativos del sector construcción a la vez que las ventas disminuían.

Conclusions

Based on the bibliographical analysis and the financial statements of the companies included in and withdrawn from the public offer regime in the National Securities Commission in the period 2005-2015, it was possible to conclude that surpluses in the agricultural sector positively influence the profitability of the total investment of the construction sector. In fact, 56.56% of the variability of the profitability of the construction sector is explained by the variability of the profitability of the agricultural sector.

It was also observed that a major determinant of the return on investment in the construction sector was inflation, having a negative effect on the performance of the sector. Likewise, the stagnation of the operating expenses of the sector at the same time as the sales decreased explained the decrease of the margin on sales in the analyzed period.

It is proposed, as a future line of research, to explain the role and evolution of the real estate sector within the relationship of the agricultural sector and the construction sector. It

would also be interesting to be able to study the reasons that led to the stagnation of operating expenses in the construction sector, while sales declined.

Bibliografía

Del Río, Juan Pablo; Landarg, Federico y Arturi, Diego (2014) “*La impronta del mercado inmobiliario en el período neodesarrollista*” Revista Realidad Económica n 283, p77-101. IADE. Buenos Aires, Argentina.

Gowland, Carlos; Díaz Andrade, Juan Pablo y Bento Alves, Ricardo (2009). *Real Estate Fund*. Universidad del CEMA, Buenos Aires, Argentina.

http://estadisticasbcra.com/indice_merval

http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Descarga_paquetes_estandarizados_series_estadisticas_2.asp

http://www.buenosaires.gov.ar/sites/gcaba/files/terrenos_julio16.pdf

<http://www.fundacion.uocra.org/documentos/recursos/investigacion/El-sector-de-la-Construccion-en-perspectiva-web.pdf>

<http://www.ieric.org.ar/publicaciones.asp>

http://www.indec.gov.ar/nivel4_default.asp?id_tema_1=3&id_tema_2=3&id_tema_3=42

Lapelle, H.; López Asensio, G y Woelflin, M.L. (2011). “*El sector construcción-inmobiliario a una década de la crisis 2001*”, XVI Jornadas “Investigaciones en la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística” U.N.R. Rosario, Argentina.

Pertierra Cánepa, Francisco María y Pantanetti, Mariano (2011). “*El fideicomiso y el boom inmobiliario argentino*” Documento de trabajo n° 451. Área Finanzas y Negocios. Universidad de CEMA. Buenos Aires, Argentina.

Anexos

Tabla de los principales indicadores de empresas constructoras y proveedoras de insumos

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Retorno de la inversión total	0,24	0,23	0,18	0,09	0,14	0,18	0,15	0,10	0,14	0,18	0,20
Apalancamiento financiero	1,40	1,45	1,54	0,05	1,32	1,38	1,27	0,89	1,22	1,42	1,22
Margen sobre ventas	0,28	0,27	0,21	0,12	0,17	0,17	0,16	0,09	0,11	0,15	0,14
Margen sobre ventas real	0,14	0,18	(0,00)	(0,07)	(0,01)	(0,08)	(0,06)	(0,11)	(0,14)	(0,17)	(0,09)
Rotación de la inversión	0,74	0,76	0,75	0,64	0,71	0,82	0,85	0,86	0,86	0,87	0,96
Efecto tenencia	1,07	1,03	1,05	0,98	1,06	1,19	1,01	0,99	1,02	1,03	1,01
Efecto resultados financieros de activos	1,03	1,04	1,04	1,08	1,05	1,04	1,02	1,16	1,24	1,19	1,40
Efecto inversiones permanentes	1,05	1,06	1,06	1,13	1,05	1,06	1,07	1,11	1,16	1,12	1,06
Carga fija sobre ventas	0,25	0,26	0,30	0,46	0,35	0,35	0,42	0,48	0,42	0,40	0,41

Coefficiente de variación	0,47	0,47	0,49	0,54	0,52	0,48	0,47	0,46	0,47	0,45	0,47
Contribución marginal (*)	3.724.531,83	4.650.042,21	5.289.605,57	3.572.829,90	4.490.023,86	6.379.965,95	8.993.184,23	10.470.913,67	10.575.006,03	15.178.608,08	16.192.223,50
Margen de contribución	0,53	0,53	0,51	0,46	0,48	0,52	0,53	0,54	0,53	0,55	0,53
Ventas de equilibrio (*)	3.259.629,24	4.245.459,94	5.968.552,58	7.661.225,34	6.707.239,70	8.297.713,46	13.066.742,67	17.660.283,74	16.181.080,22	20.623.967,18	23.654.255,70
Margen de seguridad	0,53	0,51	0,42	0,01	0,28	0,33	0,22	0,10	0,19	0,26	0,23
Tasa de financiación promedio	0,07	0,07	0,05	0,17	0,09	0,09	0,10	0,11	0,11	0,11	0,16
Liquidez corriente disponible	1,51	1,88	1,67	1,09	1,45	1,61	1,43	1,32	1,42	1,44	1,38
Liquidez seca	0,87	1,08	0,95	0,53	0,75	0,77	0,78	0,74	0,75	0,81	0,70
Plazo de realización de los activos corrientes	101,77	98,03	102,13	101,53	95,45	101,30	98,87	77,82	75,95	91,22	96,65
Plazo de exigibilidad de pasivos	102,66	129,35	116,80	140,92	163,87	104,14	124,15	123,17	125,41	112,07	104,15
Liquidez corriente necesaria	0,57	0,76	0,87	0,72	0,58	1,20	2,47	2,10	5,70	3,53	1,64

Cobertura de Liquidez	2,64	2,48	1,91	1,52	2,49	1,34	0,58	0,63	0,25	0,41	0,84
Financiación de inmovilización	0,98	0,88	0,86	0,64	0,83	0,90	0,91	0,88	1,05	1,09	1,15

(*) Cifras expresadas en miles de pesos.

Base de cálculo para Indicadores (cifras expresadas en miles)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Subtotal activo corriente al inicio	2.872.816,55	3.456.687,15	4.228.010,02	3.151.058,09	3.904.587,09	4.415.378,37	7.391.979,70	9.075.004,55	9.815.021,56	14.794.238,65	16.097.663,96
Subtotal activo no corriente al inicio	5.918.509,18	6.681.870,43	8.411.222,81	8.316.679,77	9.090.383,27	9.413.071,70	11.480.794,79	12.366.434,88	11.313.268,25	13.648.174,19	12.184.048,24
Activo total al inicio	8.791.325,73	10.138.557,58	12.639.232,82	11.467.737,86	12.994.970,37	13.828.450,07	18.872.774,49	21.441.439,43	21.128.289,81	28.442.412,84	28.281.712,19
Subtotal activo corriente al cierre	3.459.798,14	4.228.341,86	5.201.056,65	3.683.251,22	4.018.326,60	6.078.236,97	8.813.605,53	10.645.610,83	13.391.786,63	19.729.883,35	21.010.891,10
Subtotal activo no corriente al cierre	6.679.615,02	8.411.103,62	9.909.186,23	9.020.362,50	9.176.345,13	10.194.047,90	11.811.933,31	13.209.419,98	12.201.318,63	15.757.879,80	14.492.779,00
Activo total al cierre	10.139.413,17	12.639.445,48	15.110.242,88	12.703.613,72	13.194.671,73	16.272.284,88	20.625.538,84	23.855.030,81	25.593.105,26	35.487.763,15	35.503.670,10
Subtotal pasivo corriente al inicio	1.632.201,33	2.288.070,87	2.247.780,64	2.382.385,47	3.524.249,82	2.929.466,95	4.389.827,96	6.350.346,18	7.033.735,98	10.304.031,74	11.223.478,93

Subtotal pasivo no corriente al inicio	1.756.709,89	1.321.765,72	2.957.804,73	3.288.917,29	3.569.324,04	3.049.831,58	3.718.471,07	3.961.052,96	3.160.143,87	4.047.112,25	2.922.410,61
Pasivo total al inicio	3.388.911,22	3.609.836,59	5.205.585,37	5.671.302,76	7.093.573,86	5.979.298,53	8.108.299,03	10.311.399,14	10.193.879,85	14.351.143,99	14.145.889,55
Subtotal pasivo corriente al cierre	2.292.537,08	2.247.437,97	3.115.574,48	3.365.151,61	2.772.859,08	3.768.970,53	6.177.997,21	8.067.895,69	9.398.154,12	13.719.167,88	15.190.959,71
Subtotal pasivo no corriente al cierre	1.323.717,87	2.957.804,73	3.472.381,78	3.568.996,49	2.829.159,35	3.297.988,79	3.730.243,04	4.223.807,23	3.329.481,12	4.554.933,60	3.680.307,86
Pasivo total al cierre	3.616.254,95	5.205.242,71	6.587.956,26	6.934.148,10	5.602.018,43	7.066.959,32	9.908.240,25	12.291.702,92	12.727.635,24	18.274.101,48	18.871.267,57
Patrimonio Neto al inicio	5.402.414,51	6.528.720,99	7.433.647,45	5.796.435,10	5.901.396,50	7.849.151,53	10.764.475,46	11.130.040,29	10.934.409,95	14.091.268,85	14.135.822,65
Patrimonio neto al cierre	6.523.158,22	7.434.202,77	8.522.286,61	5.769.465,62	7.592.653,31	9.205.325,56	10.717.298,59	11.563.327,89	12.865.470,03	17.213.661,67	16.632.402,53
Activo promedio	9.465.369,45	11.389.001,53	13.874.737,85	12.085.675,79	13.094.821,05	15.050.367,47	19.749.156,67	22.648.235,12	23.360.697,53	31.965.088,00	31.892.691,15
Pasivo promedio	3.502.583,08	4.407.539,65	5.896.770,82	6.302.725,43	6.347.796,15	6.523.128,93	9.008.269,64	11.301.551,03	11.460.757,55	16.312.622,73	16.508.578,56
Patrimonio Neto promedio	5.962.786,37	6.981.461,88	7.977.967,03	5.782.950,36	6.747.024,90	8.527.238,55	10.740.887,03	11.346.684,09	11.899.939,99	15.652.465,26	15.384.112,59
Inversiones corrientes	907.069,19	1.103.855,08	1.394.320,60	340.244,53	514.846,00	657.888,00	498.657,52	472.892,60	301.671,08	602.396,96	331.190,42
Créditos por ventas al inicio	536.805,77	567.554,69	713.901,23	565.094,36	656.894,26	963.536,38	1.797.208,69	2.285.152,34	2.632.594,55	3.867.017,00	3.635.878,42
Créditos por ventas al cierre	576.822,41	713.976,52	895.912,78	548.735,02	879.892,98	1.374.806,03	2.379.901,08	2.774.243,72	3.056.695,29	5.170.546,05	4.403.619,11
Créditos por ventas promedio	556.814,09	640.765,61	804.907,00	556.914,69	768.393,62	1.169.171,21	2.088.554,89	2.529.698,03	2.844.644,92	4.518.781,53	4.019.748,77

Bienes de cambio al inicio	1.095.523,06	1.467.133,37	1.800.456,26	1.721.905,30	1.923.354,33	2.054.393,87	3.387.682,90	3.905.855,58	4.151.313,10	6.161.300,30	8.557.599,91
Bienes de cambio al cierre	1.466.966,09	1.799.269,81	2.242.847,49	1.899.046,28	1.931.445,77	3.162.348,13	3.984.377,06	4.654.956,12	6.376.861,59	8.602.829,07	10.394.109,75
Bienes de cambio promedio	1.281.244,57	1.633.201,59	2.021.651,87	1.810.475,79	1.927.400,05	2.608.371,00	3.686.029,98	4.280.405,85	5.264.087,35	7.382.064,69	9.475.854,83
Ventas	6.974.132,74	8.700.015,57	10.339.130,65	7.722.877,76	9.293.986,07	12.365.294,80	16.820.814,61	19.564.771,62	20.091.296,75	27.836.409,60	30.693.614,76
Costo de ventas	(4.489.537,36)	(5.866.735,45)	(7.372.955,67)	(6.061.481,53)	(6.894.676,91)	(9.161.200,98)	(12.770.701,91)	(15.517.258,19)	(15.162.472,13)	(20.199.834,95)	(22.295.943,87)
Utilidad Bruta	2.484.595,37	2.833.280,12	2.966.174,98	1.661.396,23	2.399.309,16	3.204.093,82	4.050.112,71	4.047.513,43	4.928.824,62	7.636.574,65	8.397.670,88
Gastos de administración (con amortizaciones)	(204.503,20)	(222.524,00)	(299.752,92)	(306.160,67)	(353.738,63)	(509.569,22)	(824.880,75)	(1.103.337,60)	(1.163.863,75)	(1.496.755,85)	(1.722.739,49)
Gastos de comercialización (con amortizaciones)	(227.973,47)	(310.057,97)	(404.219,66)	(381.518,80)	(443.922,62)	(609.698,38)	(694.824,44)	(1.118.214,33)	(1.521.008,48)	(2.218.406,24)	(2.508.248,51)
Amortizaciones (de CMV y gastos)	(436.065,91)	(430.175,05)	(620.508,86)	(637.391,59)	(680.659,28)	(736.769,83)	(897.012,90)	(1.112.269,85)	(1.022.090,47)	(1.209.707,62)	(1.223.531,00)
Otros ingresos	22.534,78	186.455,37	23.251,49	12.758,56	33.680,30	52.921,88	343.409,39	155.421,83	350.223,94	400.601,88	320.120,64
Otros egresos	(120.359,92)	(130.805,19)	(108.010,98)	(45.163,47)	(55.445,10)	(85.830,30)	(242.107,49)	(178.316,91)	(336.997,95)	(207.307,34)	(281.328,43)
Resultado por transacciones	1.954.293,56	2.356.348,34	2.177.442,91	941.311,86	1.579.883,11	2.051.917,81	2.631.709,41	1.803.066,42	2.257.178,38	4.114.707,10	4.205.475,09
Resultado por tenencia	127.838,93	76.410,08	109.019,06	(16.085,64)	100.413,18	391.670,88	20.350,69	(24.538,60)	39.223,28	115.601,87	32.829,31

Resultado operativo de la actividad principal	2.082.132,49	2.432.758,42	2.286.461,97	925.226,22	1.680.296,29	2.443.588,69	2.652.060,11	1.778.527,82	2.296.401,66	4.230.308,97	4.238.304,40
Resultados financieros por activos	64.830,59	93.149,39	91.498,20	70.517,94	81.958,30	86.638,03	50.782,59	286.090,93	552.862,44	817.848,33	1.681.485,56
Resultado de la actividad principal	2.146.963,08	2.525.907,81	2.377.960,16	995.744,16	1.762.254,58	2.530.226,72	2.702.842,69	2.064.618,75	2.849.264,10	5.048.157,30	5.919.789,96
Resultado inversiones permanentes	98.410,26	144.555,88	140.982,51	133.340,09	81.481,59	145.458,84	201.696,90	221.746,58	451.566,71	624.234,63	371.263,16
Resultado del activo	2.245.373,33	2.670.463,69	2.518.942,68	1.129.084,26	1.843.736,18	2.675.685,56	2.904.539,60	2.286.365,33	3.300.830,81	5.672.391,94	6.291.053,12
Resultados financieros por pasivos	(261.644,74)	(289.563,16)	(282.909,99)	(1.100.562,04)	(594.051,40)	(576.986,67)	(897.439,38)	(1.267.098,23)	(1.242.697,69)	(1.739.598,94)	(2.577.483,50)
Resultado antes de impuestos	1.983.728,59	2.380.900,53	2.236.032,69	28.522,22	1.249.684,78	2.098.698,89	2.007.100,21	1.019.267,11	2.058.133,12	3.932.793,00	3.713.569,62
Impuesto a las Ganancias	(706.360,16)	(868.332,37)	(755.300,63)	(84.155,37)	(460.942,00)	(714.538,83)	(557.876,92)	(347.712,30)	(645.422,44)	(1.198.636,78)	(1.208.995,11)
Resultado Ordinario	1.277.368,43	1.512.568,17	1.480.732,06	(55.633,15)	788.742,78	1.384.160,06	1.449.223,29	671.554,81	1.412.710,69	2.734.156,22	2.504.574,51
Resultado Extraordinario	-	(79.449,11)	-	(235.377,89)	-	(10.883,47)	(379,59)	25.018,90	111.082,37	196.735,47	456.459,08
Resultado neto	1.277.368,43	1.433.119,05	1.480.732,06	(291.011,04)	788.742,78	1.373.276,59	1.448.843,71	696.573,70	1.523.793,06	2.930.891,69	2.961.033,58
Gastos Totales (anexo gastos)	(2.606.574,18)	(3.746.517,08)	(4.885.733,28)	(4.057.232,41)	(4.514.226,82)	(6.401.839,25)	(9.160.961,52)	(12.357.176,22)	(11.719.843,20)	(16.242.057,22)	(16.470.988,94)
Gastos variables	(934.161,05)	(1.397.173,03)	(1.858.330,10)	(1.458.119,28)	(1.625.850,88)	(2.106.699,52)	(2.698.184,81)	(3.712.224,05)	(3.388.789,55)	(4.984.861,70)	(4.445.448,33)

Gastos fijos	(1.672.413,13)	(2.349.344,05)	(3.027.403,17)	(2.599.113,14)	(2.888.375,94)	(4.295.139,73)	(6.462.776,72)	(8.644.952,17)	(8.331.053,64)	(11.257.195,52)	(12.025.540,62)
Carga fija	(1.740.803,24)	(2.269.141,68)	(3.053.572,88)	(3.544.307,68)	(3.240.339,08)	(4.281.267,06)	(6.986.084,02)	(9.451.646,56)	(8.516.872,91)	(11.245.815,08)	(12.478.653,89)
Carga variable	(3.249.600,90)	(4.049.973,35)	(5.049.525,08)	(4.150.047,86)	(4.803.962,22)	(5.985.328,85)	(7.827.630,38)	(9.093.857,95)	(9.516.290,72)	(12.657.801,52)	(14.501.391,25)
Flujo de fondos - Altas de bienes de uso	(1.240.017,95)	(2.071.085,76)	(2.152.664,91)	(1.162.014,34)	(686.315,54)	(1.023.219,02)	(1.249.680,22)	(1.331.821,00)	(1.118.517,03)	(1.346.587,44)	(2.110.963,96)
Flujo de fondos - Bajas de bienes de uso	49,93	119,82	12,77	3.474,56	4.241,16	1.859,41	5.476,20	10.719,46	18.575,40	97.413,80	71.299,61
Flujo neto de préstamos	50.871,73	1.187.075,71	359.221,11	(193.765,16)	(1.996.620,86)	(657.624,60)	422.297,57	262.089,29	(335.370,75)	627.449,90	(169.679,45)
Flujos de fondos - Aportes	3.700,00	4.643,75	37.330,00	498,00	1.204.341,20	472.708,26	445,97	144.155,60	270.243,58	-	1,54
Flujos de fondos - Dividendos	(384.874,78)	(737.352,28)	(298.868,98)	(243.561,06)	(94.664,22)	(636.961,85)	(863.399,06)	(261.615,52)	(294.049,33)	(263.018,73)	(427.460,04)
PRAC * Activo corriente¹	352.099.937,69	414.483.340,81	531.206.139,00	373.955.176,78	383.543.605,73	615.695.231,53	871.364.650,09	828.434.013,27	1.017.121.753,13	1.799.711.400,11	2.030.640.742,81
PEPC* Pasivo corriente cierre²	235.350.243,67	290.705.465,25	363.893.268,58	474.227.087,98	454.379.787,28	392.493.691,15	767.010.159,87	993.692.998,90	1.178.642.858,01	1.537.485.434,98	1.582.148.040,13

¹PRAC: Plazo de realización de los activos corrientes

²PEPC: Plazo de exigibilidad de los pasivos corrientes

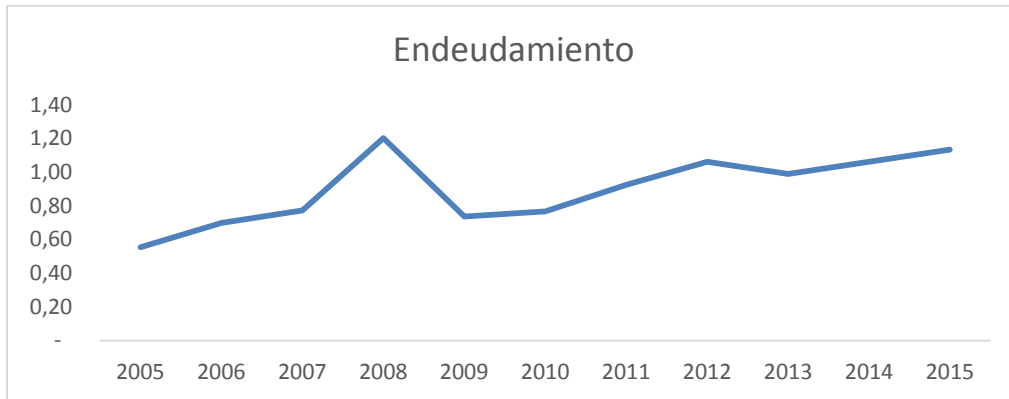
Inflación del período

Año	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inflación	12,30%	8,00%	21,50%	20,60%	18,50%	27,00%	23,30%	23,00%	28,60%	38,15%	25,55%
Coefficiente de Ajuste	8,06	7,46	6,14	5,09	4,30	3,38	2,74	2,23	1,73	1,26	1,00

Para el cálculo de la inflación anual, debido a las diferencias existentes entre las diferentes fuentes, se tomó un promedio entre los índices de precios mayoristas de San Luis y la Ciudad de Autónoma Buenos Aires, tomando por válidos los datos otorgados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos en los años en el caso en que los dos anteriores no presentan datos.

Endeudamiento

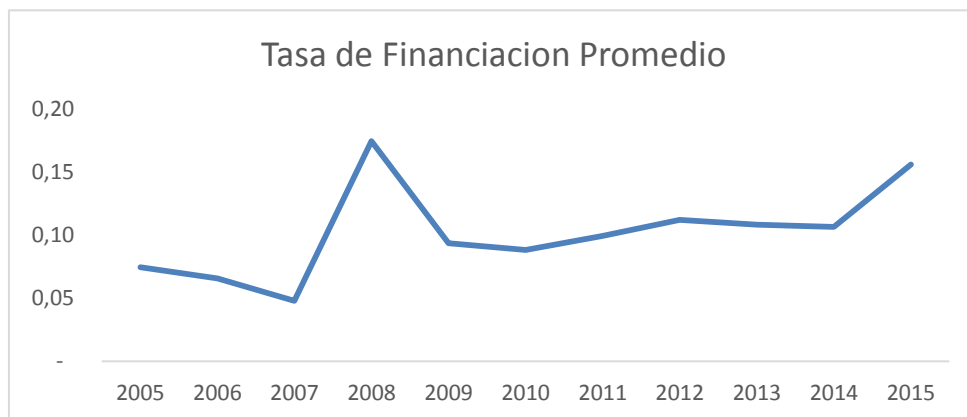
Endeudamiento



Financiación de la inmovilización

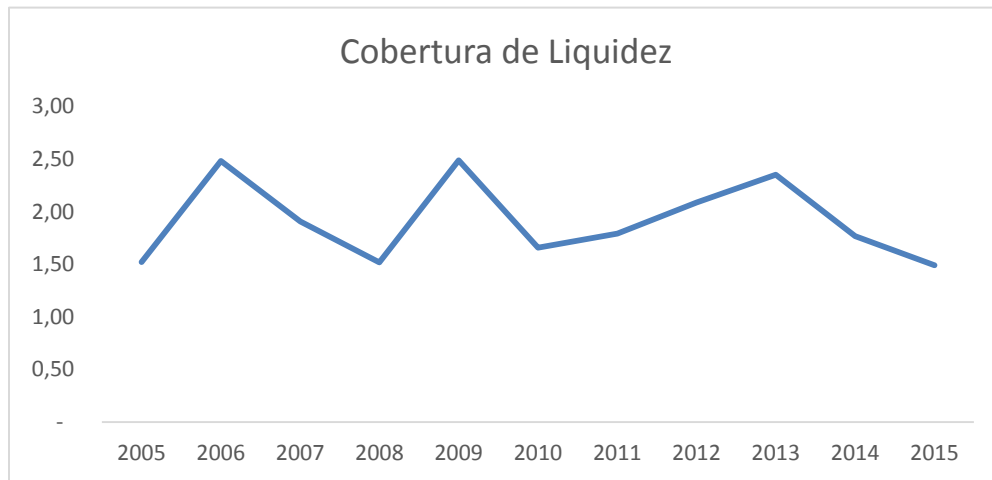


Tasa de financiación promedio

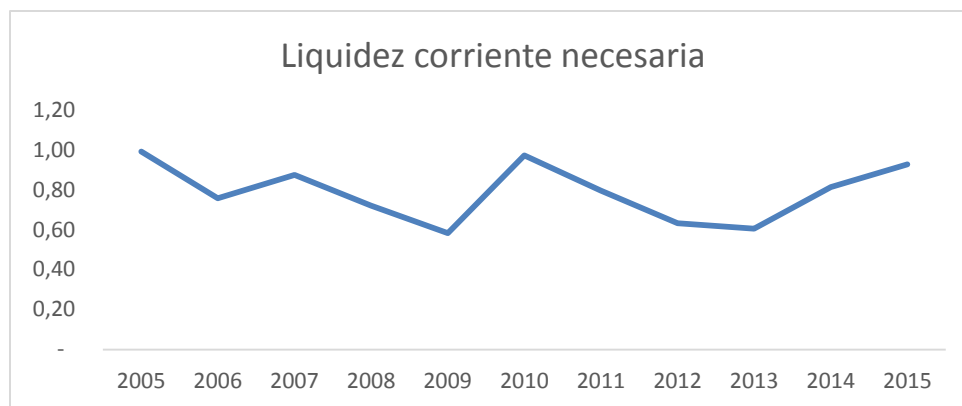


Indicadores financieros

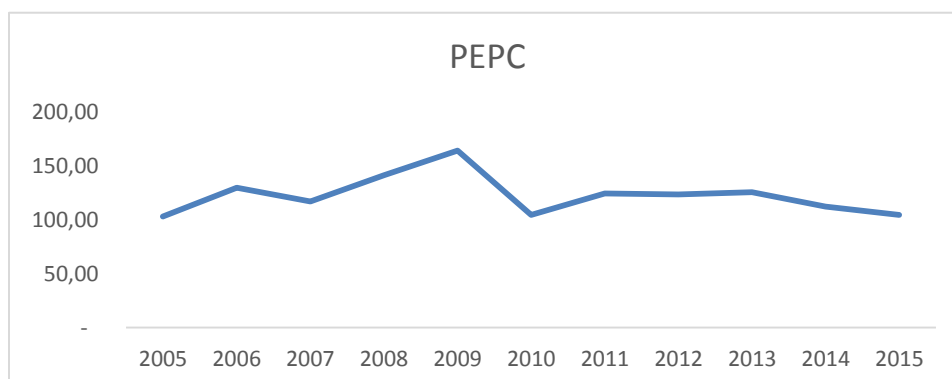
Cobertura de liquidez



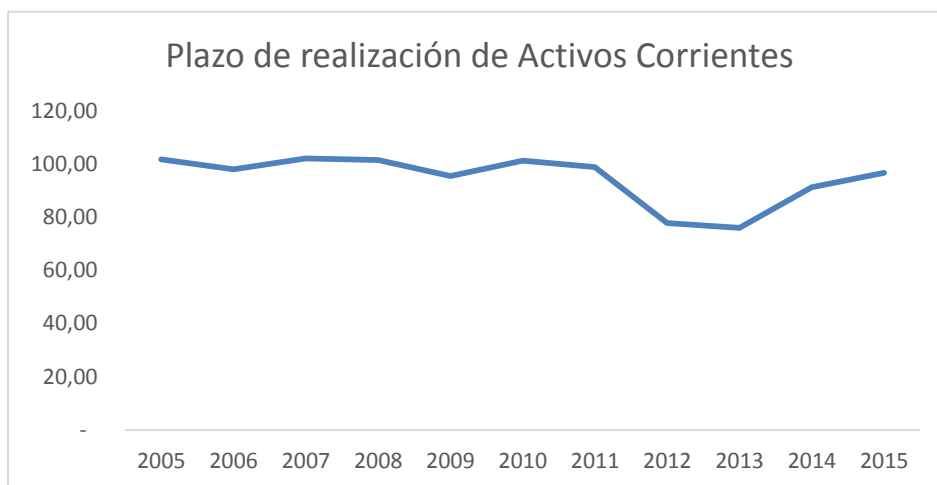
Liquidez corriente necesaria



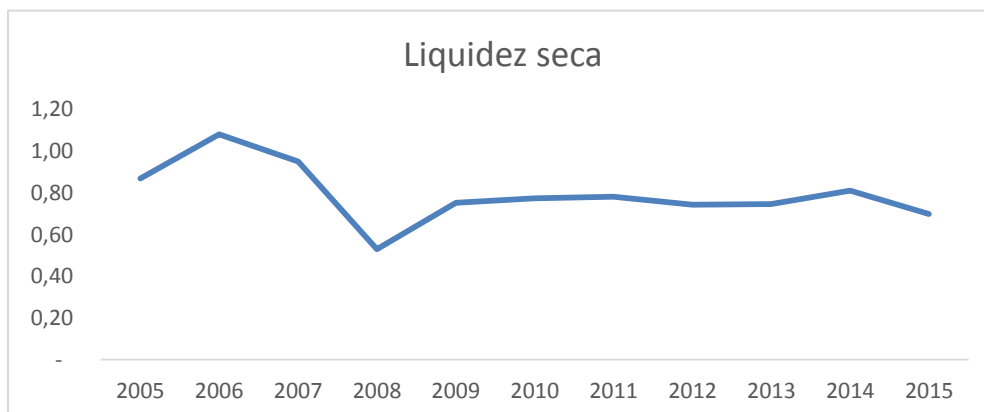
Plazo de exigibilidad de los pasivos corrientes



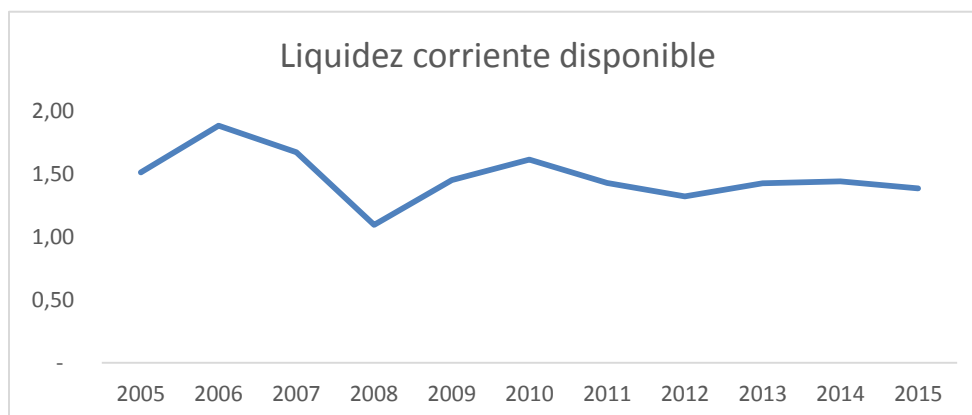
Plazo de realización de los activos corrientes



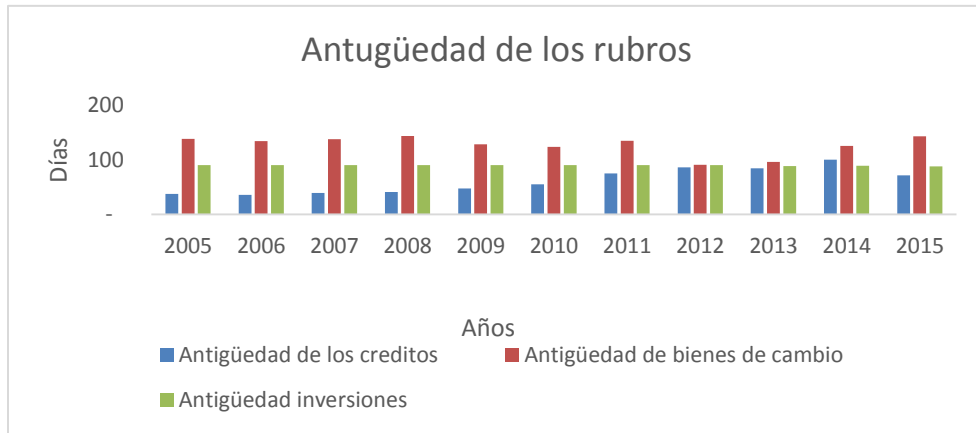
Liquidez seca



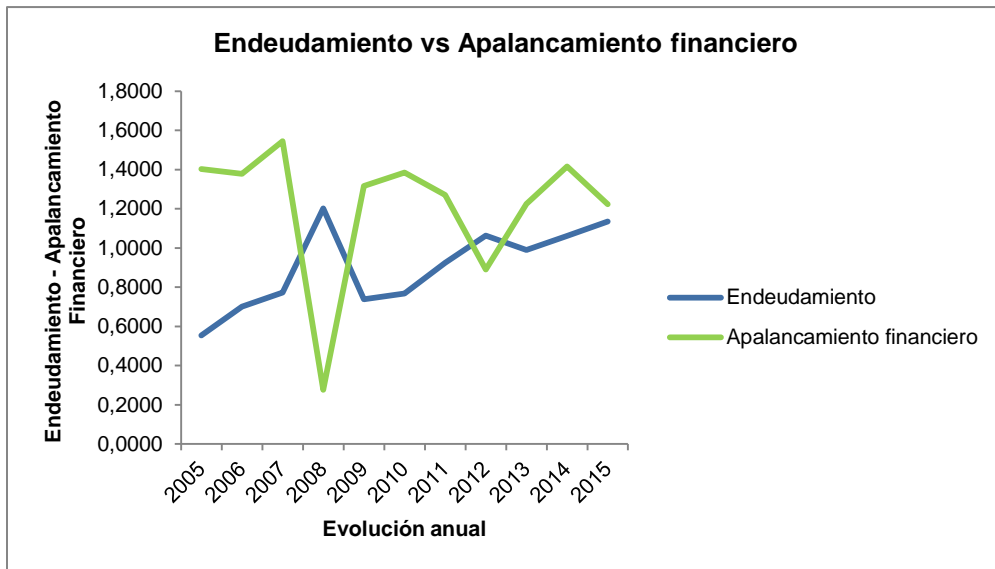
Liquidez corriente disponible



Antigüedad de los rubros



Análisis financiero



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cobertura de Liquidez	1,52	2,48	1,91	1,52	2,49	1,66	1,79	2,09	2,35	1,77	1,49
Liquidez Corriente Disponible	1,51	1,88	1,67	1,09	1,45	1,61	1,43	1,32	1,42	1,44	1,38
Liquidez Corriente Necesaria	0,99	0,76	0,87	0,72	0,58	0,97	0,80	0,63	0,61	0,81	0,93
Plazo de Realización de los Activos Corrientes	101,77	98,03	102,13	101,53	95,45	101,30	98,87	77,82	75,95	91,22	96,65
Plazo de Exigibilidad de los Pasivos Corrientes	102,66	129,35	116,80	140,92	163,87	104,14	124,15	123,17	125,41	112,07	104,15
Liquidez seca	0,87	1,08	0,95	0,53	0,75	0,77	0,78	0,74	0,75	0,81	0,70
Financiación de inmovilización	0,98	0,88	0,86	0,64	0,83	0,90	0,91	0,88	1,05	1,09	1,15
Endeudamiento	0,55	0,70	0,77	1,20	0,74	0,77	0,92	1,06	0,99	1,06	1,13

Análisis de la evolución financiera

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cobertura de Liquidez	1,52	2,48	1,91	1,52	2,49	1,66	1,79	2,09	2,35	1,77	1,49
Tendencia Cobertura de Liquidez		0,63	(0,23)	(0,20)	0,64	(0,33)	0,08	0,17	0,13	(0,25)	(0,16)
Liquidez Corriente Disponible	1,51	1,88	1,67	1,09	1,45	1,61	1,43	1,32	1,42	1,44	1,38
Tendencia Liquidez Corriente Disponible		0,25	(0,11)	(0,34)	0,32	0,11	(0,12)	(0,08)	0,08	0,01	(0,04)
Liquidez Corriente Necesaria	0,99	0,76	0,87	0,72	0,58	0,97	0,80	0,63	0,61	0,81	0,93
Tendencia Liquidez Corriente Necesaria		(0,24)	0,15	(0,18)	(0,19)	0,67	(0,18)	(0,21)	(0,04)	0,34	0,14

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Liquidez Corriente Disponible	1,51	1,88	1,67	1,09	1,45	1,61	1,43	1,32	1,42	1,44	1,38
Tendencia Liquidez Corriente Disponible		0,25	(0,11)	(0,34)	0,32	0,11	(0,12)	(0,08)	0,08	0,01	(0,04)
Activo corriente	3.459.798.141	4.228.341.861	5.201.056.645	3.683.251.216	4.018.326.600	6.078.236.973	8.813.605.532	10.645.610.827	13.391.786.632	19.729.883.348	21.010.891.101
Tendencia activo corriente		0,22	0,23	(0,29)	0,09	0,51	0,45	0,21	0,26	0,47	0,06
Pasivo corriente	2.292.537.080	2.247.437.973	3.115.574.485	3.365.151.612	2.772.859.082	3.768.970.532	6.177.997.208	8.067.895.691	9.398.154.119	13.719.167.882	15.190.959.707
Tendencia pasivo corriente		(0,02)	0,39	0,08	(0,18)	0,36	0,64	0,31	0,16	0,46	0,11

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Liquidez Corriente Necesaria	0,99	0,76	0,87	0,72	0,58	0,97	0,80	0,63	0,61	0,81	0,93
Tendencia Liquidez Corriente Necesaria		(0,24)	0,15	(0,18)	(0,19)	0,67	(0,18)	(0,21)	(0,04)	0,34	0,14
Plazo de Realización de los Activos Corrientes	101,77	98,03	102,13	101,53	95,45	101,30	98,87	77,82	75,95	91,22	96,65
Tendencia Plazo de Realización de los Activos Corrientes		(0,04)	0,04	(0,01)	(0,06)	0,06	(0,02)	(0,21)	(0,02)	0,20	0,06
Plazo de Exigibilidad de los Pasivos Corrientes	102,66	129,35	116,80	140,92	163,87	104,14	124,15	123,17	125,41	112,07	104,15
Tendencia Plazo de Exigibilidad de los Pasivos Corrientes		0,26	(0,10)	0,21	0,16	(0,36)	0,19	(0,01)	0,02	(0,11)	(0,07)

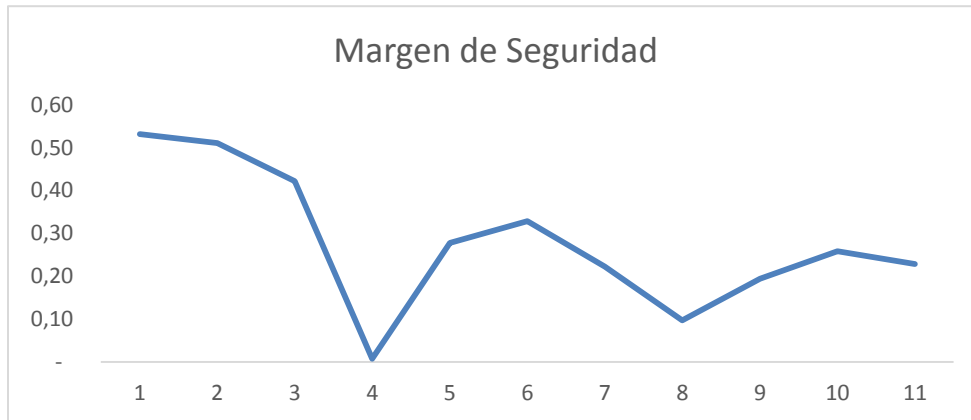
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Plazo de Realización de los Activos Corrientes	101,77	98,03	102,13	101,53	95,45	101,30	98,87	77,82	75,95	91,22	96,65
Tendencia Plazo de Realización de los Activos Corrientes		(0,04)	0,04	(0,01)	(0,06)	0,06	(0,02)	(0,21)	(0,02)	0,20	0,06
Antigüedad créditos	37,51	35,59	39,09	41,25	47,68	54,92	75,07	86,03	84,18	99,71	71,37
Tendencia antigüedad créditos		(0,05)	0,10	0,06	0,16	0,15	0,37	0,15	(0,02)	0,18	(0,28)
Antigüedad de bienes de cambio	137,77	133,62	137,07	142,87	127,79	123,46	134,40	90,65	95,80	125,15	142,61
Tendencia antigüedad de bienes de cambio		(0,03)	0,03	0,04	(0,11)	(0,03)	0,09	(0,33)	0,06	0,31	0,14
Antigüedad inversiones	90,00	90,00	90,00	90,00	90,00	89,74	90,00	90,00	88,14	88,61	87,53
Tendencia antigüedad inversiones		-	-	-	0,00	(0,00)	0,00	0,00	(0,02)	0,01	(0,01)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Plazo de Exigibilidad de los Pasivos Corrientes	102,66	129,35	116,80	140,92	163,87	104,14	124,15	123,17	125,41	112,07	104,15
Tendencia Plazo de Exigibilidad de los Pasivos Corrientes		0,26	(0,10)	0,21	0,16	(0,36)	0,19	(0,01)	0,02	(0,11)	(0,07)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Financiación de inmovilización	0,98	0,88	0,86	0,64	0,83	0,90	0,91	0,88	1,05	1,09	1,15
Tendencia financiación inmovilización		(0,09)	(0,03)	(0,26)	0,29	0,09	0,00	(0,04)	0,20	0,04	0,05
Endeudamiento	0,55	0,70	0,77	1,20	0,74	0,77	0,92	1,06	0,99	1,06	1,13
Tendencia endeudamiento		0,26	0,10	0,55	(0,39)	0,04	0,20	0,15	(0,07)	0,07	0,07
Rentabilidad de la Inversión Total Nominal	24%	23%	18%	9%	14%	18%	15%	10%	14%	18%	20%
Tendencia Rentabilidad de la Inversión Total nominal		(1%)	(23%)	(49%)	51%	26%	(17%)	(31%)	40%	26%	11%
Tasa de financiación promedio	7%	7%	5%	17%	9%	9%	10%	11%	11%	11%	16%
Tendencia tasa de financiación		(12%)	(27%)	264%	(46%)	(5%)	13%	13%	(3%)	(2%)	46%
Apalancamiento financiero	1,40	1,38	1,54	0,28	1,32	1,38	1,27	0,89	1,22	1,42	1,22
Tendencia apalancamiento		(2%)	12%	(82%)	376%	5%	(8%)	(30%)	38%	16%	(14%)

Márgenes

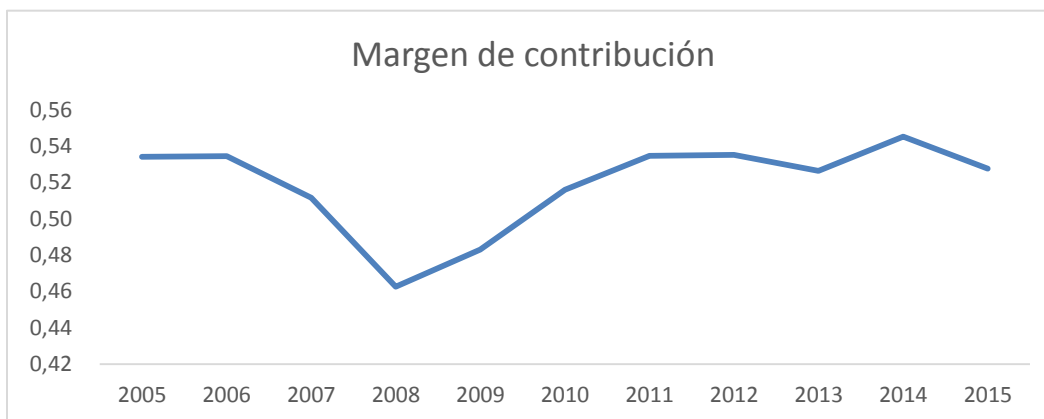
Margen de seguridad



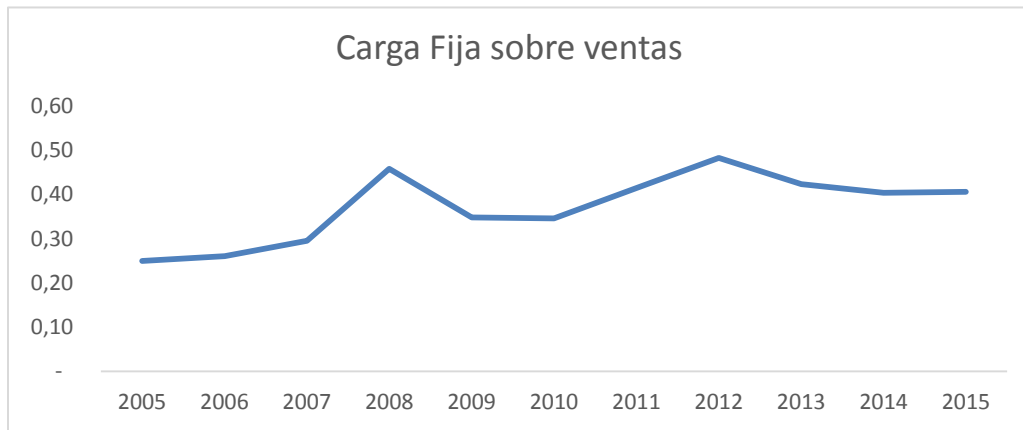
Ventas de equilibrio



Margen de contribución

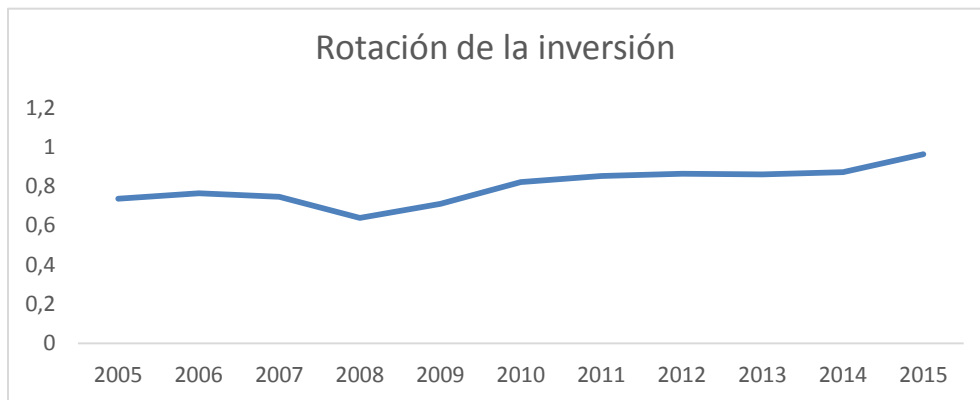


Carga fija sobre ventas

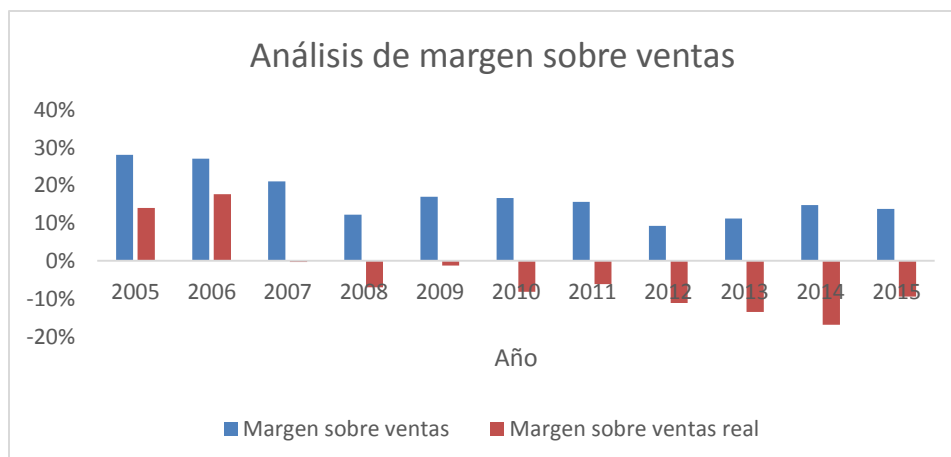


Indicadores económicos

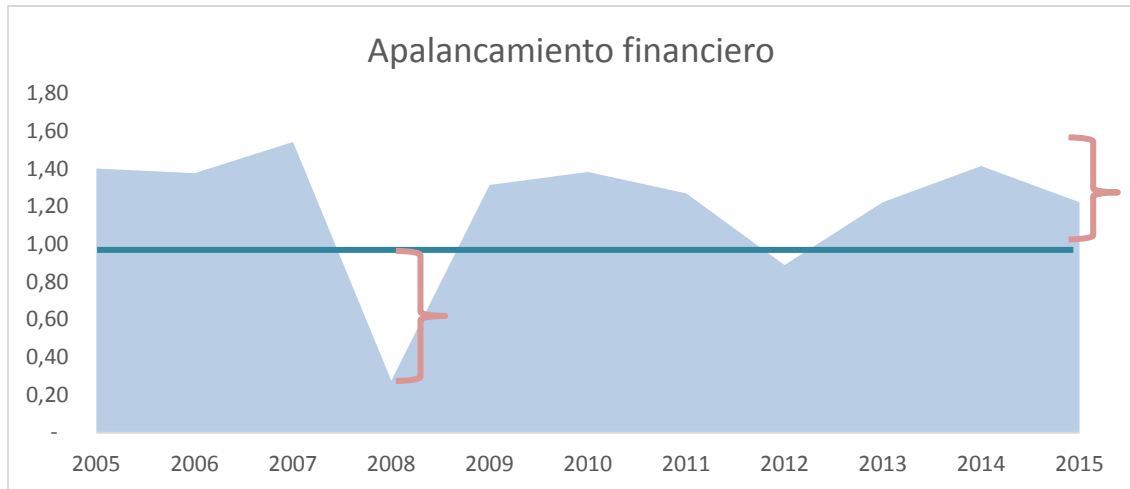
Rotación de la inversión



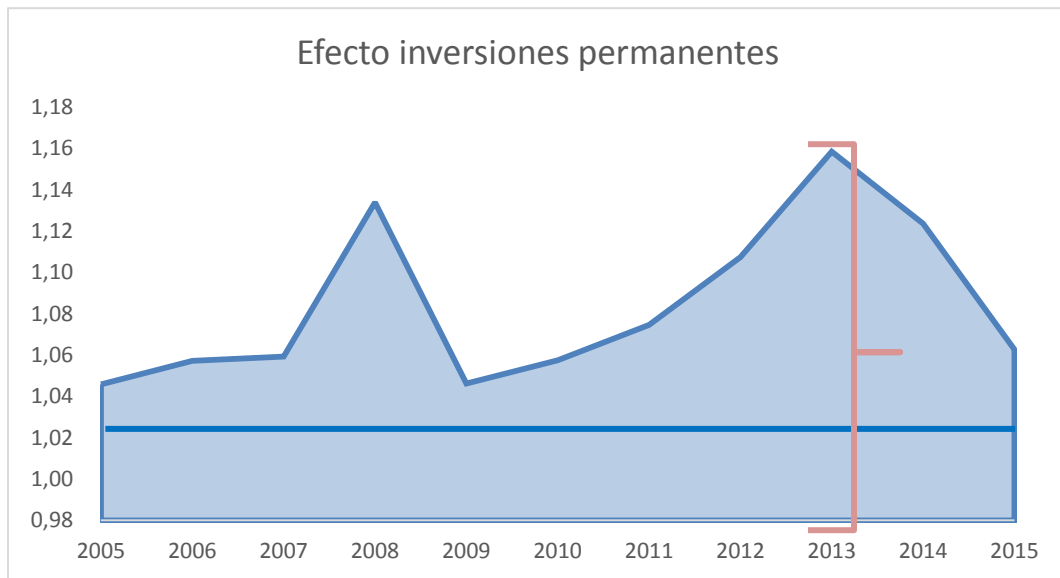
Análisis de margen sobre ventas



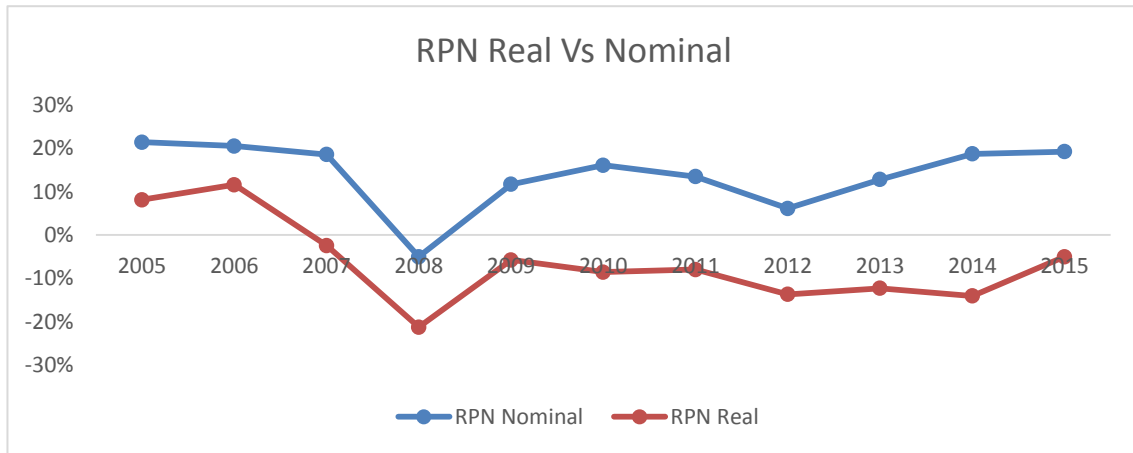
Apalancamiento financiero



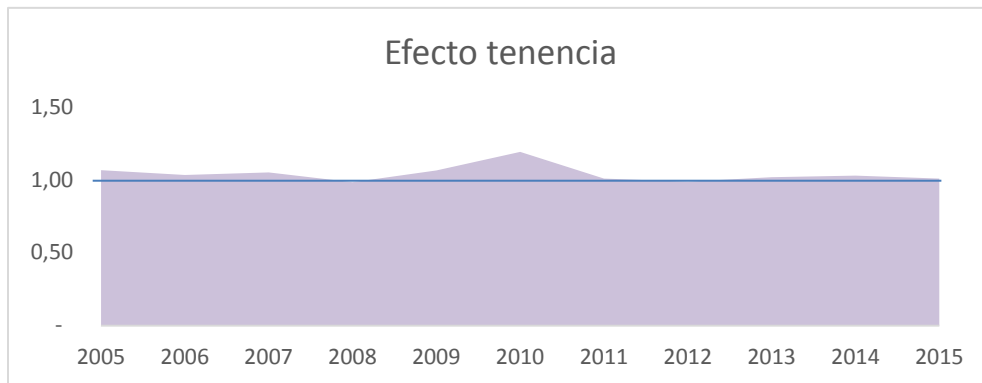
Efecto inversiones permanentes



Rentabilidad del Patrimonio Neto a valores reales y nominales



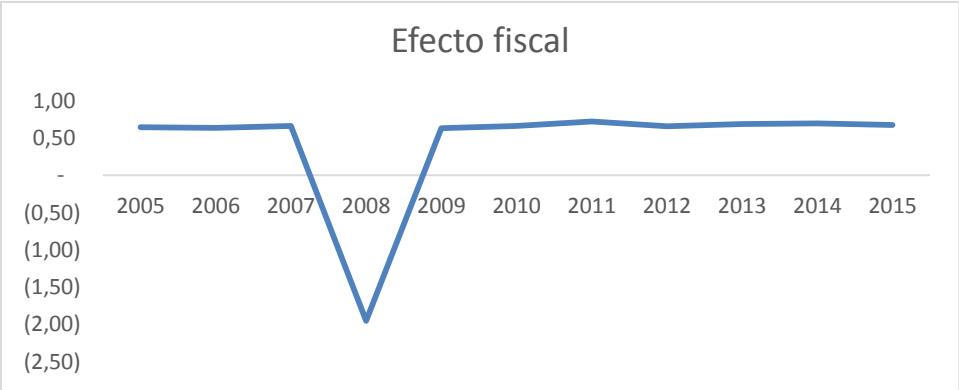
Efecto tenencia



Resultados financieros generados por activos



Efecto fiscal



Actividades que integran el sub-bloque sectorial Construcción y porcentaje de las ventas de cada actividad destinado a la construcción.

Actividad	Código de clasificación (CIIU)	Ventas que realizan a la Construcción (% de sus ventas totales)
1. Silvicultura		
Aserraderos	33111	43%
Carpintería de obra	33112	62%
2. Minerales no metálicos		
Piedra, arena y arcilla	29010	47%
Objetos de barro, loza y porcelana	36912	80%
Ladrillos comunes	36911	72%
Ladrillos de máquina	36912	80%
Cemento	36921	80%
Cal	36922	68%
Yeso	36923	75%
Mármol y granito	36993	76%
Artículos de cemento y fibrocemento	36991	52%
Mosaicos	36992	76%
Otros productos minerales no metálicos	36999	35%
3. Químicos orgánicos		
Derivados del petróleo y del carbón	35400	25%
Pinturas, barnices y lacas	35210	19%
Materiales refractarios	36913	55%
4. Metalúrgicos		
Tanques y depósitos metálicos	38131	44%
Estructuras metálicas	38132	53%
Ascensores	38291	86%
Chapas para carpintería	38134	44%
Caños y cables de luz	38393	32%

Fuente: INET en base a Basualdo, E.

Referencias:

- Actividades que le venden hasta el 45% de sus ventas a la Construcción
- Actividades que le venden entre el 46% y el 70% de sus ventas a la Construcción
- Actividades que le venden entre el 71% y el 100% de sus ventas a la Construcción