



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

16
REJ

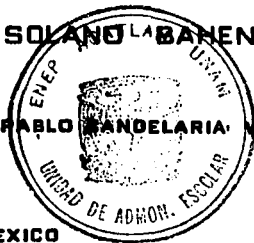
ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS
PROFESIONALES ACATLAN
FACULTAD DE ECONOMIA

"EL ANALISIS FUNDAMENTAL COMO HERRAMIENTA PARA
LA TOMA DE DECISIONES DE INVERSION EN LA
BOLSA MEXICANA DE VALORES"

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A:

ROBERTO SOLANO LA BAHENA

ASESOR: LIC. PABLO MANDELARIA WEBSTER



ESTADO DE MEXICO

1996

FALLA DE ORIGEN



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

DEDICATORIAS

**A mis queridos
Padres:**

Francisco Solano M., y Juana Bahena M., a quienes considero amigos y consejeros, de quien aprendí el valor y perseverancia con profundo amor.

A mis hermanos:

Por su cariño y ayuda.

A mi Esposa e Hijos:

Francisca Pérez de Solano, Lesley Solano P., José Roberto Solano P., por todo su cariño y comprensión.

**A mi Escuela y
Profesores:**

Que contribuyeron a mi formación profesional.

**A mi Asesor de
Tesis:**

Lic. Pablo Candelaria Webster, mi más profundo agradecimiento por el apoyo que me brindó en la realización de esta investigación.

**A mis amigos y
compañeros de
trabajo:**

Por su ayuda y comentarios a este trabajo.

EL ANALISIS FUNDAMENTAL COMO HERRAMIENTA PARA LA TOMA DE DECISIONES EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

INDICE

INDICE	PAGINA
INTRODUCCION	2
I.-EL ANALISIS FUNDAMENTAL EN EL MERCADO DE VALORES	9
1.-ANTECEDENTES	10
2.- TIPOS DE ANALISIS	16
A).-Análisis Técnico	16
B).-Análisis Económico y	19
C).-Análisis Fundamental	23
II.- BASES FINANCIERAS PARA EL ANALISIS FUNDAMENTAL	25
1.-LOS ESTADOS FINANCIEROS	26
A).-Importancia	26
B).-Principales Estados Financieros	27
B.1).- El Balance General	27
B.2).- El Estado de Resultados	30
B.3).-El Estado de Cambios en la Situación Financiera.	32
2.- HERRAMIENTAS O METODOS DE ANALISIS	34
A).- Tipos de Análisis	34
B).- Limitaciones	40
C).-Implicaciones	41
3.-DETERMINACION DE PARAMETROS FINANCIEROS	41
A).-Principales Parámetros	42
B).-Implicaciones	50
C).- Análisis Cualitativo	50
III.-EL ANALISIS FUNDAMENTAL	54
1.- CARACTERISTICAS DEL ANALISIS Y SU IMPORTANCIA	55
2.- EL ANALISIS FUNDAMENTAL DE LAS ACCIONES.	58
A).- A nivel Empresa	58
B).- A nivel Sector	57
C).-A nivel Global	59
3.- LA VALUACION DE LAS ACCIONES	59
A).- EL Análisis Bursátil	59
B).- Otras Técnicas de Valuación	75
C).- Elementos a considerar en las estimaciones de las Empresas.	80
D).- Otros mecanismos importantes para la labor de evaluación.	83
4.- RENTABILIDAD DE LA INVERSION	83
A).-Conceptos de Inversión.	83
B).- La Actualización del Valor en el Tiempo	84
C).-Cálculo de la Rentabilidad de la Inversión	85
5.- TEORIA DE PORTAFOLIOS	91
6.- EVALUACION DE PROYECTOS DE INVERSION.	96
IV.- CONCLUSIONES	100
ANEXO 1 CASO PRACTICO CEMEX, S.A.	103
BIBLIOGRAFIA	116

INTRODUCCION

INTRODUCCION.

Ante el desarrollo que va teniendo el país, surge la necesidad de contar con los conocimientos necesarios para la toma de decisiones, particularmente las relacionadas con la inversión.

El análisis bursátil cumple una función esencial dentro de la comunidad bursátil; es una técnica que busca coadyuvar a una mejor toma de decisiones para el público inversionista, sobre la base de una metodología que no termina en el simple análisis de los estados financieros, como actividad de otras disciplinas, sino más bien, la concatenación de diversos elementos de valuación de las empresas.

El manejo de las técnicas de análisis bursátil no necesariamente es un instrumento exclusivo para el gran público inversionista, sino también, permite en la vida cotidiana conocer las diferentes alternativas de inversión que existen en el mercado financiero y de ésta forma canalizar los recursos excedentes personales.

Elaborar una tesis profesional sobre este tema, significa un gran reto para el estudiante que se inicia en este campo, en donde, debido a la creciente participación del inversionista extranjero ante la firma del Tratado de Libre Comercio, se hace necesaria una mayor y eficiente información que agilice la toma de decisiones: la solución a los problemas planteados en la vida profesional, particularmente en el sistema bursátil no solo estriba en el conocimiento de las técnicas financieras, sino más aun requiere enterarse de la razón de ser y el objetivo que persigue el fenómeno en estudio, que es el de la inversión en el mercado de valores.

El propósito del presente trabajo es identificar en forma general los diversos elementos empleados en el análisis fundamental y su importancia en el proceso de toma de decisiones en el mercado accionario.

En términos generales, el sector financiero de la economía incluye a los mercados bursátiles, monetario, crediticio y cambiario. Las transacciones en estos mercados influyen y, a su vez, se ven afectadas por lo que ocurre en la oferta y demanda de bienes y servicios en el país.

Así, el precio de las acciones que se negocian en el mercado bursátil está determinado por el valor presente descontado del flujo de efectivo que las empresas emisoras puedan generar para sus propietarios; por esto, el valor de las acciones se verá afectado tanto por el comportamiento de las utilidades de las empresas como por la tasa de interés real.

Para tomar decisiones de inversión (adquirir una acción) en este mercado, existe la necesidad de evaluar correctamente los precios de las acciones (1) que se comercializan. El análisis fundamental cuenta con la metodología para estimar los precios de las acciones, permite de manera determinante detectar a las posibles señales que presenta este tipo de análisis, de ahí precisamente su importancia, para sustentar la toma de decisiones.

En otros términos, la utilización del análisis fundamental y su metodología, permite llegar a una mejor toma de decisiones para el público inversionista, en virtud de que contempla los factores más relevantes de su comportamiento, de la economía y del sector, así como de la estructura y dinámica de las empresas, que afectan el valor de los títulos (acciones) negociadas en este mercado.

(1).-Acción.- la Bolsa Mexicana de Valores en su glosario bursátil la define como el título valor que representa una de las fracciones iguales en que se divide el capital social de una sociedad anónima. Acredita los derechos de socio y su importe representa el límite de la obligación que contrae el accionista ante terceros y la empresa misma.

En el capítulo primero de este trabajo, se señala la importancia que tienen los diferentes tipos de análisis, con el propósito de que tanto el público inversionista como los interesados en el tema puedan comprender las diferentes técnicas de análisis para una mejor toma de decisiones de inversión, en el mercado de valores; se resaltan las ventajas que presenta el análisis fundamental.

El cual permite pronosticar las cotizaciones futuras de las acciones, con base en las proyecciones de las utilidades de las empresas;

Lo anterior, parte de que la oferta y demanda del mercado tienden a ajustar las acciones a su valor intrínseco, entendido éste como el valor con que cuentan las empresas en función de su generación de resultados, dado el contexto en que se desarrolla en un momento determinado.

También se pretende exponer la importancia del mercado de valores como un conjunto de mecanismos que facilitan el intercambio de bienes y servicios entre oferentes y demandantes y, a su vez, cumplir con sus objetivos de captar recursos externos y financiar las empresas con recursos hacia actividades productivas, así como presentar diversas alternativas de inversión al público inversionista que cuenta con excedentes de efectivo (patrimonio).

El objetivo es mostrar los principales rubros de los estados financieros, sus conceptos e importancia, así como su utilización como una parte básica para tener un diagnóstico de la empresa, sobre la base de la utilización de diversas técnicas de análisis financiero, así como sus limitaciones. En esta parte se pretende mostrar la importancia del comportamiento de las empresas, de una manera preliminar a través de las diferentes técnicas utilizadas, lo cual constituye la materia prima del análisis fundamental.

Derivado de lo anterior, se busca determinar las razones financieras más relevantes que, sin perder la objetividad del análisis, permitan tener una visión global sobre la situación financiera de las empresas, para profundizar más en los indicadores financieros, su impacto e implicaciones de la estructura financiera de las mismas y, de esta manera, poder contar con un dictamen de la calidad que guarda cada una de las empresas a analizar.

En el siguiente capítulo, específicamente relacionado con la evaluación de la empresa, mediante el análisis fundamental se busca a través del estudio de los factores relevantes en su operación, como: planes de inversión, mercado de sus productos, materias primas, tecnología, calidad administrativa, participación de mercado, situación laboral, restricciones fiscales, etc.

También es objeto de este capítulo, conceptualizar a la empresa en el contexto nacional, y determinar sus perspectivas, en el entorno de la economía nacional, y la influencia de las principales variables económicas, de índole positivo o negativo en el sector y, por ende, su repercusión en las empresas sujetas del análisis.

Por último, consideramos relevante reflejar las formas del cálculo de los parámetros bursátiles, así como su interpretación, que aunado con los factores de los capítulos anteriores, nos permitirán concluir sobre la viabilidad de canalizar determinados recursos para su inversión, para el público inversionista. Cabe destacar que lo anterior se concluye conceptualizando los diversos elementos de la rentabilidad de la inversión.

En el apartado de conclusiones, después de considerar las diferentes herramientas del análisis fundamental, y después de haber realizado las filtraciones adecuadas, se identifican factores de evaluación y de ésta forma integrar portafolios de inversión.

Los cuales están sujetos a cambios en el contexto de la marcha de la economía nacional e internacional, dado que el mercado de valores mexicano refleja una fuerte correlación con el crecimiento económico y el comportamiento de los mercados de valores internacionales.

Con el anterior desarrollo, éste trabajo busca:

--Demostrar la importancia y necesidad del conocimiento del análisis fundamental, dentro del marco del mercado de valores, para el público inversionista en general.

--Proporcionar de manera conjunta los diferentes elementos del análisis fundamental para su utilización en la toma de decisiones de inversión.

--Estimular la investigación de estos tópicos entre los participantes de este mercado en general, así como el desarrollo de nuevas metodologías para este tipo de análisis.

En resumen:

Identificar de forma general las diferentes metodologías del análisis fundamental y sus limitaciones, para la toma de decisiones de inversión.

Conocer la problemática actual que enfrenta el público inversionista, para poder tomar una decisión de inversión más adecuada.

Evaluar y proponer una alternativa de solución, definición de criterios, prioridades, estrategias para una mejor inversión en el mercado accionario.

Para ello se llevo a cabo investigación documental que permita analizar, evaluar y sistematizar la información, tomando tres tipos de fuentes:

a).- Información de primera mano.- principalmente la generada por la Bolsa Mexicana de Valores y entrevistas con los más destacados analistas del Mercado Mexicano.

b).- Información de segunda mano.- que se puede localizar en fuentes bibliográficas especializadas.

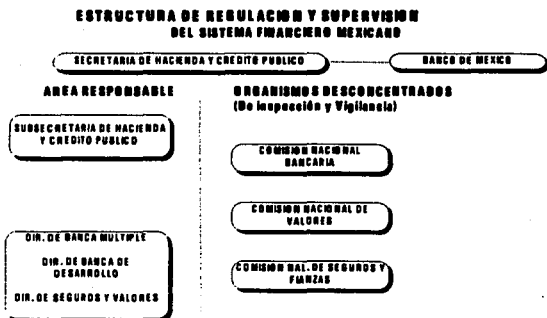
c).- Información de tercera mano.- concentrada básicamente en fuentes hemerográficas especializadas.

I.- EL ANALISIS FUNDAMENTAL EN EL MERCADO DE VALORES

I.- EL ANALISIS FUNDAMENTAL EN EL MERCADO DE VALORES.

1.- ANTECEDENTES:

Un Mercado de Valores es un conjunto de mecanismos que facilitan el intercambio de bienes y servicios entre diferentes personas o entidades, las que se pueden denominar oferentes y demandantes de valores. En este sentido, el mercado pertenece al Sistema Financiero que se define como el conjunto de instituciones que captan, administran, norman, regulan y dirigen tanto el ahorro como la inversión en el contexto político-económico del país.



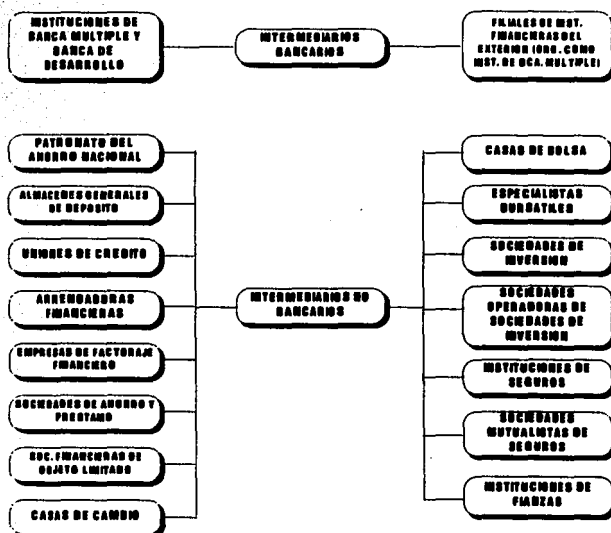
Las Bolsas de Valores surgen como producto de la evolución económica general y manifestación singular del sistema capitalista.

La Bolsa Mexicana de Valores con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1975, establece un marco jurídico idóneo para propiciar y consolidar el desarrollo y la institucionalización del Mercado de Valores de nuestro país. A partir de entonces, la bolsa dejó de ser una Institución Auxiliar de Crédito y adquirió autonomía operativa y rango financiero propio.

Así mismo, se promovió el surgimiento de las Casas de Bolsa como organismos básicos de intermediación. Y en febrero de 1976 cambió su razón social por la actual de Bolsa Mexicana de Valores, S.A., de C.V.

La Bolsa Mexicana de Valores es una institución privada, organizada como Sociedad Anónima de Capital Variable, y es la única autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para operar en México. Esta regulada por la Ley del Mercado de Valores y vigilada en su funcionamiento por la Comisión Nacional de Valores.

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

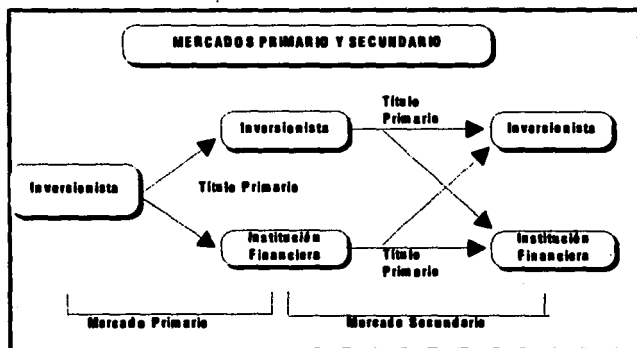


Entre las funciones más importantes de la bolsa destacan:

- Proporcionar locales adecuados para que los Agentes y Casas de Bolsa efectúen sus operaciones;
- Supervisar que las operaciones que realicen sus socios se lleven a cabo dentro de los lineamientos legales;
- Vigilar la conducta profesional de los Agentes de Bolsa y Operadores de piso se rija conforme a los más elevados principios de ética profesional;

- Cuidar que los valores inscritos en el registro satisfagan las demandas locales correspondientes para ofrecer las máximas seguridades a los inversionistas;
- Difundir ampliamente las cotizaciones de los valores;
- Difundir las características de los valores inscritos en sus pizarras y de las empresas emisoras.

Respecto a los mercados negociados en la bolsa, cabe mencionar que se clasifican como mercado primario y secundario. Se entiende como: primario aquel en el cual los fondos llegan a los emisores de valores primarios a través de las colocaciones o venta de títulos primarios que dichos emisores realizan. Mientras que el mercado secundario se refiere a un mercado de reventa tanto de títulos primarios como de los títulos secundarios en el cual los fondos que se manejan ya no llegan a los emisores de los títulos primarios.



Tomando como criterio los plazos de vencimiento, los títulos o valores primarios y secundarios se clasifican en títulos de mercado de dinero y títulos de mercado de capitales. Definiéndose el mercado de dinero como los instrumentos, títulos financieros o valores de corto plazo (plazo de vencimiento generalmente menor a un año). Como mercado de capitales se entiende como los instrumentos, títulos financieros o valores de mediano y largo plazo (vencimientos generalmente mayores a un año).

**INSTRUMENTOS QUE CONFORMAN LOS MERCADOS DE DINERO Y DE CAPITALLES
EN MEXICO**

EMISOR	MARKETADO DE DINERO	MARKETADO DE CAPITALLES	MARKETADO DE METALES
GOBIERNO FEDERAL	CETES BONOS TESORONOS AJUSTABONOS CDO's	BONOS	CENTENARIOS ONZAS TROY PLATA CEPLATAB
EMPRESAS PRIVADAS	PAPEL COMERCIAL PAQARES EMPRESARIALES	ACCIONES OBLIGACIONES CERT'S	
EMPRESAS PARAESTATALES	PAPEL COMERCIAL PETROPAGARES	ACCIONES OBLIGACIONES	
BANCOB	AB'S PAQARE BURSATEL PRIV	ACCIONES BONOS DE INFRAESTRUCTURA BONOS DE VIVIENDA BONOS DE DESARROLLO PAQARES DE MEDIANO PLAZO	
ALMACENES DEPOSITO	GRALES. DE BONOS DE PRENDA		

En mercado de renta variable, se entiende como los títulos o valores cuyo rendimiento no puede determinarse mediante algún mecanismo predefinido de cálculo.

Su rendimiento esta en función del desempeño económico-financiero de su emisor, de las fluctuaciones del mercado (oferta y demanda), o bien de ambos. Otra característica de este tipo de títulos consiste en que su vencimiento no esta determinado. Esto es, tienen un plazo prácticamente indefinido, en este caso se encuentran las acciones.

A continuación se presenta de forma desglosado el mercado de capitales por sector de inversión.

MERCADO DE CAPITALES.					
SECTOR	RENDA FIJA			RENDA VARIABLE	
	INSTRUMENTO	PLAZO		INSTRUMENTO	PLAZO
GOBIERNO FEDERAL	BONOS TESOROS	10 AÑOS 10 AÑOS			
BANCO	CPI'S PAGARES DE MED.	3 AÑOS MAXIMO 3 AÑOS		ACCIONES	INDEFINIDO
SOCIEDADES MERCANTILES	OBLIGACIONES OBLO TELMEX	3-7 AÑOS 15-20 AÑOS		ACCIONES	INDEFINIDO

Los instrumentos de renta variable, debido a que están vinculados al mercado (oferta y demanda), le dan a este tipo de inversión un factor de riesgo que puede provocar, según lo acertado de la selección tanto de los papeles que han de integrarse a un portafolio, como del momento en que se lleven a cabo las compras y ventas de los mismos, que el inversionista pueda lograr un alto rendimiento sobre su capital o bien una mayor o menor pérdida de éste.

De lo anterior, se deriva la importancia del análisis bursátil el cual se ha ido desarrollando en forma paralela a los mercados de capitales, buscando determinar cuales son los factores que inciden en los precios de las acciones y cuales pueden ser los acontecimientos futuros, económicos, políticos, etc., que expliquen los niveles de precio a que pueda encontrarse la acción en el corto, mediano y largo plazo.

En su esfuerzo por lograr este objetivo, los analistas bursátiles han desarrollado diversas técnicas y teorías, las cuales según los criterios básicos en que se apoyan, han sido agrupadas en las llamadas "Escuelas del Análisis Bursátil".

El análisis es el instrumento por medio del cual la utilización de ésta metodología demuestra su importancia al proporcionar de manera conjunta los diferentes elementos del análisis y a través de éstos, llegar a una mejor toma de decisiones de inversión.

2.-TIPOS DE ANALISIS.

A).-ANALISIS TECNICO:

Un tipo de análisis que trata de ayudar a tomar decisiones para obtener utilidades a plazos menores, consiste en estimar los precios futuros de las acciones, con base en los precios pasados, a través de registros gráficos (punto y figura, promedios móviles, barras, etc). el análisis técnico, afirma que los precios de las acciones en el presente están influenciados por los pasados, esto debido a que los inversionistas tienen cierta forma de operar más o menos estandarizada que vienen a constituir patrones; esta aseveración constituye la base de toda su teoría, considerando que esto se cumple debido a que los inversionistas tienen cierta forma de operar más o menos estandarizada, que vienen a constituir patrones. éstos patrones de comportamiento existen debido a que la generalidad de inversionistas en situaciones similares tienden a actuar en forma parecida (2).

Los técnicos consideran que existen una infinidad de factores tanto racionales como irracionales que influyen directamente sobre el precio de la acción. Ellos suponen que dichos factores son ajustados automáticamente por la oferta y demanda, viéndose reflejados en el precio de la acción. Con base en los patrones que se registran en las gráficas, se trata de determinar las dimensiones de las fuerzas de oferta frente a la demanda, deduciendo de dicho enfrentamiento la probable próxima tendencia del mercado o una acción en particular.

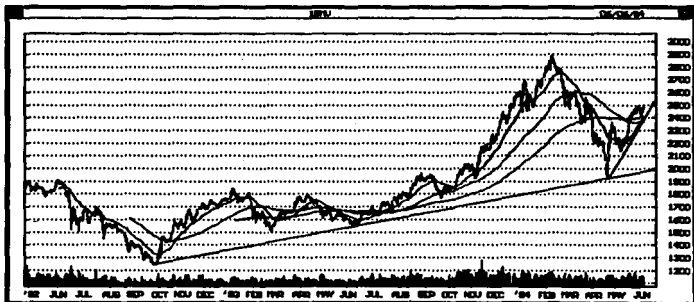
(2).- Para mayor profundidad consultar la siguiente bibliografía:

- Pring Martin J. Technical Analysis Explained, segunda edición, editorial Mc Graw Hill.
- Instituto del Mercado de Valores, A.C., El Análisis Técnico, México D.F., 1983.
- Bolsa Mexicana de Valores, S.A.de C.V. How to Invest in México a Guide to the Securities Market, edición 1980.
- Guerra Vera Roberto. Herramientas del Análisis Técnico, Instituto Tecnológico de Estudios Superiores de Monterrey, Monterrey, N.L., 1975.
- Ramírez Carlos y Resendiz Juan José. Aplicación del Análisis Técnico al Mercado Bursátil, Universidad Iberoamericana, México D.F., 1981.

Este tipo de análisis tiene sus fundamentos técnicos en los siguientes principios:

- El valor de mercado es determinado solamente por la interacción de la oferta y demanda.
- La oferta y la demanda son gobernadas por una variedad de factores racionales e irracionales. Incluidos en éstos factores están aquellos sobre los cuales descansan los principios de análisis fundamental, así como opiniones, actitudes y suposiciones. El mercado pondera todos estos factores continua y automáticamente.
- Sin tomar en cuenta las pequeñas fluctuaciones en el mercado, los precios de las acciones se mueven en tendencia que persiste por periodos considerables.
- Los cambios en las tendencias son motivadas por cambios en las relaciones de oferta y demanda. Estas fluctuaciones, sin importar el porque ocurran, pueden ser detectadas tarde o temprano en la acción misma del mercado.

A continuación se presenta un ejemplo del análisis técnico aplicado al Índice de la Bolsa Mexicana de Valores al 6 de junio de 1994:



COMPORTAMIENTO HISTORICO:

Durante los últimos 5 años, el comportamiento del índice ha sido con un saldo positivo. Siendo el más prospero, el rendimiento del año de 1991, en el cual se reflejó una ganancia real del 92%, le siguen en ese orden 1989 con una cifra de 65.5% y 1988 con 32%. Por otro lado, los años con menor crecimiento fueron 1990 y 1992 con crecimientos marginales de 15.5% y 9.4% respectivamente. Posteriormente, y después de haber alcanzado un máximo histórico en los 2,896 puntos (9 de febrero de 1994), el índice presenta una caída significativa hasta finales de abril, periodo en que se corrigió el 33%. Sin embargo, en el mes de mayo se experimentó un rally que alcanzó un crecimiento cercano al 30%, al pasar el principal indicador de 1930 a los 2,500 puntos, en lo que va del año de 1994 y al cierre del 7 de junio el rendimiento acumulado es negativo con del orden de 5.6% en términos nominales.

TENDENCIA DE LARGO PLAZO:

Debido a que el principal indicador del mercado, se mueve dentro de un canal primario ascendente, la tendencia en ese periodo es de alza, sin embargo, en el mediano plazo la tendencia es de baja, ya que el índice se ubica por debajo del máximo de febrero de 1994 (2900 puntos).

TENDENCIA DE CORTO PLAZO:

Después de la baja de los meses de marzo y abril, el índice presenta una reacción que lo ubico nuevamente dentro de una tendencia de alza, este cambio de tendencia alcista se confirmó a finales de mayo, cuando el índice cruzó la resistencia registrada en los 2,360 puntos. En este último nivel se espera que el mercado vuelva a encontrar soporte, después del regreso que experimentó al tocar los 2,500 puntos.

FORMACIONES TECNICAS:

En el corto plazo el patrón técnico dentro del cual el índice nos señala el cambio de tendencia a alza, fue de una "V corregida", es importante señalar que esta figura se validó en base al comportamiento del volumen, el cual fue de orden ascendente conforme se cumplió la figura, en tanto en el largo plazo el índice se ubica dentro de una figura técnica de canal ascendente.

INDICADORES TECNICOS:

En base al alza experimentada el en último mes, algunos indicadores técnicos (fuerza relativa, osciladores) registran niveles de sobre compra en el corto plazo. Lo que estaría indicando un posible periodo de debilidad en la fase ascendente, pero sin que se diera un cambio de tendencia a la baja. Y esto se puede reflejar de manera más clara en los movimientos de los promedios móviles, los cuales presentan convergencia con el alza de mercado, y aun más importante es el hecho de que los de corto plazo estén cruzando al alza a los de mediano plazo. Por lo tanto, se puede concluir que las señales técnicas en base a los indicadores son positivas, y muestran fortaleza para darle impulso a un nuevo rally del índice en el corto plazo.

NIVELES DE SOPORTE Y RESISTENCIA:

Técnicamente los soportes que actualmente presenta el mercado mexicano, están registrados de la siguiente forma, un primero de corto plazo en los 2,360 puntos, un segundo de mediano plazo en los 2,140 puntos y un tercero de largo plazo sobre las 1,930 unidades. En tanto, las resistencias se ubican en el corto plazo en los 2,500 puntos, y la de mediano plazo se ubica en los 2,900 puntos.

PERSPECTIVAS TECNICAS:

En función de todo lo anterior, la expectativa técnica para el índice de la Bolsa Mexicana de Valores es el siguiente: En el corto plazo y durante los meses de junio y julio el mercado pueda desenvolverse en un periodo de lateralidad, con mucha volatilidad y dentro de un rango ubicado entre los 2,630 y los 2,360 puntos. Posteriormente la perspectiva es de un movimiento de baja donde se encontraría un soporte sólido en el nivel de los 2,140 puntos (nivel que si se rompe implicaría un cambio de tendencia a la baja y la búsqueda de un apoyo en los 1,930 puntos), sin embargo, durante la última parte del presente año se espera una recuperación importante, que pudiera dirigir al principal indicador a niveles cercanos al máximo histórico de los 2,900 puntos, este movimiento se daría principalmente durante el cuarto trimestre del año. Así mismo, no se prevé que en lo que resta de 1994 se pueda cruzar a la alza en nivel antes mencionado.

B).-ANÁLISIS ECONOMICO.-

La clasificación de análisis económico varía en las Casas de Bolsa, dado que algunas lo tienen englobado en lo que es el análisis fundamental y otras de forma separada. En una economía como la de México, es indispensable entender el vínculo tan estrecho que existe entre el Mercado de Valores con todos los factores macroeconómicos (crecimiento económico, inflación, tasas de interés, tipo de cambio, empleo, inversión, etc), domésticos e internacionales, por su incidencia en el comportamiento del Mercado de Valores y en las empresas inscritas en la misma.

Tratando de reflejar de manera esquemática la incidencia de las variables económicas en el análisis de las empresas podemos señalar los siguientes comentarios (al primer trimestre de 1994):

CRECIMIENTO ECONOMICO: El lento crecimiento económico de México es reflejo de que los diferentes sectores de la Economía se encuentran en un periodo de atonía, propiciado por las expectativas de cambio de gobierno e inestabilidad política. En nuestro caso práctico de Cemex, esta empresa registro al primer trimestre de 1994 una caída en términos reales de 2.3% y 25.5% en sus ventas totales y resultado neto respectivamente en relación con igual periodo de 1993.

Situación que se explica en buena parte por el marginal crecimiento económico del país, el Producto Interno Bruto (PIB) se situó en 0.4% y 0.5% al cierre de 1993 y al primer trimestre de 1994 respectivamente. Situación que se refleja en el comportamiento de la industria de la construcción al reflejar crecimientos del orden de 3.1% y 4% en los periodos anteriormente señalados, cifras que refleja en carácter procíclico (crecimiento por arriba o abajo en mayor o menor proporción al crecimiento del PIB nacional) de esta tipo de industria en relación con el crecimiento del país.

Este evento se tradujo en menores volúmenes de venta de su principal producto que es el cemento, aunque también hay que señalar que otro elemento que ha incidido negativamente ha sido la resolución de parte del Departamento de Comercio de E.U., en relación con los impuestos dumping.

TASAS DE INTERES: El aumento o disminución en las tasas de interés domesticas e internacionales tienen su impacto en los resultados de las empresas, derivado de los montos de sus pasivos. Como consecuencia, del crecimiento económico de E.U., (país con el cual comerciamos alrededor del 80%, por ende del cual tenemos una importante dependencia), y las altas presiones inflacionarias, tomaron como medida el aumentar sus tasas de interés como medida de escape, situación que se reflejó de manera importante como variable externa en las empresas mexicanas que cuentan con altos niveles de apalancamiento en moneda extranjera.

Por el otro lado, la reacción en México ante tal situación fue elevar la tasa líder (cetes al 18%) como medida de evitar una posible fuga de capitales, aspecto que provocó un efecto multiplicador en las empresas domesticas, dado que también han incurrido en créditos en moneda nacional, con la respectiva consecuencia de un aumento sustancial en los intereses (carga financiera) reflejados en el costo integral de financiamiento (CIF). En nuestro caso práctico de Cemex, se observó que los intereses pagados crecieron el 14% al primer trimestre de 1994 en relación con el primer trimestre de 1993, aunque cabe mencionar que de forma neta (intereses pagados menos los ganados) tuvo una menor repercusión.

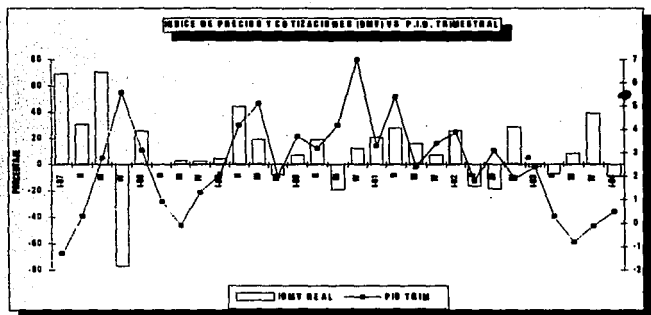
TIPO DE CAMBIO: La depreciación del tipo de cambio de 8% en el primer trimestre de 1994 ha impactado de forma importante a las empresas mexicanas importadoras y exportadoras, prueba de lo anterior, es que de una muestra de 82 empresas registradas en la Bolsa Mexicana de Valores, mientras que en el primer trimestre de 1993 registraron una utilidad en cambios del orden de 77.7 millones de nuevos pesos, al primer trimestre de 1994 reflejaron una pérdida en cambios de 4,659.5 millones de nuevos pesos. En nuestro caso práctico de Cemex, en las fechas señaladas reflejó un crecimiento sustancial al pasar de 22.8 millones a 434.8 millones de nuevos pesos (5.9% y 150% como proporción del resultado neto respectivamente), situación que se traduce en menores márgenes de utilidad.

INFLACION: Esta variable económica aunque no ha reflejado movimientos importantes incide en el resultado por posición monetaria (rubro del costo integral de financiamiento) por el efecto de actualización por inflación en los activos y pasivos monetarios de las empresas, lo cual les arroja una situación activa o pasiva en la medida que los activos o pasivos sean mayores.

De una muestra de 82 empresas inscritas en bolsa al primer trimestre de 1993 y 1994, se observó que su resultado por posición monetaria resultó ser pasiva (es decir, sus pasivos monetarios fueron mayores a los activos monetario) situación que amortiguó el impacto de las variables señaladas en los párrafos anteriores en el costo integral de financiamiento, dado que dichas cifras pasaron de (1,466.1 millones de nuevos pesos a 909 millones del primer trimestre de 1993 al de 1994 respectivamente), lo cual denota su menor impacto favorable el CIF. En el caso de nuestra empresa de estudio (Cemex) se reflejó la misma tendencia al tener una repercusión en la utilidad neta del 65% al 58% en los periodos mencionados respectivamente.

Los comentarios anteriores reflejan la imperiosa necesidad de que los analistas fundamentales cuenten con la concepción y el efecto de las variables económicas en el desarrollo de las empresas y por medio de esto poder definir satisfactoriamente sus perspectivas futuras ante el movimiento de estas variables.

A continuación como ejemplo, presentamos una de las variables mas importantes de la economía y su incidencia en el desarrollo del mercado de valores.



Nota: en la gráfica anterior (datos trimestrales), se puede observar como el comportamiento económico es un elemento importante dentro de la trayectoria del mercado de valores, debido a que genera expectativas en las rentabilidades de las empresas, por ende, un cambio en las estrategias de inversión en acciones.

C).-ANALISIS FUNDAMENTAL

El análisis fundamental es una técnica que tiene por objetivo el emitir una opinión sobre la situación presente y futura de una empresa, cuyas acciones están inscritas en la Bolsa de Valores para que, de esta manera, los usuarios de la información sustentan una decisión oportuna de compra o venta de dichos valores. El estudio de una empresa comprende dos aspectos: los elementos cuantitativos y cualitativos.

Todos los analistas coinciden en señalar que el factor básico que determina el precio de las acciones es la utilidad que la empresa es capaz de generar, ya que los accionistas, al ser co-propietarios de ella, tienen derecho a una parte proporcional de los beneficios en razón directa de su participación en el capital social. Así mismo, coinciden en que los factores que influyen en la cotización de un valor son de dos tipos básicamente: aspectos cuantitativo y cualitativo.

Entendiéndose por **análisis cuantitativo** la evaluación de la empresa a través de las herramientas del análisis financiero, es decir, la situación interna que guarda la empresa en un momento dado.

Por lo que respecta al **análisis cualitativo**, consiste en evaluar los aspectos externos a la información financiera de la empresa, como: calidad de la administración, planes y estrategias, oportunidades de mercado, investigación y desarrollo de nuevos productos, ciclos de vida del producto, recursos humanos , etc (ver página 51).

Considerando los puntos anteriores, se puede decir, que una mejor toma de decisiones de inversión debe contar con la aplicación de estas técnicas.

Este estudio se enfoca en la importancia del análisis fundamental, sin embargo, no debe de dejarse a un lado el análisis técnico y económico, ya que se ha comprobado que una mejor toma de decisión es cuando se cuenta con una conjugación de estas tres áreas y de esta manera es posible decir " que acciones comprar o vender, cuando comprar o vender y cual es la perspectiva de la acción que compro".

II.- BASES FINANCIERAS PARA EL ANALISIS FUNDAMENTAL.

II.- BASES FINANCIERAS PARA EL ANALISIS FUNDAMENTAL.

1.-LOS ESTADOS FINANCIEROS:

A).- IMPORTANCIA:

Los Estados Financieros son la parte esencial de la información financiera, la cual además de ser de primera necesidad para la gerencia, es de gran utilidad para el usuario en general, para que este pueda desprender sus conclusiones de como esta cumpliendo la empresa con sus objetivos financieros, expresados en su rentabilidad y fortaleza financiera.

Los Estados Financieros son "aquellos documentos que muestran la situación económica de una empresa. La capacidad de pago de la misma, a una fecha determinada, pasada o presente o futura; o bien, el resultado de operaciones obtenidas en un periodo o ejercicio pasado, presente o futuro, en situaciones normales o especiales" (3).

De ahí se desprende que los Estados Financieros básicos comprenden el Balance General; el Estado de Perdidas y Ganancias o Estado de Resultados; y el Estado de Origen y Aplicaciones de Recursos, así, como las notas que son parte integrante de los mismos (4).

Estos Estados Financieros deben de revelar aspectos generales sobre el desempeño de la entidad económica, específicamente lo que se refiere a su estructura financiera, cambios en la misma, liquidez, capacidad de pago, productividad y rentabilidad.

(3).-Ver, Perdomo Pedro. Análisis e Interpretación de los Estados Financieros, Editorial Ecos, México D.F. 1992.

(4).-Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C. Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, México D.F., Edición 1993.

B).-PRINCIPALES ESTADOS FINANCIEROS:

B.1).- EL BALANCE GENERAL.

Es el documento que muestra en unidades monetarias la situación financiera de una empresa o entidad económica en una fecha determinada, por lo que se dice que es un estado estático. Este estado comprende información clasificada y agrupada en tres categorías o grupo principales: Activo, Pasivo y Capital. En cuanto a su importancia, es un estado principal y se considera el estado financiero fundamental o el mas importante, por representar la situación económica y capacidad de pago de una empresa.

Como Activo se entiende el conjunto o segmento, cuantificable, de los beneficios económicos fundamentales esperados y controlados por una entidad, representados por efectivo, derechos, bienes o servicios, como consecuencia de transacciones pasadas o de otros eventos ocurridos (5).

Los pasivos se refieren al conjunto o segmento, cuantificable, de las obligaciones de una entidad particular, virtualmente ineludibles, de transferir efectivo, bienes o servicios en el futuro a otras entidades, como consecuencia de transacciones o eventos pasados (5).

Por lo que respecta al Capital Contable, este se entiende como el derecho de los propietarios sobre los activos netos que surge por aportaciones de los dueños, por transacciones y otros eventos o circunstancias que afecten una entidad y el cual se ejercen mediante reembolso o distribución (5).

(5) Ver, Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C. "Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, México D.F., edición 1990.

CEMEX, S.A.
ESTADO DE SITUACION FINANCIERA
PRINCIPALES CUENTAS EN MILES DE N\$

Balance General	I-TRIM-93		I-TRIM-94	
Activo Total	27,778,867	100%	27,848,801	100%
Activo Circulante	5,432,400	20%	4,873,834	18%
Clientes y Doctos x Cob.	1,319,325	5%	1,294,718	5%
Inventarios	1,289,070	5%	1,088,214	4%
Otros Activos Circulantes	506,781	2%	488,488	2%
Cuentas y Doctos x Cob.L.P.	457,632	2%	88,292	0%
Inmueble Planta y Eq. neto	15,284,459	55%	14,288,188	51%
Activos Diferidos	5,858,159	21%	5,988,488	22%
Pasivo Total	14,437,881	52%	14,828,878	53%
Pasivo Circulante	5,230,814	18%	4,888,882	18%
Pasivo Largo Plazo	8,622,678	31%	9,717,817	35%
Cred.Dif.y Venc. Circ. del P.L.P.	128,347	0%	88,288	0%
Otros Pasivos	448,041	2%	238,817	1%
Capital Contable May.	10,764,704	39%	10,418,848	38%
Capital Social	943,892	3%	881,388	3%
Prime en Venta de Acciones	2,224,388	8%	2,878,888	10%
Result. Acum. y Rva de Capital	7,052,838	26%	7,888,881	29%
Rva. para Recompra de Acciones	1,285,622	5%	1,181,888	4%
Exc.(Insuf) en Act.del Cap. Cont.	-1,138,231	-4%	-1,888,748	-7%
Resultado Neto del Ejercicio	418,274	1%	288,821	1%

Nota: Cifras actualizadas.

Este estado de situación financiera refleja por un lado, "una radiografía de la situación financiera de la empresa", es decir, su estructura financiera; su tamaño medido por su activo total y el capital contable; la integración de su pasivo total (tratando de desagregarlo en corto y largo plazo); y el resultado del ejercicio.

Por otro lado, muestra la parte medular del negocio, referente al activo circulante, el cual se integra de los recursos adquiridos por la empresa con la finalidad de realizar con ellos sus operaciones propias y normales, este rubro se caracteriza por convertirse en efectivo durante el ciclo normal de operaciones; en donde destacan el efectivo disponible, las cuentas por cobrar a clientes, y los inventarios. el comportamiento de estos renglones nos dan la respuesta de una buena o mala administración del capital de trabajo de determinada empresa.

De acuerdo con la información presentada de Cemex, se observa que sus activos totales se han incrementado en 4.3% en términos reales, situación que se explica por el comportamiento de su activo circulante, que no obstante que su activo disponible se redujo en 24% como resultado de sus necesidades de efectivo, sus cuentas por cobrar aumentaron en 5% debido a su mayor volumen de ventas y un mayor retraso en los periodos de cobranza derivado de la falta de liquidez que prevalece en la economía; asimismo, sucede que sus inventarios disminuyeron un 10% en relación con el periodo anterior, situación que se presenta no obstante un menor ritmo en el crecimiento de la industria de la construcción, perspectiva que se espera cambie dado que las estimaciones, es que la economía en 1994 presente un repunte. Por lo que se refiere a sus activos fijos, prácticamente permanecieron igual al caer marginalmente en -0.3%, los fuertes periodos de inversiones se reflejaron en forma sustancial en ejercicios anteriores.

El apalancamiento financiero de la empresa, entendida este como la relación de Pasivo a Capital, la cual se define como la medida de capacidad de la empresa para obtener financiamiento adicional.

En el caso de Cemex al primer trimestre de 1994 se refleja un crecimiento de sus Pasivos Totales del orden de 4% en relación con igual periodo del año anterior y con esto su apalancamiento se ubica en 1.35 veces de pasivo a capital, resaltando que el 29% de sus pasivos totales son de corto plazo y el restante 71% de largo plazo, lo cual les permite contar con un mayor margen de maniobra. También es importante mencionar que de sus pasivos totales el 83.2% son en moneda extranjera y el restante 16.8% en moneda nacional, los cuales se ven impactados en forma importante por los movimientos de las tasas de interés externas.

En cuanto al capital contable, este refleja un incremento patrimonial de apenas un 4% situación que se debe a no obstante que sus activos han crecido de forma importante, sus pasivos también han crecido en la misma proporción, lo cual se traduce en un menor importe de su capital.

B.2.- EL ESTADO DE RESULTADOS:

Es el estado financiero que muestra la Utilidad o Pérdida Neta, así como el camino para obtenerla en el ejercicio determinado, pasado, presente, o futuro. También se conceptualiza como el documento financiero que analiza la utilidad o pérdida neta de un ejercicio o período determinado (6). a continuación se detallan cada uno de los renglones integrantes del estado de resultados con datos de Cemex al primer trimestre de 1994:

CEMEX, S.A.
ESTADO DE RESULTADOS
PRINCIPALES CUENTAS EN MILES DE N\$.

Estado de Resultados	1993		I-TRIM-93		I-TRIM-94	
Ventas Netas	9,408,411	100%	2,454,804	100%	2,348,168	100%
Costo de Ventas	5,672,456	60%	1,436,982	59%	1,292,888	55%
Resultado Bruto	3,735,957	40%	1,015,932	41%	948,116	43%
Gastos de Operación	1,443,767	15%	367,862	15%	367,888	16%
Resultado de Operación	2,292,190	24%	628,040	26%	580,288	25%
Costo Integ. de Fin.	533,677	6%	57,439	2%	638,796	24%
Intereses Pagados	1,591,637	17%	362,130	15%	384,388	17%
Intereses Ganados	432,584	5%	57,844	2%	114,822	5%
Pérdida en Cambios	151,367	2%	24,427	1%	434,782	19%
Result. x Pos. Monetaria	-778,734	-8%	-271,274	-11%	-187,834	-8%
Otras Oper. Financieras	-288,088	-3%	62,438	3%	-391,937	-13%
Util. antes de Impuestos	2,048,401	22%	508,163	21%	348,368	15%
I.S.R. IMPAC y PTU	59,262	1%	28,073	1%	21,434	1%
Util. después de Impuestos	1,987,139	21%	480,090	20%	323,916	14%
Part. en Util. de Sub y Asoc.	23,635	0%	41	0%	6,438	0%
Util. antes de Partidas Ext.	2,010,973	21%	480,131	20%	329,384	14%
Participación Minoritaria	314,727	3%	63,857	3%	39,833	2%
Utilidad Neta	1,696,246	18%	416,274	17%	289,521	13%

Notas cifras en miles de n\$.

Su importancia radica en poder medir cuales son los diferentes elementos de su integración y su incidencia en la proporción de sus ventas totales.

(6) Ibid., p. 26

A través de este estado, podemos darnos cuenta si la empresa refleja crecimiento en ventas en términos reales; si esta incurriendo en altos costos y gastos y por ende una menor utilidad de operación; la incidencia del costo integral de financiamiento (ver incidencia en el apartado de análisis económico) principalmente referente a la carga financiera como consecuencia del apalancamiento de la empresa; si existen alguna partidas extraordinarias (no recurrentes) y por último el resultado neto, el cual medido con las ventas refleja el margen de ganancia y, en relación con el capital contable, el nivel de rentabilidad, puntos importantes dentro de la evaluación cuantitativa de determinada empresa.

En la información financiera de Cemex (caso práctico), se observa que sus ingresos se contrajeron marginalmente en 2.3% en términos reales en el primer trimestre de 1994 en relación con igual período de 1993, sus costos de energía eléctrica y transporte (los más importantes de esta industria) y sus gastos representaron el 74% de los ingresos totales (comportamiento similar en 1993), lo cual es indicativo en este caso de que la empresa cuenta con un eficiente control de sus costos y gastos (por ende su utilidad de operación es satisfactoria al representar un margen de 26%), su costo integral de financiamiento contó con un impacto negativo en el resultado neto (ver comentarios del apartado de análisis económico), la alta carga financiera (17% de los ingresos), es compensado con su Resultado por Posición Monetaria.

Por último, su resultado neto después de impuestos representa un margen del 13% (aquí se debe de comparar con el comportamiento histórico que ha presentado para poder concluir si ha mejorado su calidad financiera).

B.3- ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACION FINANCIERA:

El estado de cambios es el estado financiero básico que muestra en pesos constantes los recursos generados o utilizados en la operación, los cambios principales ocurridos en la estructura financiera de la entidad y su reflejo final en el efectivo e inversiones temporales a través de un período determinado.

Por generación o uso de recursos deberá entenderse el cambio en pesos constantes en las diferentes partidas del balance general, que se derivan de o inciden en efectivo. En el caso de partidas monetarias este cambio comprende la variación en pesos nominales más o menos su efecto monetario. La importancia de estos estados financieros esta determinada porque permite:(7):

Evaluar la capacidad de la empresa para generar recursos.

Conocer y evaluar las razones de las diferencias entre utilidad neta y los recursos generados o utilizados por la operación.

Evaluar la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones, para pagar dividendos, y en su caso, para anticipar la necesidad de obtener financiamiento.

Evaluar los cambios experimentados en la situación financiera de la empresa derivados de transacciones de inversión y financiamiento ocurridos durante el período.

(7) Ibid., p. 26, boletín b-12

En el caso de Cemex al primer trimestre de 1994, se observa que la empresa presenta una suficiente generación de recursos derivados de la operación, al ascender a n\$ 569,931 (miles), la cual es sustentada principalmente por el resultado del ejercicio (antes de partidas extraordinarias) de n\$ 329,354 (miles), también se observa que han tenido que recurrir a financiamiento ajeno del orden de n\$ 819,839 (miles). así mismo, de dichos montos canalizaron inversiones del orden de n\$ (1,342,421 miles), para finalmente contar con n\$ 1,107,288 (miles) para futuras inversiones temporales.

ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACION FINANCIERA.
DE ACUERDO AL BOLETIN B-12
PRINCIPALES RENGLONES A MARZO DE 1994 EN MILES DE N\$

CONCEPTO	IMPORTE
RESULTADO NETO ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	329,354
+ (-) PARTIDAS APLICADAS A RESULT. QUE NO REQUIEREN UTIL. DE RECURSOS.	208,917
FLUJO DERIVADO DEL RESULT. NETO DEL EJERCICIO	538,271
FLUJO DERIVADO DEL CAMBIO EN EL CAPITAL DE TRABAJO	31,680
RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) POR LA OPERACION	569,931
+ (-) PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	0
RECURSOS GENERAD. DESPUES DE PART. EXTRAORDINARIAS	569,931
FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO AJENO	819,839
FLUJO DERIVADO POR FINANCIAMIENTO PROPIO	0
RECURSOS GENERADOS (UTILIZADOS) MEDIANTE FINANCIAMIENTO	819,839
TOTAL FUENTES DE EFECTIVO	1,389,770
RECURSOS GENERADOS (UTILIZ.) EN ACTIV. DE INVERSION	-1,342,421
INCREMENT. (DECREM) NETO EN EFECTIVO E INVERS. TEMPORALES	47,348
EFECTIVO E INVERS. TEMPORALES AL INICIO DEL PERIODO	1,059,930
EFECTIVO E INVERS. TEMPORALES AL FINAL DEL PERIODO	1,107,288

Notes: fuente reporte trimestral proporcionado por la BMV.

FLUJO DE EFECTIVO VS ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACION FINANCIERA:

Aun cuando la información proporcionada por ambos estados es válida, las bases de su preparación y su significado puede en ser algunas ocasiones diferentes, debido, entre algunos aspectos, al derivado del reconocimiento de los efectos de la inflación en la información financiera. en términos generales, cuando la información financiera se presenta en pesos nominales (con baja inflación), el cambio en las partidas monetarias del balance general equivale al flujo de efectivo generado o invertido en dichas partidas.

Sin embargo, cuando la inflación es significativa y de acuerdo con el B-10 (8) que requiere la expresión de los estados financieros en pesos de un mismo poder adquisitivo, el cambio en pesos constantes de las partidas monetarias del Balance involucra, además del flujo de efectivo, la erosión o beneficio que la inflación (efecto monetario) provoco en el efectivo generado o invertido en dichas partidas.

En consecuencia el cambio en las partidas monetarias pasa de representar un flujo de efectivo al de generación o uso de recursos en pesos constantes.

Aun cuando la Comisión de Principios de Contabilidad reconoce plenamente al valor agregado que tiene la información proporcionada por el estado de flujo de efectivo, opto por requerir la presentación de un estado que reflejara los cambios ocurridos en la estructura financiera de la entidad, debidamente agrupados, resultantes, en su mayoría, de la comparación de los balances inicial y final expresados en pesos de poder adquisitivo a la fecha de este último y su impacto final en el crecimiento o decremento en el efectivo e inversiones temporales (8).

2.-HERRAMIENTAS O METODOS DE ANALISIS.

A.-TIPOS DE ANALISIS:

Por métodos de análisis, como técnica aplicable a la interpretación, podemos entender el orden que se sigue para separar y conocer los elementos descriptivos y numéricos que integran el contenido de los Estados Financieros. Existen varios métodos para analizar el contenido de los Estados Financieros; sin embargo, tomando como base la técnica de la comparación, se pueden clasificar en forma enunciativa y no limitativa como:

(8).-La Comisión de Principios de Contabilidad del Instituto Mexicano de Contadores Públicos, emitió el B-10, el cual se refiere a la reexpresión de los Estados Financieros, mediante el cual muestra los métodos de actualización que se pueden utilizar en épocas de inflación, lo cual permite obtener cifras reales o actualizadas a la fecha de la información financiera.

Método de análisis comparativo, el cual presenta informes o datos correspondientes a dos o más fechas o períodos diferentes, de manera que se pueda comparar el comportamiento de partidas similares en el tiempo.

El método de análisis de porcentajes, consistente en reducir en una serie de cantidades relacionadas con una serie de porcentajes de base dada, por ejemplo en el Balance General.

A.1.-ANÁLISIS COMPARATIVO.

En el análisis comparativo se presentan los mismos informes o datos correspondientes a dos o más fechas o períodos diferentes, de manera que se puedan comparar las partidas similares. En tanto que el análisis de razones proporciona una sola vista instantánea, ya que se refiere a un momento o período único en el tiempo, en un análisis comparativo, el analista se puede concentrar en una partida determinada y establecer si parece estar aumentando o disminuyendo año por año, así como calcular la porción de dicho cambio respecto a las partidas relacionadas. Por lo general las empresas presentan Estados Financieros comparativos (9).

Además, muchas empresas incluyen en sus informes anuales resúmenes de datos pertinentes, abarcando 5 o 10 años, que permiten al lector examinar y analizar las tendencias. Se puede concluir que la presentaciones de los estados financieros comparativos, junto con los informes anuales o de otra clase, acrecientan la utilidad de dichos informes y destaca más claramente la naturaleza y las tendencias de los cambios actuales que afectan a la empresa. A continuación, se presenta la información financiera de Cemex de manera comparativa.

(9).- Kieso Donald E. y Weygandt Jerry J., Contabilidad Intermedia, Editorial Noriega Limusa, México D.F., 1991.

CEMEX, S.A.**CIFRAS COMPARATIVAS EN MILES DE N\$**

Balance General	1992	1993	1-TRIM-93	1-TRIM-94
Activo Total	27,857,773	26,040,033	27,778,067	27,048,801
Activo Circulante	5,348,715	4,681,915	5,432,400	4,873,834
Efectivo e Inversiones	1,433,959	1,060,067	1,553,836	1,107,288
Cuentas y Doctos x Cob.	1,293,860	1,241,508	1,319,325	1,284,710
Otras Cuentas x Cobrar	585,328	779,384	701,377	910,344
Inventarios	1,357,075	1,108,687	1,289,070	1,080,214
Otros Activos Circulantes	868,493	494,051	568,791	488,488
Cuentas y Doctos x Cob.L.P.	119,685	54,988	457,632	89,292
Inversión en Acciones	783,874	607,485	442,526	1,329,888
Otras Inversiones	344,520	374,504	322,911	382,378
Inmueble Planta y Eq. neto	15,402,948	14,313,861	15,264,459	14,289,188
Activos Diferidos	5,878,031	6,007,490	5,858,159	5,986,486
Pasivo Total	14,557,882	13,062,223	14,427,861	14,028,876
Pasivo Circulante	4,852,616	3,444,576	5,230,814	4,068,862
Proveedores	552,437	415,300	503,733	488,281
Creditos Banc. y Burs.	2,877,345	1,872,803	3,412,915	2,262,827
Otros Pasivos Circ.	1,422,834	1,156,583	1,314,166	1,334,764
Pasivo Largo Plazo	9,069,630	9,308,478	8,622,678	9,717,617
Creditos Banc. y Burs.	2,342,747	3,313,358	2,155,302	3,827,843
Otros Creditos	6,758,862	5,995,120	6,467,376	6,189,874
Cred. Difer. y Venc. Circ. del P.L.P.	148,428	85,199	128,347	68,298
Otros Pasivos	457,009	223,970	448,041	238,817
Capital Contable May.	10,875,394	10,474,652	10,764,704	10,419,646
Capital Social	952,008	881,414	943,892	881,388
Prima en Venta de Acciones	2,243,431	2,077,073	2,224,308	2,876,888
Result. Acum. y Rvs de Capital	5,080,575	6,279,172	7,052,839	7,869,861
Rvs. para Recompra de Acciones	1,279,132	1,184,280	1,285,622	1,181,894
Exc.(Insur) en Actualiz.del Cap. Cont.	-715,273	-1,843,534	-1,138,231	-1,969,748
Resultado Neto del Ejercicio	2,035,521	1,698,246	416,274	289,821

Estado de Resultados	1992	1993	1-TRIM-93	1-TRIM-94
Ventas Netas	8,197,004	9,408,411	2,454,894	2,240,188
Costo de Ventas	5,122,646	5,672,455	1,438,962	1,292,888
Resultado Bruto	3,074,358	3,735,957	1,015,932	948,118
Gastos de Operación	1,068,211	1,443,767	387,892	387,988
Resultado de Operación	2,006,145	2,292,190	628,040	660,298
Costo Integral de Financiamiento	217,880	533,877	57,439	636,798
Otras Operaciones Financieras	-555,414	-288,068	62,438	-291,937
Utilidad antes de Impuestos	2,343,879	2,046,401	508,163	348,388
I.S.R. IMPAC y PTU	78,333	59,262	28,073	21,434
Utilidad después de Impuestos	2,267,346	1,987,139	480,090	326,918
Particip. en la Util. de Sub. y Asoc.	30,000	23,635	41	6,438
Utilidad antes de Partidas Ext.	2,297,346	2,010,973	480,131	329,344
Participación Minoritaria	281,825	314,727	63,657	38,833
Utilidad Neta	2,035,521	1,698,246	416,274	289,821

Es importante mencionar, que las cifras de Cemex fueron ajustadas a pesos de marzo de 1994 (pesos constantes). y que la información financiera que proporcionan las emisoras a la Bolsa Mexicana de Valores, es de acuerdo con el reconocimiento de los efectos de la inflación que requiere el boletín B-10 de la Comisión de Principios de Contabilidad del Instituto Mexicano de Contadores Públicos.

A.2.-ANALISIS DE PORCENTAJES.

Los analistas emplean también en análisis de porcentajes para evaluar a una empresa. El análisis de porcentajes consiste en reducir una serie de cantidades relacionadas a una serie de porcentajes de base dada.

Todas las partidas que aparecen en el estado de resultados se expresan con frecuencia como un porcentaje de las ventas.

El estado de situación financiera se puede analizar con base al activo total. Este análisis facilita la comparación y ayuda a evaluar la magnitud relativa de las partidas o el cambio relativo que han experimentado (10), como ejemplo se presentan las cifras de Cemex a marzo de 1994.

CEMEX, S.A.

PRINCIPALES PORCENTAJES A MARZO DE 1994

Estado de Resultados	1990	1991	1992	1993	I-trim-93	I-trim-94
Ventas Netas	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	71%	62%	62%	66%	66%	66%
Resultado Bruto	29%	38%	38%	46%	41%	42%
Gastos de Operación	14%	13%	13%	16%	16%	16%
Resultado de Operación	15%	25%	24%	24%	26%	26%
Costo Integral de Fin.	0%	-7%	3%	0%	2%	24%
Otras Operaciones Financieras	3%	3%	-7%	-3%	3%	-13%
Utilidad antes de Impuestos	12%	29%	29%	22%	21%	18%
I.S.R. IMPAC y PTU	-3%	0%	1%	1%	1%	1%
Utilidad después de Impuestos	13%	29%	28%	21%	20%	14%
Particip. en Util. de Sub. y Asoc.	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Utilidad antes de Partidas Ext.	14%	29%	28%	21%	20%	18%
Participación Minoritaria	2%	4%	3%	3%	3%	2%
Utilidad Neta	11%	26%	25%	18%	17%	13%

(10) Ibid., p.35

De acuerdo al objetivo del análisis de porcentajes, en la información de Cemex se observa que su capital de trabajo aunque reducido es positivo como resultado de las variaciones en su activo y pasivo circulante; la tendencia de su apalancamiento es creciente, como resultado de las fuertes inversiones que han tenido que realizar como empresa intensiva en capital y sus objetivos de globalización; su capital contable presenta una tendencia estable.

Sus costos han disminuido de forma importante debido a los programas de reducción de gastos y eficientización de sus plantas, aunado a sus estrategias de territorialidad lo cual les permite satisfacerse tanto de materia prima como satisfacer a sus mercados con un menor costo de transporte (punto importante dentro de sus costos); y por último, que las medidas comentadas en el punto anterior, dan como consecuencia un mayor margen neto, como se puede observar en la tendencia de la empresa comentada.

A.3.-Análisis horizontal.- este tipo de análisis se refiere básicamente al procedimiento de aumentos y disminuciones o procedimiento de variaciones, como también se le conoce, consiste en comparar los conceptos homogéneos de los estados financieros a fechas distintas, obteniendo de la cifra comparada y la cifra base una diferencia positiva, negativa o neutra (11). la importancia de este método es que nos permite poder analizar el porque de las variaciones, como ejemplo se presenta el balance general:

(11) Ivid., p.35

CEMEX, S.A.
CIFRAS EN MILES DE N\$
VARIACIONES EN RELACION CON IGUAL PERIODO DEL AÑO ANTERIOR

Balances General	1991	1992	1993	I-trim-93	I-trim-94
	Crecim. %	Crecim. %	Crecim. %	Crecim. %	Crecim. %
Activo Total	-7.09	70.25	-6.53	68.53	-2.63
Activo Circulante	5.15	90.27	-12.47	90.99	-10.30
Cuentas y Docos x Cob.L.P.	n.c.	1567.43	-54.05	n.c.	-84.86
Inversión en Acciones	-19.00	65.78	-20.48	-10.66	245.66
Otras Inversiones	-75.64	2376.35	8.70	1097.44	18.42
Inmueble Planta y Eq. neto	-7.96	38.59	-7.07	38.69	-8.91
Activos Diferidos	-12.55	200.56	2.20	n.c.	2.17
Pasivo Total	-14.67	113.11	-10.27	102.16	-2.76
Pasivo Circulante	-48.45	275.92	-29.02	183.09	-23.43
Pasivo Largo Plazo	2.29	59.29	2.30	64.19	12.69
Créditos Banc. y Burs.	-47.00	41.75	41.43	22.91	63.69
Otros Créditos	64.60	86.43	-11.27	84.69	-4.30
Cred.Difer.y Venc. Ciro. del P.L.P.	33.24	-146.78	-42.80	236.07	-46.96
Otros Pasivos	-15.01	201.32	-50.99	n.c.	-47.21
Capital Contable Mey.	8.88	39.49	-3.68	41.73	-3.21
Capital Social	-5.77	-3.06	-7.42	-2.67	-6.63
Prima en Venta de Acciones	n.c.	n.c.	-7.42	n.c.	-6.63
Result. Acum. y Rva de Capital	8.02	2.15	23.59	36.61	12.66
Rva. para Recom. de Acc.	n.c.	n.c.	-7.42	-3.09	-6.63
Exc.(Inauf) en Actualiz.del Cap. Cont.	-105.17	1727.71	129.78	262.04	73.05
Resultado Neto del Ejercicio	148.59	8.30	-16.67	-0.02	-30.45

Tal es el caso de Cemex, en donde las cifras a marzo de 1994 en relación con el mismo período de 1993, reflejan una contracción en sus activos totales de 3%, debido principalmente a una reducción en sus activos circulantes y mantenerse casi estable su activo fijo. También se observa que sus pasivos totales reflejaron el mismo comportamiento, destacando una disminución en sus pasivos de corto plazo del 23% y un aumento en los de largo plazo de 13%, situación que se debe a la reestructuración de pasivos experimentada en ejercicios anteriores de corto a largo plazo.

Así también se observa, que presentaron una ligera contracción patrimonial del orden de 3% al primer trimestre de 1994 en relación con igual periodo de 1993. Sus ventas y utilidad neta se contrajeron en 9% y 30% respectivamente en términos reales, situación que se debe a una caída en sus volúmenes de venta como consecuencia de una baja en la actividad en el sector construcción.

B.- LIMITACIONES DEL ANALISIS DE RAZONES.

Como una razón se puede calcular con precisión, es fácil atribuirle un alto grado de confiabilidad o significación. Sin embargo, el análisis financiero comprende muchos métodos alternativos y el análisis de razones es solo una de las muchas maneras de obtener un conocimiento de la empresa a partir de los datos financieros (12).

Al hacer la evaluación de la empresa, el lector de los Estados Financieros debe entender las limitaciones básicas asociadas al análisis de razones. Como instrumentos analíticos, las razones son atractivas porque resultan sencillas y cómodas; con frecuencia se toman las decisiones basándose únicamente en estos simples cálculos que abarcan las relaciones existentes entre los datos financieros. El analista debe reconocer que los Estados Financieros tradicionales no están ajustados a los cambios ocurridos en el nivel de precios.

Dependiendo del período de vida del activo de que se trate, la inflación o deflación pueden afectar sustancialmente los datos financieros. La mayor crítica es el difícil problema de lograr la comparabilidad entre empresas que componen determinada industria. La comparación entre empresas que aplican procedimientos de contabilidad diferentes es difícil y para lograrla es preciso que el analista identifique las diferencias básicas que existen en su contabilidad y ajuste los saldos para que sean comparables.

(12) Ibid., p.35

C).- IMPLICACIONES.

Lo anterior se refiere a la aplicación de las empresas de diferentes métodos de valuación de: inventarios, métodos de depreciación, capitalización contra cargo o gastos de ciertos costos, fusión contra compra de una empresa determinada, capitalización de arrendamientos, inversiones en acciones comunes llevadas al costo, etc.

Es importante señalar que en la información financiera proporcionada a la Bolsa Mexicana de Valores, por parte de las empresas inscritas contempla la aplicación de los diferentes boletines de Principios de Contabilidad (boletín B-10 y sus adecuaciones).

3.- DETERMINACION DE PARAMETROS FINANCIEROS.

Para tomar decisiones racionales de acuerdo con los objetivos del analista, se necesitan ciertas herramientas analíticas. El tipo de análisis varía de acuerdo a los intereses específicos de la parte de que se trate.

Así, los acreedores comerciales están interesados primordialmente en la liquidez de la empresa, dado que sus derechos son a corto plazo y de ahí la necesidad de conocer la capacidad de pago de la empresa.

Por su parte, los derechos de los tenedores de bonos son a largo plazo y, en consecuencia, les interesa más la capacidad de flujo de efectivo de la empresa para poder cubrir su deuda de largo plazo. Los inversionistas en acciones de una empresa están interesados principalmente en las utilidades actuales y las proyectadas y la estabilidad de estas utilidades como una tendencia, así como su comportamiento en relación con otras compañías de la misma actividad; así pues, pueden concentrar su análisis en la rentabilidad de la empresa para el pago de dividendos.

El análisis de razones financieras representa dos tipos de comparaciones. Primero el analista puede comparar una razón actual con razones pasadas y otras que se esperan para el futuro de la misma compañía. El segundo método de comparación incluye comparar las razones de una empresa con las empresas similares o con los promedios de una industria en el mismo momento de tiempo.

Vale señalar que el analista no debe utilizar en forma indiscriminada "reglas generales" para todas las industrias, se debe tener una relación con el tipo de negocios a que se dedica la empresa.

Asimismo debe considerar que los índices no significan nada en sí; son valiosos únicamente en la comparación con alguna norma, tal como un promedio de la industria, cifras de períodos anteriores de la misma empresa, o estacionalidad en la actividad económica de la empresa. de esta forma, se puede identificar el desempeño de la empresa en relación con otras similares, así como también la trayectoria de la misma empresa. Con la utilización de este enfoque, se puede lograr un análisis mas correcto.

A).- PRINCIPALES PARAMETROS.

Aunque el número de razones financieras que se podrían calcular aumenta en forma geométrica con la cantidad de información financiera, solo nos concentraremos a las razones más importantes; es decir, las que nos reflejen los principales indicadores de la empresa.

DE LIQUIDEZ:

CONCEPTO	RAZÓN FINANCIERA	CEMEX	RAMA	MERCADO
Razón Circulante	<u>activo circulante</u> <u>pasivo circulante</u>	1.22	1.91	n.d.
Prueba Acida	<u>activo circ- inventarios</u> <u>pasivo circulante</u>	0.95	1.57	n.d.

Nota: respecto a la rama se refiere a la cementera (5 empresas), clasificada por la Bolsa Mexicana de Valores, al primer trimestre de 1994, respecto al mercado a esta fecha no se encontró información disponible.

Estos índices se utilizan para medir la habilidad de la empresa de enfrentarse a sus obligaciones de corto plazo. La razón circulante, es una de las más importantes y da una imagen general de proporción del capital de trabajo (activo circulante menos pasivo circulante) de una empresa, y de la aptitud de esta para satisfacer sus obligaciones de pago ordinarias y a corto plazo. Permite, así mismo, medir el margen de seguridad ofrecido para pagar las deudas corrientes si se redujera el valor de los activos corrientes.

Por esto no puede tomarse esta relación por sí sola. lo que indica que esta condicionado a la calidad de los activos corrientes. Estos activos corrientes compuestos en su mayor parte por cuentas por cobrar e inventarios, deben ser analizados buscando la existencia de cuentas por cobrar dudosas o inventarios de lento movimiento, ya que la existencia de este tipo de activos puede tener impacto significativo sobre la habilidad de la empresa de hacerle frente a sus obligaciones de corto plazo.

Se debe estudiar la cobrabilidad de esas cuentas por cobrar lo cual podemos realizar a través de la rotación de cobranzas. También se puede averiguar cuantas son las cuentas pendientes de cobro, y si existe un mayor porcentaje adeudado por unos pocos clientes o si ese riesgo esta repartido entre muchas cuentas. Para este propósito, se puede hacer un análisis por antigüedad de cuentas por cobrar.

Los inventarios son generalmente un elemento muy grande e importante en la composición del activo circulante, y a veces están sujetos a revisiones considerables en disminución del valor, debido a fluctuaciones del precio, cambios de moda, obsolescencia, deterioro físico, subtracciones o robos.

Por esta razón surge la necesidad de medir el valor verdadero de esta cuenta del balance para determinar si sería necesario hacer algún ajuste. Este análisis se puede facilitar a través del índice de existencia de inventario, comparando de período a período o en relación con otras empresas en la misma industria.

El coeficiente de la prueba del ácido se puede considerar un índice suplementario de liquidez que pone más énfasis en la conversión inmediata de activos corrientes a caja, ya que elimina el inventario del análisis. Sin embargo, se debe notar que las cuentas por cobrar quizá no serían necesariamente más líquidas que el inventario si se tiene que esperar a su vencimiento para cobrarlas mientras el inventario se puede liquidar al contado (dependiendo en que consiste) aunque sea a precio de descuento.

DE ACTIVIDAD:

CONCEPTO	RAZON FINANCIERA	CEMDX	RAMA	MERCADO
Rotación de cuentas por Cobrar (veces)	<u>ventas</u> cuentas por cobrar	1.7	1.9	n.d.
Promedio de cobranza (días).	<u>cuentas por cobrar</u> ventas netas	58	52	n.d.
Rotación de inventarios (veces)	<u>costo de ventas</u> inventario	1.2	1.4	n.d.

NOTA: DATOS A marzo de 1994

N.D. = Datos no disponibles a esta fecha por la BMV.

La rotación de cuentas por cobrar nos indica cuantas veces se rotan las cuentas por cobrar en un año, y proporciona una medida a la eficiencia de la labor del departamento de ventas. Sin embargo, hay que descontar el factor de estacionalidad, si existe, debido a que el nivel de cuentas por cobrar puede afectar el cálculo por razón de fluctuaciones estacionales en esta cuenta. Si se calcula sobre período menor a un año, la cifra se debe anualizar para mejor comparación.

El período de cobranza mide el inverso de la rotación de cuentas por cobrar y se usa con más frecuencia en la rotación. Indica la rapidez con que se efectúan los cobros y también es un indicador de la efectividad del departamento de crédito, así como un reflejo de la calidad de cuentas por cobrar. El resultado de este índice expresa en días el período de cobro actual. Este promedio debe ser evaluado tomando en cuenta el tren de cobro dentro de la compañía y mediante comparaciones con otras empresas agrupadas bajo el mismo ramo. Una desviación significativa de lo arriba expuesto que lleva a una cobranza más lenta sería una señal de atención, especialmente si es observada a través de determinados períodos. Por otro lado, un extremo cumplimiento de los términos de crédito puede ser otra forma de significar que la política de crédito de la compañía es indebidamente estricta y que se están perdiendo algunas oportunidades de venta. Al calcular este índice, es necesario hacerlo sobre ventas a crédito solamente para poder medir la eficiencia del departamento de ventas, o de crédito. Si se calcula sobre la totalidad de las ventas al contado, el resultado se verá distorsionado por estas ventas adicionales y pareciera mejor que la realidad.

Respecto a la rotación de inventarios, este mide la eficiencia de venta de los inventarios comparado con el costo de las ventas. Si se calcula sobre período menor a un año la cifra se debe anualizar para mejor comparación. En términos generales, mientras mayor sea el nivel de movimiento de los inventarios, mejor será la actuación desarrollada por la gerencia del negocio en los campos de programación de compras y de control de inventarios. Sin embargo, hay que descontar el factor de estacionalidad si existe, ya que el nivel de inventario puede afectar el cálculo debido a posibles fluctuaciones estacionales en esta cuenta. Por esta razón también, el cálculo se puede hacer basado en un nivel de inventario promedio.

DE RENTABILIDAD.

CONCEPTO	RAZON FINANCIERA	CEMEX	RAMA	MERCADO
Margen de utilidad (%)	utilidad neta ventas netas	12.9	13.0	n.d.
Rendimiento del activo (%).	utilidad neta activo total	5.8	1.2	n.d.
Rentabilidad de la inversión (%).	utilidad neta capital contable	15.0	2.2	n.d.

NOTA: datos a marzo de 1994.
N.D.- datos no disponibles por la SBNV a la fecha.

Respecto al análisis de márgenes, todas las cuentas del Estado de Resultados pueden relacionarse con las ventas, aunque las cuentas más indicativas para este tipo de análisis serían las de: el costo de ventas, los gastos de venta y administración y el margen operativo, los gastos por concepto de intereses, y la utilidad neta. Este análisis es sencillo, permite la comparación de eficiencia operacional de un período a otro, de una empresa en la misma industria a otra.

Toda empresa tiene por finalidad la obtención de utilidad por cada peso de mercancía que vende, y esto es precisamente lo que mide el índice de margen de utilidad neta.

Es más indicativo este coeficiente en comparación con otras empresas de actividad comercial similar. El índice puede ayudar a identificar deficiencias dentro de una empresa, tales como un bajo nivel de ventas, precios inadecuados, impacto de la inflación, o insuficiente control interno de costos. Estas deficiencias normalmente resultaran en una relación pobre o inferior a lo normal. Mientras mayor sea el volumen de ventas de una empresa mayor será la probabilidad de que aumente sus utilidades sobre las mismas ventas por una mayor absorción de los gastos fijos. En general, estos gastos fijos pueden representar una carga considerable, especialmente para las empresas pequeñas.

El rendimiento del activo indica la productividad de los activos y por lo tanto de la inversión hecha. En general, entre más alto, es mejor. El concepto es similar al de la recuperación sobre la inversión, y funciona como un indicador básico de la eficiencia de la gerencia. El índice se compara mejor con otras empresas de actividad comercial similar, mientras la recuperación sobre la inversión se puede relacionar directamente con el mercado de capitales. Es importante calcular este índice utilizando activos promedio para evitar distorsiones y presentar una cifra más precisa.

La rentabilidad de la inversión mide la utilidad sobre la inversión, la recompensa por asumir el riesgo de propiedad. Este indicador reconoce el valor del capital en el mercado, y así se puede comparar la utilidad de la inversión con el posible rendimiento en el mercado de capitales, ya sea en otras inversiones de mayor o menor riesgo. De esta forma también se puede relacionar con cifras de inflación para poder medir la recompensa de inversión contra pérdida en el valor de la moneda. Se debe estar muy atento al hecho de que un patrimonio bajo, aún con utilidad inferior, puede resultar en un índice que indique una utilidad sólida en relación con el capital y así crear una impresión engañosa de éxito. Por lo tanto, hay que entender una tasa de utilidad a capital anormalmente alta podrá simplemente reflejar un capital inadecuado y así demostrar la necesidad de invertir más capital.

DE APALANCAMIENTO.

CONCEPTO	RAZON FINANCIERA	CEMEX	RAMA	MERCADO
Apalancamiento de activos (%)	<u>pasivo total</u> activo total	51.86	40.41	n.d.
Apalancamiento de pasivos (%)	<u>pasivo total</u> capital contable	134.62	75.7	n.d.
Apalancamiento de pasivos a largo plazo (%)	<u>pasivo total L.P.</u> capital contable	93.26	51.65	n.d.
Cobertura (veces).	<u>utilidad de operación</u> intereses pagados	1.54	2.01	n.d.

Nota: en cuanto a Cemex y la rama se considero la rama cementera, con datos de la Bolsa Mexicana de Valores al primer trimestre de 1994.

Nota: n.d.- dato no disponible por la BMV.

El apalancamiento de activos nos indica la proporción de los activos provenientes de la inversión de los accionistas. Entre más bajo sea el índice, más fuerte sería la posición financiera de la empresa, ya que el "colchón" de capital podría absorber mayor pérdida en caso de situación adversa de operación. Por esta razón, este índice es de sumo interés para los acreedores, especialmente los de largo plazo porque proporciona una indicación de la solvencia de la empresa a mayor plazo. Sin embargo, un índice bajo a la vez puede ser indicativo de no apalancar lo suficiente los activos, o sea, que se le podría sacar mayor provecho a los Activos en comparación con el nivel de capitalización, desde el punto de vista de los accionistas.

El apalancamiento de pasivos es similar al coeficiente señalado anteriormente, éste es probablemente el más conocido y más utilizado de parte de los analistas, y es además uno de los más importantes. También indica la posición financiera de la empresa y la solvencia a más largo plazo, y quizás proporciona una mejor comparación de la posición relativa entre el acreedor y el accionista debido a que compara deuda contra Capital. También entre más bajo sea este indicador, mejor desde el punto de vista de solvencia y de los acreedores, debido a que hay mayor "colchón" de Capital para respaldar la empresa. Por lo tanto, una relación relativamente baja, en que los empresarios mantienen una fuerte posición, goza de relativa libertad en cuanto a las posibles estrategias que pueda seguir la empresa en el mercado, y en relación con sus acreedores.

Pero si el índice es alto, esto probablemente sería indicación de falta de capital en la empresa. Esto se puede manifestar por exceso de actividad comercial, o sea, tratar de hacer demasiado con el Capital invertido.

Un índice alto indicaría a la vez una pobre viabilidad a largo plazo a ese nivel de capitalización, quizá debido a un bajo nivel de utilidad que no permite el suficiente crecimiento interno de capital mediante retención de utilidades. Desde el punto de vista del accionista, un índice bajo puede ser indicativo de una dilución de las utilidades al no utilizar más el crédito para apalancar la inversión hecha.

Esto asume que las utilidades sean suficientes y que exista acceso a crédito. La proporción correcta para cada empresa puede variar considerablemente, dependiendo de la liquidez de los activos y de la estabilidad de la industria y del mercado.

El apalancamiento de pasivos de largo plazo conceptualmente es muy similar al anterior, y en este caso mide solamente la deuda a largo plazo. El índice por lo tanto proporciona una indicación de la solvencia a largo plazo. Entre más se acerque al índice de endeudamiento, mayor sería la solvencia a largo plazo, y por consiguiente, mayor sería la liquidez dado que una creciente porción de la deuda tendría vencimiento a un plazo mayor de un año (contablemente los pasivos que se tienen que cubrir en el plazo de un año, se registran en el pasivo circulante).

El índice de cobertura también es importante dado que mide la capacidad de una empresa para cumplir con sus compromisos de corto plazo; este es utilizado básicamente para las empresas que incurren en créditos de corto plazo. Con lo cual se dice que en cuantas veces esta cubierta la carga financiera (derivada de los créditos bancarios vigentes) de las empresas por sus utilidades de operación, y si con esto la empresa esta en una posición de cumplir con ciertos pagos de principal e intereses.

B).- IMPLICACIONES.

Dentro de este análisis cuantitativo se contempla un análisis de los estados financieros y sus bases históricas, resaltando que se debe de realizar una revisión profunda de las relaciones analíticas, entendiéndose estas como el desglose de cada uno de los renglones que integran los estados financieros. Por ejemplo se puede mencionar, que si la empresa cuenta con créditos bancarios, en ese informe, se conocen cuantas son las instituciones de crédito, sus montos, tipos de crédito, plazos, garantías etc; esto es, en caso de ser información interna de la empresa.

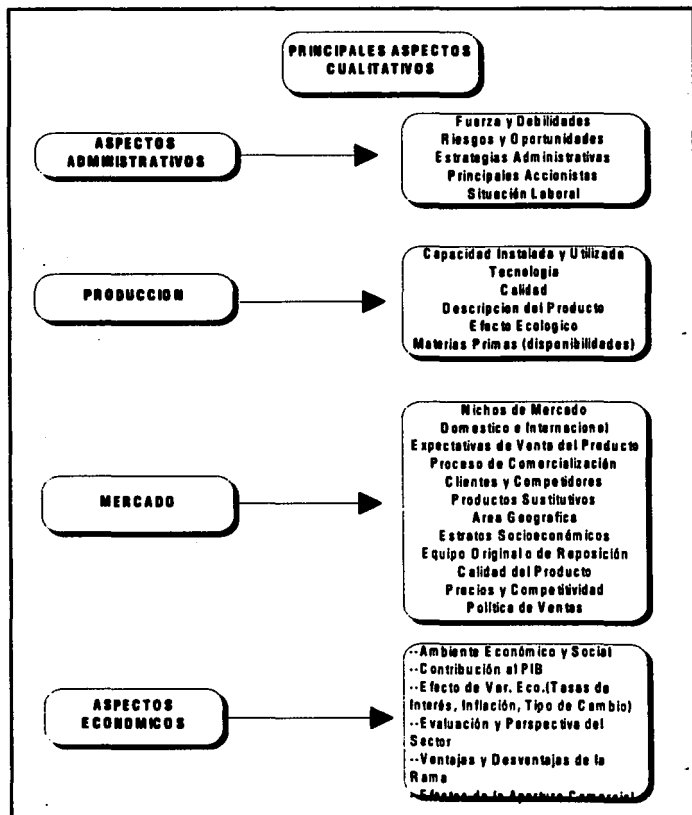
Por lo que respecta a los estados financieros dictaminados se deberán de revisar las notas a los estados financieros, en los cuales vienen especificados los movimientos más relevantes del ejercicio analizado como: actividad, valuación de inventarios, aplicación de las normas del boletín B-10, desglose del activo fijo, créditos bancarios de corto y largo plazo, operaciones intercompañías, e integración del capital social entre otros.

De lo anterior se desprende una evaluación sobre el éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias, entendidas estas como: políticas de crecimiento, apalancamiento, evaluación de sus inventarios, políticas de cobranza de su cartera de clientes, implementación de nuevos productos, planes de inversión, compra de equipo. Es decir una óptima planeación financiera para hacer frente de una manera eficaz a los requerimientos de sus competidores, acreedores financieros, y así como a la productividad del patrimonio, para sus accionistas.

C).-ANALISIS CUALITATIVO.

Es importante señalar, que el análisis cuantitativo mencionado anteriormente, se deberá acompañar del análisis cualitativo.

Regularmente la sola evaluación estadística no refleja plenamente la circunstancia específica de las empresas, por lo que el análisis cuantitativo debe complementarse con aspectos cualitativos con objeto de asignar una correcta opinión. Entre los aspectos cualitativos más importantes destacan:



Estos factores sin lugar a duda influyen en la capacidad de generación de utilidades de las empresas; en otras palabras, permiten al analista definir las fuerzas y debilidades de las empresas analizadas.

COMO HERRAMIENTA BASICA PARA CUBRIR EL ANALISIS CUALITATIVO ES RECOMENDABLE LO SIGUIENTE:

--Contar con toda la información proporcionada por la Bolsa Mexicana de Valores como: informes trimestrales, indicadores bursátiles, anuario bursátil, boletines diarios, informes de asambleas, etc.

--Visitas periódicas con el director de finanzas para comentar sobre la marcha de la empresa referente a los últimos reportes de la información financiera, para conocer cuales son sus planes futuros de crecimiento, validar las cifras reportadas, estrategias de negocios, conceptualización ante un entorno económico, y cotejar las estimaciones propias de resultados futuros.

--Recabar información hemerográfica sobre la empresa a nivel nacional e internacional.

--Acudir a las cámaras industriales respectivas, con la finalidad de contar con un mayor conocimiento de la marcha del sector, y su contribución a la economía en general.

--Acudir a los encuentros de análisis que llevan a cabo las empresas en forma periódica, en donde se hace una presentación de la última información financiera reportada y las perspectivas de la empresa.

--Acudir a las diferentes asambleas de accionistas para conocer las políticas de dividendos y los cambios en la administración, planes de inversión, sensibilizar la marcha del negocio, conocer los retos y las oportunidades, y su participación en la tenencia accionaria, para identificar quien controla la empresa y sus posibles interrelaciones con otra empresa.

--Acudir a las sesiones del comité de análisis de la asociación mexicana de casas de bolsa, para conocer la problemática del mercado de valores y de las empresas en general.

III.- EL ANALISIS FUNDAMENTAL.

III.- EL ANALISIS FUNDAMENTAL.

1.- CARACTERISTICAS DEL ANALISIS Y SU IMPORTANCIA.

Este tipo de análisis trata de pronosticar la cotización futura de las acciones con base en la proyección de las utilidades de la empresa; ya que considera que la acción tiene en sí misma un valor intrínseco y que dicho valor esta en función directa de la capacidad de generar utilidades, considerando que la oferta y demanda del mercado tienden a ajustarse a ese valor intrínseco (13).

esta corriente de análisis toma sus decisiones considerando el comportamiento y tendencias de diversas variables de carácter financiero y económico, que de una manera u otra pueden afectar a las utilidades de la empresa, tales como: ventas, activos, inversiones, mercados, situación laboral y fiscal, etc.

como punto de partida, se considera que el precio de las acciones que se negocian en el mercado bursátil esta determinado por el valor presente descontado del flujo de efectivo que las empresas emisoras puedan generar para sus propietarios.

el valor de las acciones se vera afectado tanto por el comportamiento de las utilidades de las empresas como por la tasa de interés real; en virtud de que el sector financiero de la economía incluye a los mercados bursátiles, monetario, crediticio y cambiario. las transacciones en estos mercados influyen y, a su vez, se ven afectadas por lo que ocurre en la oferta y demanda de bienes y servicios en el país.

(13).-Asociación Mexicana de Casas de Bolsa, el Mercado de Valores Mexicano, México D.F., agosto de 1980.

Para tomar decisiones de inversión en este mercado, existe la necesidad de evaluar correctamente los precios de las acciones que se comercializan. El análisis fundamental cuenta con la metodología para estimar los precios de las acciones, que permite evaluar de manera importante a las posibles señales que surjan de este tipo de análisis, de ahí precisamente su importancia, para sustentar la toma de decisiones de inversión.

La política de inversión que los fundamentalistas recomiendan seguir es: en primera instancia, que el inversionista cuente con recursos monetarios excedentes, con objetivos de una inversión de largo plazo; tener muy bien definido que su inversión si es en renta variable lleva implícito el riesgo de fluctuaciones en los precios de las acciones; no perder de vista el movimiento de sus inversiones; tener pleno conocimiento de su intermediario financiero y, con estos elementos, comprar en las situaciones en que las cotizaciones esta por abajo de su valor intrínseco (14), e inversamente vender en aquellas en que las cotización es superior a dicho valor, ya que la cotización tenderá a ajustarse al valor intrínseco de la acción.

2.-EL ANALISIS FUNDAMENTAL DE LAS ACCIONES.

A).- A NIVEL DE EMPRESA.

El estudio de una empresa debe de ser un estudio base, tratando de identificar y evaluar los aspectos más sobresalientes: su objeto o actividad; las relaciones financieras, técnicas y comerciales (accionistas y organigrama); el volumen de producción y sus canales de distribución (centro de gravedad de la empresa); posición en el marco nacional e internacional, en cuanto a producción (capacidad instalada y utilizada) y participación de mercado; naturaleza, localización y capacidad de sus plantas; abastecimientos de materias primas, personal y técnicas utilizadas.

(14) Valor intrínseco de la acción.- Puede significar el valor en libros o también llamado valor contable. Sin embargo, si en el contexto se entiende por un valor diferente, se porque se supone que deberá afectar al mismo el importe de las revaluaciones, o en su caso, deducir pérdidas potenciales.

También es importante considerar en dicho estudio, las tendencias a largo plazo de la empresa (tasas de crecimiento y plan de inversiones); factores que pueden afectarla; precios de sus productos (si son libres o controlados); y tener bien identificados a sus principales competidores; así mismo, no dejar a un lado las perspectivas de corto, mediano y largo plazo, donde deben resaltar entre otras: el ciclo económico, término de los programas de expansión, progreso sobre mercados, capacidad de expansión de mercados, y la posibilidad de lucha contra la competencia.

La aplicación de dichos conceptos, se observan en el caso práctico anexo de Cemex, donde el análisis destaca los siguientes aspectos: es uno de los grupos industriales más importantes del país; tiene 86 años de operación; es la empresa mas grande del continente americano; posee el 64% del Mercado Mexicano; y es la cuarta en el mundo en cuanto a producción; cuenta con importantes empresas concretas en los E.U., con objetivos de globalización de sus mercados al adquirir empresas importantes en España (la Valenciana, Sanson); así como una posición importante en la empresa lehigh white cement de los E.U., como productora de cemento blanco, y participación accionaria en la industria química de México (Celanese Mexicana).

B).- A NIVEL DE SECTOR.

El conjunto de las actividades económicas de un país se compone de la actividad de diversos sectores, cada uno con una clase de productos o de servicios: Agricultura, Minería, Construcción, Electricidad, Comercio, etc. Para escoger una clasificación de actividades en sectores es práctico adoptar la clasificación que utiliza el Banco de México para la elaboración de sus estadísticas. Los estudios de sectores deben comprender primeramente estudios básicos, describiendo y analizando los aspectos fundamentales del sector de actividad que se estudie.

El plan a seguir puede variar según los sectores estudiados y también para un mismo sector.

Para ubicar la importancia que tiene un sector en la economía del país, se consideran: su contribución al PIB Nacional; los empleos generados en relación con la población económicamente activa; inversiones del sector en relación con el total de las realizadas en el país; contribución a la balanza comercial del país; productos y actividades del sector; tecnología (proceso de fabricación); capacidad instalada y utilizada a nivel nacional; origen de las materias primas (importancia, cantidades, valor, fuentes); grados de integración (vertical u horizontal); canales de distribución; mercado del producto; y las perspectivas ante el comportamiento de la economía en general.

Su importancia radica en contar con los elementos de evaluación, para medir la incidencia tanto positiva como negativa, que pueda tener en la empresa analizada en lo particular, así como para establecer comparaciones con otras empresas del mismo sector, que permitan ubicar su posición competitiva en general, y su atractivo como inversión en lo particular.

En el caso de Cemex, la empresa esta clasificada dentro de la industria de la construcción con los propósitos del mercado bursátil. Dicho sector se caracteriza por ser un sector económico intensivo en mano de obra, por lo que su impacto socioeconómico es notable; es altamente sensible al comportamiento de la Economía Nacional, observando que si el PIB crece, la construcción lo hace en mayor grado y viceversa.

es un sector que depende en forma importante del gasto público dirigido principalmente a macro-proyectos de infraestructura. por lo que respecta a la industria cementera se observa que en los últimos 10 años refleja un fuerte dinamismo dado que su producto es muy homogéneo y sus principales factores para competir son precio y servicio, elementos que Cemex tiene muy bien identificados.

El plan a seguir puede variar según los sectores estudiados y también para un mismo sector.

Para ubicar la importancia que tiene un sector en la economía del país, se consideran: su contribución al PIB Nacional; los empleos generados en relación con la población económicamente activa; inversiones del sector en relación con el total de las realizadas en el país; contribución a la balanza comercial del país; productos y actividades del sector; tecnología (proceso de fabricación); capacidad instalada y utilizada a nivel nacional; origen de las materias primas (importancia, cantidades, valor, fuentes); grados de integración (vertical u horizontal); canales de distribución; mercado del producto; y las perspectivas ante el comportamiento de la economía en general.

Su importancia radica en contar con los elementos de evaluación, para medir la incidencia tanto positiva como negativa, que pueda tener en la empresa analizada en lo particular, así como para establecer comparaciones con otras empresas del mismo sector, que permitan ubicar su posición competitiva en general, y su atractivo como inversión en lo particular.

En el caso de Cemex, la empresa esta clasificada dentro de la industria de la construcción con los propósitos del mercado bursátil. Dicho sector se caracteriza por ser un sector económico intensivo en mano de obra, por lo que su impacto socioeconómico es notable; es altamente sensible al comportamiento de la Economía Nacional, observando que si el PIB crece, la construcción lo hace en mayor grado y viceversa.

es un sector que depende en forma importante del gasto público dirigido principalmente a macro-proyectos de infraestructura. por lo que respecta a la industria cementera se observa que en los últimos 10 años refleja un fuerte dinamismo dado que su producto es muy homogéneo y sus principales factores para competir son precio y servicio, elementos que Cemex tiene muy bien identificados.

C).- A NIVEL GLOBAL.

Conforme a las tendencias que presenta la economía global, es necesario conceptualizar su proceso de organización y la constitución de grupo, en su caso, en el ámbito mundial. Visualizar si las empresas analizadas enfocan su estrategia futura, entre otros, a los siguientes puntos más importantes: la creación de grandes grupos con una base financiera suficiente para enfocar su actividad a nivel mundial y así aumentar su cobertura geográfica; redefinición de producto y negocio; la existencia de una política expansiva, reflejada en inversiones; integración de sus operaciones, para maximizar el aprovechamiento de los ciclos de alta demanda y principalmente mantener un mercado cautivo; diversificación como medida para atemperar el carácter cíclico del negocio.

Lo anterior implica que las empresas cuenten con un carácter más estricto en su planeación financiera, que tengan un pleno conocimiento de su negocio, que sean visionarios ante las perspectivas nacionales e internacionales y que, por medio de estos elementos, continúen con sus objetivos de crecimiento, como hasta la fecha lo ha estado realizando Cemex (ver caso práctico, posicionamiento de la empresa).

3.-LA VALUACION DE LAS ACCIONES.

A).-EL ANALISIS BURSATIL.

En el Mercado de Valores solo se negocian valores que provienen de emisiones realizadas en serie y en masa por empresas sólidas y solventes, registradas en la bolsa. estos valores deben poseer las mismas cualidades y ofrecer los mismos derechos a sus tenedores, así como tener un curso de cambio común, que de acuerdo con el plazo de su vencimiento corresponden al mercado de capitales, distinguiéndose este por contar con instrumentos de largo plazo, en cual incluye a las acciones o también llamadas títulos de renta variable.

Tras del análisis económico y del análisis financiero de una sociedad, es posible emitir un juicio sobre el interés que esta presenta y sobre las ventajas de que puede uno beneficiarse a consecuencia de su desarrollo, participando en su capital. Queda todavía por saber si la inversión en acciones puede hacerse en condiciones aceptables, o por el contrario si existe un nivel de sobrevaluación, esto es, si el precio de las acciones se encuentran por arriba de su valor intrínseco o valor en libros.

El análisis bursátil es la etapa que conduce a completar un juicio concerniente a la empresa misma, con la finalidad de una mejor toma de decisión de inversión; es un juicio relativo al comportamiento de sus títulos en el Mercado de Valores y al nivel de los cursos de estos. En este apartado examinaremos sucesivamente: el mercado de títulos a analizar, el volumen de transacciones, y la capitalización de acciones y tenencia accionaria.

A.1.-EL MERCADO DEL TITULO A ANALIZAR.

Cuando se desea participar en el capital de una sociedad, hace falta en primer lugar examinar cuales son los títulos que representan el capital social; clases de acciones; como están divididas por serie en términos de capital fijo y variable; si cuentan con valor nominal; si tienen acciones en fideicomiso y los derechos y obligaciones que tiene cada una de ellas.

Las ventajas y los inconvenientes ligados a cada categoría de títulos deben ser cuidadosamente tomados en cuenta y es necesario recurrir a los estatutos o a los prospectos de colocación para conocer de manera precisa los derechos de cada título y los límites de estos derechos.

A continuación presentamos un ejemplo de la empresa Cemex, S.A., con datos al primer trimestre de 1994.

Capital Social Pagado		N\$ 122,512,500 (miles)	
SERIE	NUM. DE ACCIONES	PARA NOMINAL	LIBRE SUSCRIPCIÓN
*A	679,367,500	55.465	
*B	434,362,500		35.46
CPO	111,375,000		9.09
Total	1,225,125,000	55.46	44.54
DESCRIPCIÓN		IMPORTE (en miles n \$)	NÚMERO DE ACCIONES
Capital Fijo		122,512,500	1,225,125,000
Capital Variable			
Total		122,512,500	1,225,125,000
Valor Nominal 0		Valor Teórico 100.00	

nota: Cifras después de los dividendos otorgados en mayo de 1994.

Los valores de renta variable son títulos representativos de una parte alícuota del capital social de una empresa, otorgan a sus tenedores iguales derechos y obligaciones, y su rendimiento está sujeto a las utilidades de la empresa emisora.

De acuerdo con la ley general de Sociedades Mercantiles, artículos 87, 88, 89, 90, 91 y 6, donde se establece, que las empresas para su constitución deberán contar con una escritura constitutiva donde se establezcan el objeto de la sociedad, la razón social, su duración, su importe del capital social, la expresión de lo que cada socio aporte en dinero o en otro bien, el valor atribuido a estos y el criterio seguido para su valorización. Cuando el capital sea variable, indicando el mínimo en que se fije (artículos 216 y 217).

En el artículo 91 se señala que la escritura deberá establecer las partes exhibidas del capital social, el número, valor nominal y naturaleza de las acciones en que se divide el capital social.

La importancia de considerar estos aspectos, se observa en el caso de Cemex, cuyos estatutos, establecen que la serie "A" será 50% de inversión exclusiva para inversionistas mexicanos; la serie "B" y los certificados de participación ordinarios con el 49% restante serán de libre suscripción, estableciendo que sus acciones serán sin valor nominal (conforme al art. 125 fracción IV de la citada ley). También se establece en los estatutos sociales que los accionistas que posean el 10% del capital social de la empresa podrán nombrar un consejero para efectos de que cuente con representatividad en el consejo y pueda opinar sobre la marcha del negocio.

El accionista minoritario se podrá cobijar con el derecho de las minorías, en el sentido de que en unión con otros inversionistas que estén de acuerdo, podrán de manera conjunta tomar decisiones en la marcha de la sociedad.

A.2.-EL VOLUMEN DE TRANSACCIONES.

Cuando se desea comprar un título de una sociedad, es muy importante saber si el mercado de este título tiene una fuerte rotación o bursatilidad (15); es decir, si las transacciones de este título son numerosas o no. de esto depende que en un momento dado el inversionista pueda realizar utilidades o pérdidas de manera inmediata.

La estrechez o limitación del mercado de un título (bursatilidad de la acción) se pone en evidencia cuando la cotización se hace con demanda reducida o con oferta reducida.

La poca bursatilidad de un título puede deberse a que la mayoría de los títulos de una emisora se mantegan en las cartera de quienes no quieren deshacerse de ellas por las perspectivas de rentabilidad que ofrecen. es importante mencionar este punto, dado que permite entrar y salir de manera inmediata ante un cambio radical en el comportamiento del mercado, sino de lo contrario, se pueden perder oportunidades y provocar pérdidas en el rendimiento esperado.

(15).-Se entiende por bursatilidad a la caracteristicos de un título-valor, que significa la posibilidad de encontrar compradores o vendedores del mismo con relativa facilidad, que pueda ser analizada por el número de acciones operadas en el mes, número de días que estuvo activo en el mes, número de operaciones hechas en el mes, número de acciones en el público inversionista.

A.3.-LA CAPITALIZACION BURSÁTIL.

Se denomina capitalización bursátil (c) de un título, al producto del curso o cambio (p) de este título por el número (n) de unidades existente en este título, determinado por la siguiente fórmula: $c = n \cdot p$. En otras palabras, la capitalización bursátil es la multiplicación del volumen operado por acción por su precio (cotización) de mercado de determinada empresa.

como ejemplo se puede mencionar el caso de Cemex, S.A., al primer trimestre de 1994:

EMISORA	SERIE	VOLUMEN	IMPORTE (MILL. N\$)	CAPITALIZACION (000 N\$)
Cemex	"B"	10,707,840	6,290,114	36,013,320

Como se podrá observar, si multiplicamos el volumen por el importe nos resulta una cantidad diferente al registrado en la capitalización; situación que se debe, a que como es un dato mensual, la B.M.V., de manera sistematizada lo obtiene realizando una sumatoria de todo el mes (en forma diaria), de cada una de las operaciones realizadas por Cemex serie "B".

Este factor indica el valor que va tomando la empresa en función de su volumen operado y el precio de mercado de sus títulos en la Bolsa. En la medida que dicho monto sea mayor o menor se estará reflejando la interacción de la oferta o demanda de dicho título.

A.4.-AJUSTES DE PRECIOS POR DIVIDENDOS:

Considerando que la inversión en determinado título, esta en función de la expectativa de resultados que pueda generar la empresa seleccionada, y de estos depende que la empresa pueda retribuir (premio) a sus accionistas, los dividendos aunados a la ganancia de capital (aumento en el precio de mercado de la acción) son los elementos fundamentales de la inversión en acciones; en otras palabras el motor en la toma de decisiones de inversión en materia de acciones, se centra en los dividendos y la ganancia de capital.

En el mercado accionario, derivado de la política de dividendo de las empresas, se tienen que ajustar los precios técnicamente, de acuerdo al tipo de dividendo decretado; en la información bursátil se utiliza el termino "excupón" (lo que quiere decir es que en ese día la empresa pagará determinado dividendo contra el cupón señalado previamente por la misma), cuando se realiza el pago de dividendos.

La aplicación de los dividendos puede ser porque es ya una política establecida por las empresas, los buenos resultados del ejercicio, necesidades de capitalizar a la empresa con dinero fresco o simplemente ajustar su número de acciones o capital social de acuerdo a ciertos estándares con el mercado accionario y la rama a la que pertenece dicha empresa.

Los dividendos pueden ser: en efectivo, en acciones (por capitalización o por suscripción), splits., como se definen a continuación.

A.4.1-DIVIDENDO EN EFECTIVO.

Se obtiene de restarle al precio de mercado de la acción, el monto del dividendo en efectivo. en el caso de Cemex, se decreto pagar un dividendo en efectivo de n\$ 1.00 el 10 de mayo de 1994 contra cupón número 120. La Bolsa Mexicana de Valores por política establece que las acciones en el piso de remates se consideran excupón 48 horas previas (hábiles) a la fecha señalada de pago. Esto significa que se considera el precio de mercado del 4 de mayo de 1994 de la serie "B" el cual, fue de N\$ 68.60, que restando el dividendo de n\$1.00, nos da el precio ajustado de n\$67.60.

De acuerdo a la sensibilidad de los precios de las acciones, se observa que normalmente el precio de mercado ajustado tiende a sus niveles normales (precio antes del ajuste) e, inclusive, en la mayoría de los casos se da en el mismo día. Existen inversionistas en el mercado que inclusive compran únicamente con el objetivo de cobrar el dividendo.

A continuación se presenta la formula de cálculo.

DIVIDENDO EN EFECTIVO	$P_a = P - D$
Dividendo en Efectivo	N\$67.60= 68.60 - 1.00

TERMINOLOGIA USADA PARA EFECTOS DE AJUSTE DE DIVIDENDOS

P_a = PRECIO AJUSTADO

P = PRECIO ANTERIOR

D = DIVIDENDO EN EFECTIVO

A_n = ACCIONES ANTIGUAS

A_n = ACCIONES NUEVAS

S = COSTO DE SUSCRIPCION

A.4.2.-SPLIT O CANJE DE ACCIONES.-

Aunque este punto esta clasificado como una variante de la política de dividendos, no se puede considerar como tal. Más bien con este punto lo que se pretende, es que las empresas adecuen sus precios de mercado a la situación de los estándares de la rama o del mercado en general.

En el caso de Cemex por ejemplo, sucedía que sus precios se ubicaban en los rangos de 60 à 70 pesos, los precios de mercado de las demás empresas de su ramo presentan actualmente (junio de 1994) precios dentro de un rango de mercado de entre 20 y 25 pesos en promedio.

Conforme a lo anterior, Cemex procedió adecuar sus precios dentro del rango de las demás de su rama. Cemex en la misma fecha del dividendo en efectivo, decreto un split (canje de acciones) en la proporción de 3 nuevos CPO'S (certificados de participación ordinarios) por cada 1 CPO'S en circulación. Aplicando la formula siguiente se obtiene su precio de mercado ajustado (serie "B"):

Ajuste por split (canje de acciones).	$P_a = \frac{P \times A_a}{A_n}$
Ajuste por split (canje de acciones).	$22.53 = \frac{67.60 \times 363,000,000}{1,089,000,000}$

De lo anterior, se obtiene que su precio ajustado es de 22.53 por acción. Sobre la base de que se debe de considerar las acciones nuevas que se aumentan (363 millones de acciones antiguas por las 3 nuevas que se proporcionan), las cuales ascienden a 1,089 millones de nuevas acciones. De los movimientos anteriores se obtiene que:

Nuevo número de acciones en circulación: 1,089,000,000

Precio de mercado después del derecho: 22.53 (7 de mayo de 1994).

nota: Mas adelante ver la capitalización contra cupón 121.

A.4.3.-DIVIDENDO EN ACCIONES POR CAPITALIZACION.-

La empresa a través de su política de dividendos, puede aumentar el capital social por capitalización, también se le llama sin costo, dado que el inversionista no tiene que pagar una parte por ejercer su derecho. Tal situación puede ser como medida para reestructurar su capital contable.

Una manera de realizarlo en el caso de Cemex, fue por ejemplo, fortalecer su capital social, aumentándolo en la parte variable al capitalizar 136,125,000 acciones en la proporción de 1 nueva acción por cada 8 de las que se encontraban en circulación (hay que tomar en cuenta que los dividendos fueron decretados en la misma fecha por lo cual el ajuste se realiza de forma simultánea, sin embargo, se presenta de forma separada para observar cada uno de los movimientos), contra cupo número 121.

Este movimiento implica un aumento en el número de acciones en circulación de la empresa; dado que existe esta modificación, el precio de mercado deberá experimentar un ajuste técnico, que se refiere básicamente a ajustar el precio de mercado, de tal manera que reconozca el aumento del número de acciones y de esta forma no refleje una distorsión la cotización del precio de mercado de cada acción.

Considerando el dividendo decretado se tienen los siguientes parámetros antes del ajuste:

Datos anteriores al ajuste:

número de acciones en circulación: 1,089,000,000

fecha de pago del dividendo: 10 de mayo de 1994

precio de mercado antes de ser excupón: 67.60 (4 de mayo de 1994).

proporción del dividendo en acciones: 1 acción nueva por cada 8 antiguas (12.5% de dividendo en acciones), contra cupo num. 121

El número de acciones se verá incrementado en 136,125,000 títulos (es decir 12.5% de 1,089,000,000 acciones en circulación), más las 1,089,000,000 que existían, se tendría un nuevo número de acciones por un total de 1,225,125,000 en circulación y el nuevo número de acciones llevará adherido el cupón número 122.

Para el ajuste del precio de mercado, se multiplica el precio anterior (antes de ser excupón), por el número de acciones antiguas y se divide entre la suma de las acciones nuevas y las antiguas, obteniendo así el precio ajustado de n\$ 20.03, el cual se considera como primer precio excupón y que en su caso sería el de la primera cotización del día 7 de mayo. Aplicando la fórmula se tendría por lo siguiente:

Dividendo en acciones por capitalización.	$P_a = \frac{P \times A_a}{A_n + A_a}$
Dividendo en acciones por capitalización.	$N\$ 20.03 = \frac{22.53 \times 1,089,000,000}{136,125,000 + 1,089,000,000}$

Con lo anterior se tendría los siguientes datos de la empresa después de los ajustes:

Nuevo número de acciones en circulación: 453,750,000
 precio de mercado después del derecho: 38.08 (7 de mayo de 1993).

A.4.4.-DIVIDENDO EN ACCIONES POR SUSCRIPCION.-

A este procedimiento también se le llama capitalización; a diferencia de la anterior, esta implica un costo para el inversionista que quiera ejercer su derecho. Se aplica con la finalidad, por parte de la empresa, de allegarse recursos frescos (la parte del costo que implicaría realizarla) ya sea para financiar nuevos proyectos o para balancear mejor la proporción de inversión propia contra los créditos que mantiene la empresa en un momento dado. En otras palabras, la empresa dice que si el inversionista desea suscribir tendrá que desembolsar determinado monto por ejercer dicho derecho. Este ajuste es similar al mencionado anteriormente.

Es importante hacer la observación, que el monto anterior de recursos se obtendría variaría en función de la decisión del público inversionista que suscriba, existir el caso de que determinados inversionistas renuncien a su derecho, en tal caso, los recursos serían únicamente por el total de Capital Suscrito, e igual en la misma proporción el número de acciones.

Para el ajuste del precio de mercado se multiplica el precio anterior (antes de ser excupón), por el número de acciones antiguas más el precio de suscripción por las acciones nuevas, y esto, se divide entre la suma de las acciones nuevas más las antiguas. Así el precio ajustado es de n\$ 39.03, el cual se considera como primer precio excupón y que en su caso sería el de la primera cotización del día 7 de mayo. aplicando la formula se tendría lo siguiente:

Dividendo en acciones por suscripción.	$P_a = \frac{(P \times A_n) + (S \times A_n)}{A_n + A_s}$
Dividendo en acciones por suscripción.	$39.03 = \frac{(47.60 \times 363,000,000) + (4.76 \times 90,750,000)}{90,750,000 + 363,000,000}$

Con lo anterior se tendría los siguientes datos de la empresa después de los ajustes:

Nuevo número de acciones en circulación: 453,750,000

Precio de mercado después del derecho: 39.03 (7 de mayo de 1993).

A.5.-TENENCIA ACCIONARIA:

Es importante que el interesado en las acciones de determinadas empresas, investigue la tenencia accionaria; es decir, por un lado, conocer las personas que participan en el capital social de la empresa, y por el otro, poder conocer quién esta moviendo el papel de la acción de determinada empresa, al contar con paquetes importantes; o en su momento para realizar negociaciones para su compra, de acuerdo a los intereses de determinados grupos de inversionistas.

A.6-PARAMETROS BURSATILES.

Con la finalidad de contar con un resumen global, que permita evaluar los múltiplos de utilidad por acción y precio a valor en libros de una acción o del mercado en general, en el medio financiero es muy común manejar su situación a través de ratios, partiendo de la base del precio de la acción; su número de acciones en circulación; las utilidades en los últimos doce meses y su capital contable. de lo anterior, se desprende el cálculo de:

A.6.1.-La Utilidad por acción al reporte, la cual se calcula dividiendo las utilidades de determinado trimestre (al reporte) entre el número de acciones en circulación. Este indicador es de suma importancia para estimar el valor de una acción y su posible precio de mercado.

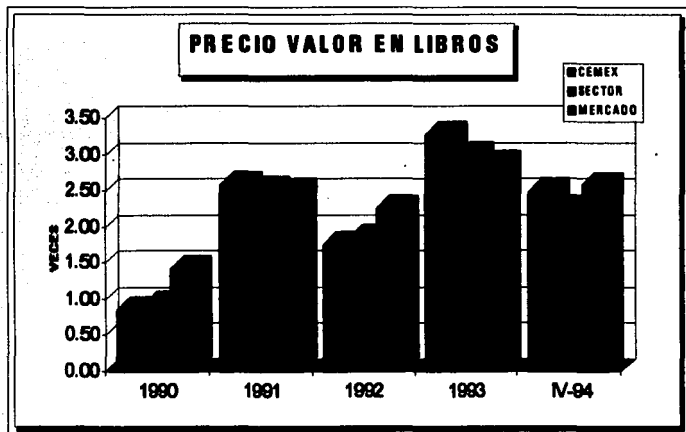
A.6.2.-La Utilidad por acción últimos doce meses, la cual se obtiene anualizando las utilidades de determinado reporte trimestral y divididas entre el número de acciones (este dato es el punto de partida para el cálculo del múltiplo).

A.6.3.-El valor contable de la acción, monto que se obtiene de dividir el capital contable a determinada fecha entre el número de acciones (punto de partida para obtener el precio a valor contable).

Con base en estos ratios, se formulan dos parámetros básicos para medir que tan barato o caro se encuentra el precio de una acción, partiendo de la combinación de ciertos hechos y estimaciones de resultados a futuro. Ellos son la relación de **Precio / a valor contable (P/V.L)** y la relación **precio / utilidad (P/U)**, conocido como múltiplo.

A.6.4.-El precio a valor contable, se obtiene de dividir el precio de mercado de la acción entre el valor contable (en libros) de la acción. Respecto a Cemex se presenta un ejemplo del precio a valor en libros del mercado de valores.

En la siguiente gráfica del precio a valor en libros de Cemex la rama y el mercado accionario, se puede observar como Cemex en los dos últimos ejercicios se ha cotizado por arriba del sector construcción, lo cual se debe de tomar en cuenta para efectos de su valuación.



Nota: Información obtenida de los indicadores bursátiles mensuales de la Bolsa Mexicana de Valores (B.M.V.).

La relación que guarda el precio de mercado de una acción y su respectivo valor en libros en un determinado momento, es útil para efectos de valuación del precio de una acción. Si el precio de una acción supera al valor en libros de esa misma acción, se dice que la acción se está cotizando con una prima o sobre-precio sobre su valor en libros. Lo que implica que debido a las expectativas de rentabilidad de la empresa el público inversionista está dispuesto a pagar por arriba de su valor en libros.

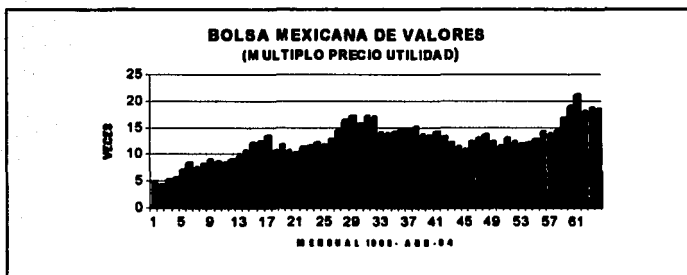
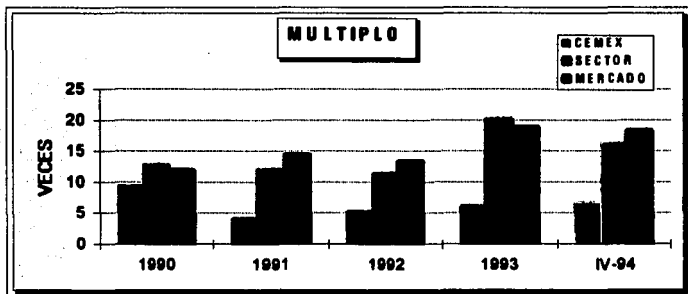
Si el precio de mercado de una acción, en un momento determinado, es inferior a su valor en libros, se dice que el precio de mercado se cotiza con un descuento sobre su valor en libros, situación que puede ser porque las expectativas cualitativas o cuantitativas no son favorables; otra posibilidad puede ser también que la acción esté clasificada como poco bursátil, lo que indica que puede haber dificultades para salir a vender.

Aunque lo anterior es válido, es importante que se tenga un conocimiento de la trayectoria de los papeles en el mercado, ya que existen acciones que históricamente se han manejado por arriba de su valor nominal, situación que se explica por la perspectiva favorable en sus resultados.

Lo anterior está muy relacionado con las expectativas cuantitativas de la empresa (rentabilidad), y las cualitativas (entorno económico), dado que de esto depende que el inversionista esté dispuesto a pagar en un momento determinado, por su percepción de que un papel está caro o barato.

A.6.5.-El precio utilidad o múltiplo, se calcula al dividir el precio de la acción en el mercado entre la utilidad por acción de los últimos doce meses. La esencia de este índice de valuación de empresas, radica pues en las utilidades. Obviamente cuando hay pérdidas, este índice no tiene ninguna aplicación.

A continuación se presenta la gráfica del múltiplo de Cemex, la rama cementera y el mercado accionario en general, donde se puede observar que los parámetros tanto de Cemex como de la rama se encuentran por arriba de los múltiplos del mercado, lo cual es indicativo de que el público inversionista a estado pagando por arriba del mercado debido a que cuentan con expectativas positivas de desarrollo de la industria de la construcción y su reflejo en Cemex.



Nota: Información obtenida de los indicadores bursátiles mensuales de la Bolsa Mexicana de Valores.

La filosofía de esta medida de valuación es que al comparar una empresa, la principal motivación al final de cuentas es la de obtener un beneficio. Por lo mismo, comparar el precio que se paga por la empresa contra las utilidades que ha generado y contra las que se estima generara en los próximos años, es un proceso casi automático, muy natural y lógico, lo que en otras palabras se puede decir que dicho indicador refleja lo que se esta pagando por la perspectivas de las utilidades esperadas, lo que se traducirá en ganancias de capital.

Estos dos parámetros de valuación comentados anteriormente, se deben combinar o comparar con el comportamiento que se observa en la rama y el mercado en general de la empresa que estamos valuando, dado que puede existir la posibilidad que presente retraso o avance, sobre la cual podemos tomar una decisión de compra o venta, con una mayor rentabilidad.

EMPRESA	PRECIO	UVA RENTA	UVA EPA	VAL. CONT.	VAL. MÚLT.	PRECIO/VAL.	VAL. MÚLT. (M)
CEMEX *A	21.10	0.24	1.26	8.50	16.46	2.46	1225.13
CEMEX *B	21.85	0.24	1.26	8.50	16.46	2.57	1225.13

	RAMA	MARKET	IND. MÚLT.
PRECIO/VALOR CONTABLE (PVC)	2.57	2.27	2.46
MÚLTIPLO (P/U)	17.07	16.46	23.33

Nota: con precios al 17 de junio de 1994 y cifras financieras al primer trimestre de 1994 en n\$.

Se observa en el cuadro anterior, que Cemex presenta los dos indicadores de valuación por arriba de la rama y el mercado en cuanto a múltiplo, y precio a valor contable por arriba de la rama y en menor proporción del mercado en general, situación que se explica por sus niveles de rentabilidad y sus perspectivas, no obstante, que la economía del país se encuentre en un periodo de "desaceleración" y la restricción de las medidas de "dumping" aplicadas desde el ejercicio de 1992, como se comenta en su estudio.

Si bien es importante conocer los parámetros bursátiles actuales, también se deben realizar estimaciones de los posibles resultados que tengan determinadas empresas, por lo anterior, se debe considerar otras alternativas para valorar los títulos y de esta forma poderse adelantar en la toma de decisiones.

B.-OTRAS TECNICAS DE VALUACION (16):

Considerando que es importante que el público inversionista y los interesados en el tema, tengan nociones de la existencia de otros parámetros de valuación de las empresas, a continuación se presentan de manera esquemática los más relevantes. Conviene aclarar que existe una diferencia de orden semántico entre valor y precio pagado, o cotización bursátil.

Por **valor** se entiende aquella cualidad convencional del objeto que le es atribuido como consecuencia de un cálculo o de una peritación. El valor no es un hecho sino una opinión. Por su parte el **precio**, es decir, el pago monetario efectivamente realizado como consecuencia de una transacción, o la **cotización bursátil**, al contrario que el valor, es un hecho tangible, un dato real.

Así mismo, también debe de conceptualizarse que una empresa representa un conjunto de rubros tangibles e intangibles que afectan la valoración y cotización de las acciones. Los primeros quedan cuantificados al determinar el precio preliminar y los intangibles, (imagen, historia, administración, eficiencia, efectividad, productividad, posición estratégica y riesgos operativos) se cuantifican de manera subjetiva, pero fundamentada esta subjetividad en la consideración de un conjunto de premisas referidas a cada rubro intangible. Para expresar cuantitativamente el crédito mercantil de la empresa, generalmente se aplica un porcentaje sobre el precio preliminar, a manera de premio o descuento, según sea la calidad de los intangibles.

(16).-Bresley Richard, Myers Stewart, Principios de Finanzas Corporativas, México, D.F., Editorial Mc Graw Hill, segunda edición.

La importancia que presentan diversos métodos de valuación, parten del entendimiento de que una empresa es un acervo de recursos (materiales, tecnológicos, humanos e intangibles), y que por lo tanto la valuación resulta un tanto compleja, dado que se presenta la pregunta como cuantificar en términos monetarios aspectos como: el personal, la administración, la imagen, la historia, los riesgos, la eficiencia y la productividad de la empresa. No obstante su complejidad implícita se tienen que valorar conjuntamente tanto los recursos tangibles como los intangibles. También es de mencionar, que los criterios de valuación varían de un caso a otro, dependiendo de las particularidades específicas, no es lo mismo valorar una inmobiliaria, una casa de bolsa, empresas con pérdidas, un club deportivo, etc.

Para efectos de valuación, existen 2 tipos de empresas, las abiertas y cerradas. Entendiéndose por las abiertas aquellas que han colocado parte de su capital social en una Bolsa de Valores y cerrada aquella que no cotiza su capital entre el público inversionista. En el caso de las empresas abiertas, el valor queda determinado por la cotización de la acción, misma que depende de fuerzas del mercado.

Técnicamente la cotización se le denomina **precio de referencia**, el cual se encuentra interaccionado por los siguientes factores:

MACROECONOMICOS	CORPORATIVOS	DE MERCADO
Nivel de inflación	Ventas	Estado de la oferta accionaria.
Nivel de tasas de interés	Costos	Demanda sobre las acciones.
Actividad económica	Utilidades	Atractivo de otras alternativas de inversión.
	Flujo de efectivo	
	Activos	
	Planes y proyectos	
	Riesgos corporativos	

Dado que nuestra investigación, se refiere a la parte del análisis fundamental para la toma de decisiones en la Bolsa de Valores, nos concretaremos a analizar los métodos más importantes de valuación, como son el de **Valor Contable**, el **valor de realización** y el de **utilidades estimadas**.

B.1.- VALOR CONTABLE:

La fundamentación técnica de este criterio, es el reconocer como valor de la empresa el precio revaluado de los activos fijos. La aplicación de este método, implica severas limitaciones, ya que no reconoce: la capacidad generadora de utilidades de la empresa, el potencial generador de flujos de efectivo y el valor del dinero en el tiempo. Su cálculo es bastante sencillo, se limita a determinar el capital contable de la empresa en términos revaluados. como ejemplo, se consideran los datos de la empresa de nuestro caso práctico.

CEMEX, S.A.DE.C.V.
ESTADO DE SITUACION FINANCIERA AL 1o TRIMESTRE DE 1994.
CIFRAS EN MILES DE N\$

ACTIVO		PASIVO	
Activo Circulante	4,873,034	Pasivo	14,028,876
Activo Fijo (neto)	14,209,108	Capital Contable(1)	10,419,540
Otros Activos	7,966,661	Capital Social(2)	2,958,108
		Resultado Acum. y Rva. de Capital	7,969,961
		Reservas	1,161,695
		Actualización del Cap. Contable	-1,989,745
		Utilidad del ejercicio	299,521
Suma el Activo	27,048,801	Suma Pasivo y Capital	27,048,801

(1) - Capital Contable mayoritario (sin participación minoritaria de 2,602,366 miles de n\$), con actualización del capital.
(2) - Incluye Capital Social, pagado (nominal), actualización del capital pagado, y prima en venta de acciones.

DETERMINACION DEL PRECIO UNITARIO POR ACCION:

Capital Social (nominal)	36,300
Valor Nominal por Acción (teórico)	100.00
Capital Contable (millones)	10,419.54
Núm. de Acciones en Circulación (milij).	1225.13

Así, el valor contable quedaría determinado por:
capital contable/ núm. acciones en circulación.
 $10,419.54 / 1225.13 = 8.50$

B.2.-VALOR DE REALIZACION.

Este método se utiliza principalmente para validar las cifras contables con los valores de mercado de los activos fijos. Es de mencionar que este método cuenta con la limitante de ignorar la capacidad de generación de utilidades, generación de flujo de efectivo y valor del dinero en el tiempo.

Su mecánica operativa estriba en que se realiza el avalúo de activos fijos, se determina la diferencia existente entre el valor contable de los activos y el valor de avalúo, la diferencia anterior se adiciona o resta al capital contable.

Precio estimado de la empresa:

Capital Contable (millones n\$)	10,419.5
Ajuste por diferencia entre el Valor Contable y el avalúo de Activos (1).	1,750.0
Valor de Realización	8,669.5

(1) - El valor del avalúo es hipotético, dado que no se cuenta con la información.

Con lo anterior, se pretende determinar los niveles de sub o sobrevaluación de los activos fijos, algunos analistas usan este método como un precio piso para efectos de valor de realización. Si este valor excede al valor contable registrado por la empresa en su contabilidad, la empresa tiene mayor valor si sus activos son vendidos.

B.3.- VALOR DE MERCADO.

Regularmente el valor de mercado es un buen punto de inicio para fijar un precio de adquisición estimado; es el valor de la empresa en una Bolsa de Valores. Si el valor es público, el valor de mercado es el simple precio de la acción por el número de acciones que representan el capital social de la empresa, en el tiempo que se este valuando. Hay que resaltar que la fijación de este valor es el que resulta de la interacción de la oferta y demanda de las acciones.

Hay que considerar, que en ocasiones el valor de mercado es alto porque muchos quieren poseer esa acción y demandaría por encima de la oferta existente, provocando una reacción al alza de su precio. En lo anterior, se encuentran de forma intrínseca las expectativas de aumento o disminución de la rentabilidad, esto es lo que hace que las acciones presenten movimientos alternos en el tiempo.

Como ejemplo del valor de mercado se tiene (caso Cemex) considerando lo siguiente:

Número de acciones de la empresa	1225.13 Millones de acciones
Precio de mercado (1 jul-94)	17.50
Valor de mercado (1-jul-94)	21,439.78

ASI, LOS DIFERENTES VALORES QUE TENDRA CEMEX SERIAN LOS SIGUIENTES:

METODO	VALOR RESULTADO
Valor Contable	10,419.5 (Mill. n\$)
Valor de Realización	8,869.5 (Mill. n\$)
Valor de mercado	21,439.78 (Mill. n\$)

8.5.-CONCLUSION:

Se puede concluir que el proceso de valuación de empresas difiere en función del tipo de negocio al que se este valuando, y en consecuencia la adopción del método de valuación.

El aspecto que reviste mayor complejidad en el proceso de valuación, es el relativo a la cuantificación de los factores intangibles (crédito mercantil) de la empresa. Los factores determinantes en el valor de una empresa son la generación de utilidades, la producción de flujos de efectivo, el valor de los activos, la estructura de los pasivos, los mercados que atiende, la productividad del personal, la eficiencia de la administración, la calidad de la tecnología, la imagen, la historia y la posición estratégica que guarda la empresa.

**ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA**

C).-ELEMENTOS A CONSIDERAR EN LA ESTIMACION DE RESULTADOS DE LAS EMPRESAS:

La estimación de utilidades es un elemento importante, en la decisión de invertir en determinada acción, ya que el inversionista se basa en la expectativa en utilidades que pueda presentar una emisora. Para la obtención de estas estimaciones, se debe contar con un panorama completo de la empresa, que comprende los puntos ya mencionados anteriormente, y que son: las bases del análisis de los estados financieros, el análisis fundamental a nivel de la empresa, sectorial y global; aunado al análisis fundamental de las acciones. Partiendo de esa base, también conviene mencionar otros elementos que refuerzan dichas estimaciones.

C.1.-LA VENTAS Y SUS MARGENES:

La evolución de las ventas se compara en relación con la inflación y se detecta entre otros aspectos, si cuentan con productos sujetos o libres de control de precios y su variación con relación a esta variable, aunado a los incrementos de sus volúmenes (lo que implicaría un aumento en la demanda y/o aumento en la capacidad productiva), el comportamiento de la demanda doméstica y de exportación. Así se podrá observar la tendencia histórica mostrada en cuanto a los márgenes de utilidad, principalmente en los últimos ejercicios.

C.2.-LOS COSTOS DE OPERACION Y SU PROPORCION:

Los costos de operación se resumen como los costos directos (inventario de productos en proceso, materiales directos consumidos, mano de obra directa empleada) y costos indirectos.

La importancia de poder evaluar este monto, consiste en el grado de eficiencia de la empresa, y por ende permite contar con un monto mayor de utilidad operativa, que se reflejara en sus márgenes de operación. Este renglón también es llamado "calidad de las utilidades", dado que no están influenciadas por el Costo Integral de Financiamiento (CIF) o partidas extraordinarias.

C.3.-EL COSTO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS:

Este es un renglón importante para poder determinar la utilidad neta, dado que después de la utilidad de operación, las empresas incurren en costos financieros que pueden influir en el flujo final. La estimación de este costo dependerá de la trayectoria de las tasas de interés. Al conocer sus pasivos tanto de corto como de largo plazo, se pueden ir aplicando distintas tasas de interés posibles, para sensibilizar el peso de la carga financiera respecto al ingreso total, la utilidad operativa y neta (ver "Análisis Económico" su efecto en la empresa).

C.4.-COMPORTAMIENTO HISTORICO DE LAS UTILIDADES:

Otro elemento determinante es el comportamiento (crecimiento) de las utilidades en los últimos años, en virtud de que existen empresas que son constantes en su generación de utilidades, en contraste con otras que no lo son, ya sea por sus aspectos cualitativos o cuantitativos que se reflejan en última instancia en los resultados de las mismas. Como ejemplo, se puede mencionar que mientras que la industria cementera presenta un panorama positivo y, por ende, se refleja en los resultados de sus empresas, las de la industria química presentan contracción en sus resultados en términos reales, debido a que esta industria se encuentra en su ciclo mas bajo en los últimos años.

C.5.-CICLICIDAD EN EL COMPORTAMIENTO:

Dependiendo del ramo de que se trate y del impulso que el Gobierno Federal quiera dar a su actividad económica en lo particular, el criterio de estimación de resultados depende también, de la sensibilidad que se tenga de la empresa estudiada en cuanto a su comportamiento trimestral (en algunas es muy marcado que en un trimestre de su ejercicio presenten un menor o mayor desempeño), de acuerdo al porcentaje de participación en el resultado neto de cada uno de ellos en el total del ejercicio. Lo anterior puede ser motivo de que el precio de la acción de determinada empresa presente una corrección al alza o viceversa, como ejemplo se puede observar en el caso práctico Cemex (evolución de las ventas).

C.6.-COMPORTAMIENTO DE LA RAMA:

Para efectos de estimar los resultados de las emisoras, es muy importante conocer previamente, cuales serán los sectores de la economía que tendrán mayor crecimiento en un año determinado, ya que las empresas de dichos ramos experimentarán de la misma forma de crecimientos o bajas significativas.

Como ejemplo se puede mencionar, que mientras la Economía Nacional (PIB) creció 2.4% en el primer trimestre de 1993 y la industria de la construcción lo hizo en 7.6% (por su efecto procíclico en relación con el crecimiento económico) y su perspectiva es de que se ubique en 5.3% en diciembre de 1993 (de acuerdo con el CEESP); la industria textil y del vestido, al primer trimestre de 1993 refleja una contracción del 5.7% y con una perspectiva poco alentadora por lo que resta de 1993 (ver anexo 2 industria de la construcción).

D).-OTROS MECANISMOS IMPORTANTES PARA LA LABOR DE EVALUACION.

D.1-ENCUENTROS DE ANALISIS:

Los encuentros de análisis son eventos en los cuales las emisoras dan un panorama general sobre su situación y perspectivas; esclarecen muchas dudas en relación con producción, mercados , precios, exportaciones, inversiones, etc. Lo anterior permite al analista contar con información al día y, por ende, realizar una estimación mas cercana al resultado final.

D.2-VISITAS A EMISORAS:

Periódicamente se realizan visitas a las emisoras de las cuales se tiene interés o que la misma haya presentado un eventos relevantes, con el objeto de platicar con el director de finanzas sobre la marcha de la sociedad en sus diferentes aspectos y validar de manera fundamental la estimación de resultados que se tiene de la emisora.

4.-RENTABILIDAD DE LA INVERSION.

A.-CONCEPTO DE INVERSION:

En este trabajo, la inversión es entendida como cualquier destino dado a determinados recursos financieros con la finalidad de obtener beneficios por la tenencia de los mismos; también puede considerarse inversión a la adquisición de bienes y mercancías; pero no así a los gastos o consumos. La inversión implica una idea de beneficio a futuro, por lo que los gastos o consumo son opuestos a la inversión.

La inversión en valores se refiere a las compras de valores mobiliarios emitidos por las empresas, con objeto de utilizar redituablemente los fondos sobrantes, ya sea en forma temporal o permanente del público inversionista.

B.-LA ACTUALIZACION DEL VALOR EN EL TIEMPO.

Dado que diversas variables como el ritmo de actividad económica, la inflación, las tasas de interés, el tipo de cambio, el desempleo, rentabilidad sobre la inversión, reflejan una situación cambiante en el tiempo, es necesario tomar decisiones monetarias o de inversión; para lo anterior, se hace indispensable conocer el valor del dinero en el tiempo.

En cualquier economía en la que los individuos, las empresas y los gobiernos tengan presente la oportunidad del tiempo, el valor del dinero en el tiempo será un concepto importante.

En el caso del mercado bursátil, los inversionistas estarán dispuestos a pagar mas por una inversión que promete rendimientos durante los años 1 a 5 que por una inversión que ofrezca idénticos rendimientos durante los años 6 a 10. Por consiguiente, la programación en el tiempo de los flujos de efectivo que se esperan recibir en el futuro reviste gran importancia en la inversión de fondos.

La idea del interés compuesto es decisiva para la comprensión de las matemáticas de las finanzas. El término en si mismo solo significa que el interés que se paga sobre un préstamo o sobre una inversión se suma al principal y, como resultado de ello, se ganan intereses sobre intereses.

El interés simple se obtiene de la aplicación de la formula general de:

$S = C (1+ni)$, En donde: S= monto del capital, C= capital inicial, n= Tiempo, i= Tasa de interés. Se califica de simple, porque el capital que lo produce siempre es el mismo.

A diferencia, el interés compuesto significa que cuando se invierte dinero se gana interés no solo por el monto inicial invertido (principal) sino que además se gana interés sobre los pagos parciales de intereses acumulados hasta la fecha en cuestión.

En este sentido el monto del capital obtenido sobre un capital inicial a interés compuesto en un período determinado será:

$$S = C (1 + i)^n$$

, Si la tasa de interés permanece constante en el periodo.

Una cuestión fundamental en el mundo de los negocios es la determinación del valor de aquellos bienes expresables en dinero, que por alguna condición se recibirán en fecha futura. El valor actual o presente a interés compuesto de un dinero que se recibirá en fecha futura, es aquel capital que a interés compuesto tendrá, en el mismo tiempo, un monto equivalente a la suma de dinero que se recibirá en la fecha convenida. de tal manera que

$$VP = \frac{VF}{C (1+i)^n}$$

Así, este concepto constituye la base sobre la cual se determinan los parámetros (como el valor presente neto o la tasa interna de rendimiento) para medir la rentabilidad de las inversiones.

C.-CALCULO DE LA RENTABILIDAD DE LA INVERSION (17):

Como es sabido, todo inversionista que acude al mercado bursátil de capitales tiene interés económico, el cual responde a la búsqueda de un beneficio que retribuya a la inversión que realizó al comprar acciones. La rentabilidad de la inversión en este instrumento del mercado, depende de factores como:

(17).-Para mayor información sobre el tema, consultar la siguiente bibliografía:
—Gitman, Lawrence J. Fundamentos de Administración Financiera, Ed. Haria, México 1969.
—Van Horne, James C. Administración Financiera, Ed. Prentice Hall, México, 1966.
—Sharpe, William. Investments, Ed. Prentice Hall, USA, 1978.

1- El precio de cotización al momento de realizar la inversión y el vigente cuando se venda la acción.

2- Los beneficios por operación que alcance la empresa, los cuales se pueden traducir en dividendos pagados.

3.-Variaciones en el número de acciones por concepto de aumento de capital social.

4.-El nivel de inflación alcanzado entre la fecha de compra y la de venta.

5.- Los costos de transacción y/o intermediación financiera, entre los que se puede encontrar los correspondientes a las comisiones de los corredores, los derechos de bolsa y el impuesto que se aplica a las ganancias de capital.

Una vez identificados éstos factores, es posible llevar a cabo el cálculo de rentabilidad, dada la siguiente ecuación:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{(\text{Inversión final} - \text{Inversión inicial}) \times 100}{\text{Inversión inicial}}$$

En donde el numerador se compone de: ganancia de capital, que se obtiene de la diferencia de precios; dividendos decretados por la emisora; aumento de capital, dado por: canje, ampliación de capital, división de la sociedad, pago de dividendos en acciones, etc. por tanto se tiene:

$$\text{Inversión final} = n_1 \text{ PI} + n_1 d$$

$$\text{Inversión final} = n_0 \text{ PO}$$

En donde:

n_1 = Número de acciones al final del período.

n_0 = Número de acciones al principio del período.

PI = Precio de adquisición de la acción.

PO = Precio final de la acción.

d = Dividendo por acción, con pleno derecho, para las acciones que se tengan al final del periodo.

An = Aumento de nuevas acciones.

$$\text{RENTABILIDAD} = \left[\left(\frac{PI - PO + d}{PO} \right) + \left(\frac{(A n) PI}{PO nO} \right) + \left(\frac{(A n) d}{PO nO} \right) \right] \times 100$$

En caso de que no existan variaciones en el número de acciones, es decir, $n = 0$, entonces, la rentabilidad se reduce a:

$$\left(\frac{PI - PO + d}{PO} \right) \times 100$$

Que es la manera tradicional del cálculo de la rentabilidad de las acciones.

Si se presenta el caso tradicional en que las nuevas acciones emitidas, no tengan derecho a dividendos, la rentabilidad se presenta de la siguiente manera:

$$\left[\left(\frac{PI - PO + d}{PO} \right) + \left(\frac{(A n) PI}{PO nO} \right) \right] \times 100$$

De esta manera, la rentabilidad se descompone en tres partes que son las siguientes:

A).- Ganancia de capital = $\left[\left(\frac{PI - PO}{PO} \right) \times 100 \right]$

B).- Dividendos ganados = $\left(\frac{d}{PO} \right) + \left(\frac{(A n) d}{PO nO} \right) \times 100$

C).- Ganancias por ampliación de capital = $\left(\frac{(A n) PI}{PO nO} \right) \times 100$

Como ejemplo para el caso de Cemex (serie "B"), en el cual se decretó un dividendo en efectivo de n\$ 1.00 por acción por el ejercicio correspondiente a 1992, y dado que fue el único dividendo decretado, se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Rentabilidad} = \left(\frac{PI - PO + d}{PO} \right) \times 100$$

En donde **PO** = Precio al inicio de la inversión = N\$ 47.40 (Cierre dic 92)

En donde **PI** = Precio al final de la inversión = N\$92.60 (Cierre dic 93)

En donde **d** = Dividendo decretado (10 de mayo de 1993) = N\$ 1.00

Se tiene $\left(\frac{(92.60 - 47.40) + 1.00}{47.40} \right) \times 100 = 97.5\%$

CONCLUSION:

Por lo que se refiere al aspecto cuantitativo de Cemex, al primer trimestre de 1994, derivado de un menor volumen de ventas de cemento como consecuencia del lento crecimiento económico del país; el aumento sustancial en las tasas de interés y su impacto en la carga financiera; la depreciación del tipo de cambio que contribuyó a una mayor crecimiento de las pérdidas cambiarias; se han traducido en decrementos en términos reales de sus ingresos y resultado neto, lo cual se ha refleja en menores ritmos de rentabilidad.

No obstante lo anterior, consideramos que la expectativa de mediano y largo plazo será favorable para la empresa, si se consideran los aspectos cualitativos como: La expectativa de crecimiento económico mexicano de 1% y 1.5% estimado para 1994 y 1995 respectivamente, situación que se traducirá en un mayor dinamismo del sector construcción (reactivación de la demanda domestica de cemento); globalización de la empresa; fuertes planes de inversión dada la perspectiva de la demanda futura; los indicios de recuperación del mercado cementero de E.U.; y mejoría en la actividad económica del mercado Español, entre otros.

De acuerdo al comportamiento de los precios de la acción de Cemex y tratando de evaluar su rentabilidad, se obtiene que por cada peso invertido en las acciones de Cemex de diciembre de 1992 y 1993 a se obtuvo una rentabilidad del 97%. Dicha cifra supera en forma importante al rendimiento acumulado ofrecido por el Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV que fue de (47.8% nominal), en igual período.

La expectativa de crecimiento del país para 1994 y 1995 plantea un escenario positivo para el mercado de renta variable en el mediano y largo plazo como reflejo del crecimiento esperado en los resultados de las empresas, lo cual se traducirá en mejores niveles de rentabilidad.

De acuerdo con el comportamiento de los últimos dos años, el Mercado de Valores medido a través del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), ha presentado un comportamiento descendente en términos reales, prueba de lo anterior, es que mientras en 1991 el crecimiento de este indicador se ubico en 91.6% en términos reales, en 1992 dicho crecimiento apenas ascendió a 9.8%, tendencia que se reflejo para el ejercicio de 1993 al ubicarse dicho indicador en 36.9%, y una contracción de 5.3% al mes de abril de 1994.

Otro elemento que contribuyo a un menor desempeño del IPC, fue el comportamiento de las tasas de interés en términos reales, las cuales como mecanismo de estímulo a la inversión extranjera influyo para que los flujo de inversión se canalizaran a diversos instrumentos de mercado de dinero.

	ene-dic 92 nominal (%)	ene-dic 92 real (%)	ene-dic 93 nominal (%)	ene-dic 93 real (%)	ene-abr 94 nominal (%)	ene-abr 94 real (%)
Índice de la BMV	22.91	9.83	47.92	36.95	(11.65)	(13.84)
Oblig. Quirografarias.	21.38	8.47	21.78	12.73	4.83	2.55
Cetes 28 días	18.98	4.52	15.59	7.02	3.99	1.82
Cetes 91 días	17.29	4.82	18.24	7.82	4.10	1.73
Papel Comercial 28 días	24.95	11.67	22.45	13.37	5.53	3.13
Acap. Bancarias 28 días	21.92	8.95	17.80	9.05	4.59	2.21
Pag.con Rend. Liq. Vio 1 mes	15.31	3.05	19.00	10.17	4.09	1.72
C.P.P.(PROM)	18.78	6.15	18.58	9.77	12.72	10.18
Cartera "B"	47.40	31.72	92.60	78.32	71.00	67.16
Inflación.	11.94		8.01		2.3	

El índice de la BMV forma acumulada ene-abril de 1994 refleja una contracción muy importante en términos reales, situación que consideramos ha sido influida por un menor dinamismo de la economía, el cambio de sexenio, y factores de índole político entre otros.

De acuerdo a nuestra clasificación de alternativas de inversión, pasó a ocupar el último lugar de crecimiento en términos reales, siendo superado en forma importante a instrumentos como: el papel comercial y las aceptaciones bancaria, las cuales normalmente se manejan por arriba de la tasa de los cetes, lo cual es indicativo de que este tipo de instrumentos en términos reales pagaron una tasa atractiva, lo cual aunado a las expectativas de la bolsa, provocó un cambio importante de flujo de inversión hacia el mercado de dinero.

El caso de las acciones de Cemex, se observa que mientras en 1992 reflejó una contracción en términos reales del 2.9%, debido básicamente a que el Mercado de Valores no consideró como positivas sus políticas de un mayor empasivamiento, para cumplir con sus metas de inversión en las adquisiciones Españolas. Sin embargo, el público inversionista tuvo que darse cuenta que es una empresa con una muy importante posición competitiva; reducción de sus costos, siendo las de mas bajo costo a nivel mundial; su diversificación geográfica; su expansión en concreto premezclado; y por último, la posibilidad de la firma del TLC, lo que se traducirá en un incremento de sus mercados.

Las acciones de Cemex han sido fuertemente demandadas, prueba de lo anterior, es que su crecimiento en términos reales al cierre de 1993 se ubicó en 76.7% superando en forma importante al mercado accionario que ha experimentado un avance de 36.9%, y a las demás alternativas de inversión.

5.-PORTAFOLIOS DE INVERSION:

En virtud de que la decisión de inversión en este trabajo se ha referido a la forma de valorar una acción particular, consideramos de suma importancia resaltar los planteamientos de la teoría de portafolios de inversión, si bien es cierto, que un alto porcentaje de analistas bursátiles reconocen su importancia, no realizan su correcta aplicación debido al desconocimiento de su metodología, situación que menoscava la importancia del analista mexicano ante la presencia de instituciones financieras extranjeras.

La teoría de portafolios de inversión se define como la técnica que permite poder interrelacionar conceptos como **el rendimiento, el riesgo y la diversificación**, de un conjunto de títulos bursátiles en renta variable.

El rendimiento que recibe un inversionista a través de una acción proviene tanto de los dividendos que paga el título como las ganancias de capital que obtiene por la variación en su precio; **el riesgo** de una acción se entiende como la incertidumbre que existe en cuanto al precio del título en una fecha futura; **la diversificación** reduce la variabilidad, y por tanto el riesgo en determinado portafolio de inversión.

La teoría de carteras comienza a partir de la premisa de que a todos los inversionistas les disgusta el riesgo. Esto quiere decir que prefieren rendimientos altos y resultados garantizados. La teoría le indica como combinar acciones en su cartera para que con el menor riesgo posible obtengan el rendimiento que buscan.

El riesgo de una cartera no depende solamente del riesgo de las acciones que la componen tomados independientemente, sino también, del grado con el cual se interrelacionan los rendimientos entre si.

Desde luego, la suerte de las compañías se mueve en la misma dirección. Sin embargo, mientras exista un grado de falta de paralelismo en los resultados de las empresas individuales, la diversificación siempre reducirá el riesgo. Parte del riesgo total o variabilidad de una acción esta formada por el riesgo sistemático, que es el que surge de la variabilidad de los precios de las acciones en general y de la tendencia de todos a moverse con el mercado.

La variabilidad restante en los rendimientos de una acción se le llama riesgo particular o no sistemático; este tipo de riesgo se debe a factores que afectan a esa empresa en particular. El riesgo sistemático o de mercado captura la reacción de las acciones individuales ante movimientos generales del mercado. Algunas acciones tienden a ser muy sensibles a estos movimientos, mientras que otras son mas estables. Esta sensibilidad se puede estimar con base en la historia de los rendimientos y es conocido por la letra griega "beta".(18)

Beta es la descripción numérica del riesgo sistemático. la idea que se encuentra detrás de las mediciones de las betas es la de ponerle números precisos a las ideas intuitivas. El cálculo de las betas es esencialmente la comparación de los rendimientos de una acción con los índices del mercado.

(18).-Para profundizar en el tema véase:

--Sharpe William F., *Portfolio Theory and Capital Markets*, Stanford University, 1970, Editorial Mc Graw Hill series in Finance.

--Edwin J. Elton, Gruber Martin J., *Modern Portfolio Theory and Investments Analysis*, United States of America, fourth Edition, Jhon Wiley and Sons, Inc.

--Kolb Robert W., *Investments*, United States of America, second Edition, Scott, Foresman and Company.

Su forma de cálculo parte de la base de elaborar una ecuación por el método de mínimos cuadrados ordinarios. Estadísticamente esta recta es la que ajusta y explica los rendimientos de una acción en forma específica con respecto a los rendimientos del IBMV, la cual se expresa formalmente de la manera siguiente (19):

$$R_{it} = x_i + B_i R_{mt} + e_{it}$$

DONDE :

R_{it} ES LA TASA DE RENDIMIENTO DE LA ACCION i , DURANTE EL MES t ;

R_{mt} ES LA VARIACION PORCENTUAL DEL MERCADO MEDIDO POR EL I.B.M.V. DURANTE EL MES t ;

B_i ES LA BETA DE CADA ACCION, QUE INDICA RELACION EXISTENTE ENTRE LAS FLUCTUACIONES DE LA ACCION i Y LAS FLUCTUACIONES DEL I.B.M.V.;

e_{it} ES LA PARTE ESPECIFICA Y NO SISTEMATICA DEL RIESGO DE LA ACCION i ; Y

x_i ES EL RENDIMIENTO ESPERADO DE LA ACCION i CUANDO EL I.B.M.V. NO VARIA.

(19).-interpretación de los parámetros:

b_i : La beta es un parámetro que cuantifica como cambia el rendimiento de una acción en particular al variar el rendimiento del IBMV en otras palabras, la beta es una medida de la sensibilidad de las fluctuaciones del precio de dicha acción con respecto a las del IBMV entre mayor sea esa sensibilidad, mayor será el riesgo de invertir en esa acción y, a su vez, mayor el rendimiento esperado.

Los demás parámetros estimados por la regresión se interpretan como sigue:

x_i : Se interpreta como el rendimiento mensual promedio que proporciona una acción independientemente del comportamiento del mercado. Generalmente no es significativamente distinta de cero y no es estable de un periodo a otro, por lo que no tienen prácticamente ninguna relevancia.

e_{it} Es la parte específica y no sistemática del rendimiento de una acción, que además de no explicarse por el rendimiento del IBMV, es esporádico. Se le conoce también como el residual de la regresión y su valor esperado es de cero.

El método de mínimos cuadrados ordinarios, además de los parámetros de la regresión, arroja los siguientes datos:

r^2 : Esta medida estadística obtenida de la regresión es el porcentaje de las variaciones de los rendimientos de una acción que se explica por los movimientos del mercado. Es, por lo tanto, el porcentaje del riesgo total de una acción que es el riesgo de mercado.

La desviación de los errores: Esta estadística se obtiene de la regresión y representan una medida de riesgo único de la empresa, del riesgo diversificable.

De dichos comportamientos se deprenden conclusiones como: las acciones con beta igual a uno, que significa una variación determinada del rendimiento del IBMV, implica la misma variación en la tasa de rendimiento de la acción, o lo que quiere decir, es que dichas acciones con esa beta presentan el mismo comportamiento que el del IBMV.

Cuando la beta de determinada acción es mayor que uno significa que es muy "agresiva" porque su tasa de rendimiento varía más que las fluctuaciones del IBMV, siendo recomendables estas acciones cuando se pronostica que el Mercado Accionario va a presentar un crecimiento. Las acciones con betas menores a uno, son las "conservadoras" porque su tasa de rendimiento varía menos que el IBMV; se invierte en estos tipos de papeles cuando se estima que el mercado de capitales esta riesgoso y puede presentar un ajuste.

La importancia de esta metodología es que permite al público inversionista elegir entre distintas carteras de inversión optimas de acuerdo a su disposición al riesgo, sus necesidades de liquidez, de inversión de largo plazo, etc.

En el caso de Cemex, de acuerdo con información diaria de las acciones (enero-septiembre de 1993), así como el IBMV, se puede observar que sus acciones presentan un rendimiento promedio de 3.6% la serie A y 2.99% la serie B, que son las más bursátiles.

Así también resalta una alta correlación respecto al índice de la bolsa, lo cual, es indicativo de que su comportamiento esta muy vinculado con el comportamiento de la misma, Cuando las estimaciones son de que el mercado accionario va a presentar un crecimiento importante, se verá reflejado en las acciones de Cemex.

Respecto a sus betas, también es de hacer notar que se encuentran por arriba de la unidad, lo que significa que su tasa de rendimiento varía más que 1% el rendimiento del IBMV con base en lo anterior, se califican a las acciones de Cemex como agresivas y seguramente se encontraran incluidas en la mayoría de los portafolios de inversión que manejan las Casas de Bolsa tanto nacionales como internacionales.

A continuación se muestran los principales indicadores para efectos de la evaluación de portafolios de Cemex y, otras emisoras importantes dentro del Mercado de Valores.

	IPC	CEMEX A	CEMEX B	APASCO	TELMEX L	GIFRA C	BANACCIB
REND. PROM	0.159688	3.621893	2.985724	1.905107	-0.31943	2.106590	1.91441
VARIANZA	1.541578	3.405599	3.020879	2.855727	2.153883	3.144670	3.064768
COVARIANZA		1.813809	1.751341	1.581508	1.823919	1.707372	1.695382
BETA		1.176484	1.139072	1.025903	1.053415	1.107549	1.096759
CORRELACION		0.794703	0.814848	0.756783	0.894770	0.778572	0.783109

	GCARSO A1	KIMBER A	TMM L	VITRO	GIGANTE BCP	GFB B	ICA
REND. PROM.	0.830487	0.672646	2.247894	0.885512	5.185185	1.979945	-0.55147
VARIANZA	2.102092	1.747481	4.072581	2.895355	6.246391	4.087119	2.007932
COVARIANZA	1.504437	0.937140	1.504564	1.329088	1.582817	1.847150	1.15845
BETA	0.975908	0.607910	0.975591	0.862188	1.026752	1.198222	0.751079
CORRELACION	0.839085	0.573286	0.569935	0.630415	0.512123	0.736842	0.660745

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

6.-EVALUACION DE PROYECTOS (20).

Aunado a los aspectos señalados en capítulos anterior, consideramos importante señalar el papel que reviste la evaluación de proyectos de inversión, por los vínculos que presenta con el análisis fundamental, dado que su objetividad radica en conocer la rentabilidad de determinada inversión en forma eficiente, segura y rentable.

Su importancia radica en proporcionar la pauta metodológica a seguir para una mejor toma de decisiones, permitiendo conocer la viabilidad técnica, económica, administrativa y financiera de la asignación de recursos para la generación de un bien o servicio, permitiendo también conocer su impacto en la economía.

Los proyectos de inversión pueden ser canalizados tanto para las necesidades del sector público como privado, pues las diferencias de tratamiento se relacionan mas con los criterios de justificación económica que con los tipos de antecedentes que es necesario recopilar, elaborar, ordenar y presentar en este tipo de estudios.

La generación de proyectos, dependerá de las necesidades que puedan tener los diversos sectores de la economía, dado que siempre existirá una necesidad humana de un bien o un servicio, situación que justifica la necesidad de elaborar determinado proyecto de inversión.

(20).-Para profundizar mas en el tema véase:

--Naciones Unidas, Manual de Proyectos de Inversión y las Pautas de Evaluación de Proyectos, Diciembre de 1968 y 1972 respectivamente.

--Urbina G. Baca, Evaluación de Proyectos, Editorial Mc Graw Hill, Segunda Edición.

--Despacho de Contadores Públicos Ruiz Uriquiza & Cia., diversos trabajos realizados.

--Nacional Financiera, Diplomado en el ciclo de vida de los proyectos de inversión.

La formulación del proyecto se refiere al estudio previo de factibilidad consistente en comprobar la viabilidad del proyecto de inversión mediante el análisis y evaluación más detallado de la información derivada de la recopilación de información, además de hacer una investigación detallada de las variables que integraran y afectaran al proyecto de inversión, en forma directa o indirecta esto, a corto, mediano y largo plazo, durante la vida planeada para el proyecto. Lo anterior consiste en: contar con las estadísticas macro y microeconómicas; evaluación de la inversión con recursos propios (de los accionistas); determinación de necesidades y fuentes de financiamiento, los montos respectivos así como sus costos; identificación y análisis de estímulos fiscales; análisis de la competencia; identificación de mercados; y la viabilidad de la asignación de recursos, rendimientos esperados, y un análisis de los recursos financieros, humanos y técnicos necesarios.

La etapa de evaluación del proyecto se caracteriza por contar con el informe del texto del proyecto y el estudio de factibilidad que se integrará por los siguientes aspectos:

a).- El estudio de mercado como primer punto y el más importante a considerar en la elaboración del informe del proyecto, de sus conclusiones serán los puntos de partida para el estudio técnico y financiero. Su objetivo es demostrar la existencia de las necesidades en los consumidores, por el bien que se pretende fabricar en otras palabras, presentar los elementos de juicio necesarios para establecer la presencia de una demanda efectiva. Dicho estudio deberá presentar enfoque en factores como: la demanda, la oferta, el precio, los canales de distribución (producto, precio, publicidad y propaganda).

b).-El estudio técnico que consiste en un estudio básico que pretenda abarcar el tamaño, procesos productivos, tecnología, disponibilidad de materias primas, y localización del proyecto y, los estudios complementarios sobre las obras físicas, organización y calendario de construcción y actividades.

c).- El estudio financiero se refiere a que el inversionista realizará asignaciones importantes de recursos al proyecto, solo si espera que su rentabilidad de las inversión sea satisfactoria. Su finalidad de este estudio es la de demostrar que existen recursos suficientes para llevar a cabo el proyecto de inversión, así como de un beneficio rentable; en otras palabras que el costo de capital invertido será menor que el rendimiento obtenido y que el rendimiento que dicho capital se obtendrá en el horizonte económico (instalación, producción y liquidación).

La información de este apartado debe contener, la determinación de: el presupuesto de recursos financieros necesarios para el desarrollo del proyecto en su totalidad; la determinación y evaluación de los flujos de efectivo presupuestados; el plan de financiamiento, indicando en este sí las fuentes de recursos serán internas (utilidades capitalizables, depreciación, amortización, incremento de pasivos acumulados, etc) y/o externas (créditos bancarios, prestamos de empresas afiliadas, prendarios, hipotecarios, refaccionarios, acciones preferentes, obligaciones y arrendamiento); el análisis de sensibilidad, referido a los cambios de uno o más factores dentro de ciertos rangos lógicos, siendo el objetivo forzar al proyecto para asegurar al máximo posible su rentabilidad a través de elementos como: horizonte económico, volumen de producción y precio del producto, costos y gastos, tasa mínima de rendimiento definida, el flujo del proyecto, con base en criterios muy conservadores, probables y optimistas.

d).-El plan de implantación donde se establecen los elementos cuantificables y no cuantificables del proyecto, además de la combinación adecuada de estos. Dicho aspecto consiste en realizar un programa de actividades calendarizado, donde se determinen los cursos de acción que habrá de seguirse, esto puede hacerse a través de manuales de política y procedimientos, diagramas de flujo de procedimientos y procesos, presupuestos.

Por último, se deberán de considerar dos aspectos importantes que son: por un lado, el arranque y funcionamiento del proyecto de inversión que consiste en la implantación del proyecto una vez seleccionado el modelo a seguir y considerar, por ejemplo, la compra de terrenos, instalaciones de maquinaria, sistemas operacionales y administrativos, selección de personal y operación inicial del negocio. y por el otro, la última etapa que es el control, seguimiento y evaluación del proyecto de inversión, que consiste en la comparación y medición de los resultados reales contra los presupuestados.

IV.- CONCLUSIONES

CONCLUSIONES:

De acuerdo al estudio realizado en la presente tesis, consideramos importante comentar las siguientes conclusiones:

- 1.- En un Mercado de Valores, donde persisten los elementos como rentabilidad y riesgo, existe la necesidad de tratar de reducir los riesgos lo máximo posible en beneficio del público inversionista; la utilización de las técnicas de análisis fundamental, permiten llegar a una mejor toma de decisiones de inversión, y por ende es ahí donde radica su importancia.
- 2.- Cabe señalar, que si bien es cierto que existen otras técnicas de análisis (análisis técnico), estas no se contraponen al análisis fundamental, sino más bien deberán ser complementarias.
- 3.- En el análisis fundamental no debe considerarse un criterio único para la evaluación de las empresas; dado que estas compiten en un mercado, cada una de ellas presenta características específicas de positivas o de vulnerabilidad, situación que deberá de contemplarse al realizar su evaluación.
- 4.- Existen riesgos en el entorno a las empresas, como de tipo legal / fiscal, políticos, y económicos, que pueden cambiar su curso, por lo cual es recomendable una extrema vigilancia de los mismos, con la finalidad de realizar cambios en las estrategias de inversión.
- 5.- Es recomendable que se cuente con el conocimiento del comportamiento del sector o rama industrial de la empresa que se esta analizando, o en su caso, que se alleguen de comentarios de instituciones de investigación económica, para que por medio de esto, se puedan valorar las repercusiones en la misma.

6.- Es importante resaltar la utilización de técnicas de integración de portafolios de inversión en base a decisiones de índole matemático a través de las técnicas de las betas, con la finalidad de eliminar el riesgo sistemático o de mercado, y que se refiere básicamente, a cuantificar la sensibilidad ante movimientos generales del mercado. Así mismo, también es recomendable diversificar los portafolios de inversión dependiendo el perfil del inversionista a ser conservador o agresivo.

7.- La certidumbre de la economía del país, derivada de la evolución de sus principales indicadores, acorde con las nuevas condiciones imperantes en el ámbito financiero internacional, obligara a la necesidad que las áreas de análisis bursátil sean cada vez mas eficientes y esto sea el puntal de su evaluación, comparativamente con los del exterior.

8.- Así mismo, se considera que este es un campo, en el que constantemente existen cambios, y por tanto, queda mucho por investigarse y que en base al conocimiento adquirido se deberán de desarrollar nuevas técnicas de valuación en beneficio del Mercado Mexicano de Valores.

9.-Con los elementos expuestos conceptualmente así como las técnicas del análisis fundamental, se analizó el caso practico de la empresa Cemex, S.A., para el cual se puede concluir que es una empresa con un alto potencial de crecimiento, situación que se ha reflejado en la rentabilidad que ha ofrecido en los últimos años. hecho que ha sido considerado y por ende su inclusión en los portafolios de inversión de instituciones financieras e inversionistas individuales tanto nacionales como internacionales, con lo anterior se puede observar como el análisis fundamental constituye una herramienta adecuada para la toma de decisiones para invertir en la Bolsa de Valores.

CASO PRACTICO: CEMEX

1.- ANTECEDENTES:

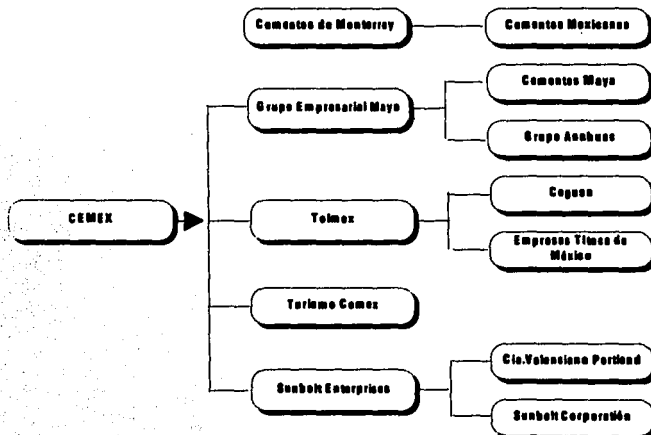
Cemex, S.A., con 85 años de actividad, es una sociedad controladora de compañías cuyas actividades se orientan hacia la industria de la construcción, a través de la producción y comercialización de cemento y concreto. Así mismo, posee subsidiarias que participan en la industria turística por medio de la construcción de hoteles y desarrollos de categoría gran turismo. Inicio sus cotizaciones en la Bolsa Mexicana de Valores el 5 de enero de 1978. Hoy en día es el cuarto productor de cemento a nivel mundial después de Holderbank, Italcement y Lafarge y el principal de origen americano.

2.- CONSEJO DE ADMINISTRACION:

CONSEJEROS PROPRIETARIOS	CONSEJEROS AJENOS
Marcelo Zambrano Hellon	Jorge García Segovia
Roberto Zambrano Lozano	Tomás Brittingham Longoria
Rodolfo F. Barrera Villareal	Tomás Milmo Zambrano
Juan F. Muñoz Terrazas	
Eduardo Brittingham Sumner	
Lorenzo Milmo Zambrano	

3.- ESTRUCTURA CORPORATIVA:

- Corporativamente Cemex realiza su actividad a través de 6 divisiones fundamentales y que a continuación se señalan:



4.- FUSIONES Y ADQUISICIONES:

Es uno de los grupos industriales más importantes de México, es la cementera más grande del continente americano, actualmente se encuentra inmersa en el contexto de la competencia internacional al ser la cuarta productora más grande del mundo, después de Holderbank; Lafarge; y Blue Circle.

A través de la historia se han caracterizado por ser una empresa agresiva en términos de globalización, prueba de ello, son las inversiones realizadas en los siguientes periodos:

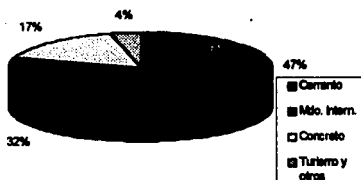
- En 1966 adquirió Cementos maya y en 1976 Cementos Guadalejara.
- En 1987 y 1989 realizaron la compra de Grupo Anahuac y Cementos Tolteca respectivamente.
- En julio y agosto de 1992 adquieren la Valenciana de Cementos Portland y de la auxiliar de la construcción "Sansón", la primera y segunda productoras más grandes de España en términos de ventas.
- Poseen el 49% de las acciones de Control Administrativo Mexicano, sociedad controladora de Cementos Chihuahua. Así también, cuentan con participación minoritaria del 29% de Lehigh White Cement, principal productor de cemento blanco en E.
- En febrero de 1993 realizaron la adquisición del 50% de las empresas Concern LTD y Contrade LTD, comercializadoras y distribuidoras de cemento en el Caribe. Es de mencionar, que esta zona, cuenta con un consumo de 9 millones de toneladas e importaciones del 20% de sus necesidades, mismas que se estima serán cubiertas por Cemex.
- En marzo de 1993 se anunció un acuerdo entre Cemex y la empresa Venezolana de cemento, para que de manera conjunta realicen actividades de control y operación de la corporación.
- En el primer semestre de 1993 se adquirieron los activos de Cementos Hidaigo con una capacidad de producción de 500,000 toneladas anuales, con lo cual Cemex refuerza su posición en los mercados de Nuevo León, Coahuila y Tamaulipas.

5.- CAPACIDAD DE PRODUCCION:

Al terminar el año de 1993 (incluyendo Sansón y Valenciana) Cemex tenía 30 plantas productoras de cemento, 28 terminales de distribución y 303 dosificadoras de concreto, con una capacidad instalada de producción de 35.5 millones de toneladas anuales de cemento, prácticamente el triple de su capacidad de 5 años atrás.

Al primer trimestre de 1994, en su información financiera por orden de importancia se refleja que las ventas de cemento representaron el 47.4% de sus ingresos totales, seguido de las ventas realizadas en el mercado internacional las cuales representaron el 31%, destacando que el área de concreto ha tomado una importante relevancia al contribuir con el 16.3%, así también, la división turismo reflejó apenas un 2%.

CEMENTOS MEXICANOS S.A. DE C.V.
(VENTAS POR DIVISION al 1o. TRIM DE 1994)



Cabe mencionar que después de que la empresa en ejercicios anteriores fue altamente exportadora, dicho concepto ahora es de apenas 1.6%, debido a la demanda de dumping impuesta desde agosto de 1992. No obstante, se debe de considerar que el 50% de sus ingresos son en monedas duras que provienen de sus operaciones en el extranjero.

6.- SITUACION FINANCIERA:

Cemex, es la empresa de mayoría en la división cemento en el país, prueba de lo anterior, al primer trimestre de 1994 reportó Activos Totales del orden de N\$ 27,049 millones, cifra 4% superior a las reportadas en el mismo periodo del año anterior, integrado básicamente por un 18% de activos circulantes (inversiones temporales, cuentas por cobrar e inventario entre otros), 7% de activos de largo plazo (inversión en acciones de subsidiarias y asociadas no consolidadas), 53% de activo fijo neto (inmuebles y maquinaria y equipo industrial) y 22% de activo diferido neto.

Por lo que se refiere a sus pasivos totales, se observa que la política de la empresa es continuar reestructurando sus pasivos de corto hacia largo plazo, lo anterior, les permite contar con un mayor margen de maniobra. Al primer trimestre de 1994 ascendieron a N\$ 14,027 millones, reflejando un comportamiento similar al de los activos totales, al presentar un crecimiento del 4%, debido a un aumento en sus pasivos de largo plazo. Este concepto, está integrado básicamente por los pasivos de corto plazo al representar el 29%, y el restante 71% compuesto de pasivos de largo plazo y otros créditos diferidos. Es importante señalar, que este concepto es el que ha dado origen al impacto que ha tenido que soportar la empresa en sus resultados, como se verá más adelante.

Su capital contable de N\$ 10,420 millones presentó un incremento patrimonial de 3.7% en el periodo señalado, integrado fundamentalmente por el capital social y su actualización; los resultados acumulados de ejercicios anteriores; las reservas para la recompra de acciones; la insuficiencia en la actualización del capital y el resultado del ejercicio.

Registro al primer trimestre de 1994 una caída en términos reales de 2.3% y 25.5% en sus ventas totales y resultado neto respectivamente en relación con igual periodo de 1993. Situación que se explica en buena parte por el marginal crecimiento económico del país.

Han empleado una política agresiva en el control de costos y gastos, prueba de lo anterior, es que mientras en 1990 ascendían al 85% de sus ventas totales a partir de 1993 y al primer trimestre de 1994 se ubican en el rango de 76% a 74%. Situación que se traduce en una mejoría en sus utilidades de operación. Los márgenes de operación como consecuencia de lo anterior y en función del comportamiento de las ventas presentan ligeros aumentos porcentuales al pasar de 24.4% a 26.4% de 1993 al primer trimestre de 1994 respectivamente. Cabe mencionar, que este indicador es el que refleja en una mayor medida la calidad de las utilidades de las empresas.

Respecto a la productividad de los activos totales, y de acuerdo al giro de Cemex como empresa cementera la cual se caracteriza por pertenecer a una industria intensiva en capital, se observa que el indicador de rotación de activos en los últimos 5 ejercicios analizados presentan porcentajes entre 20 y 30% de ventas a activos totales (34% a marzo de 1994).

Situación que se explica por la fuertes inversiones realizadas en equipo, prueba de lo anterior, es que en 1992 periodo en el que se realizaron adquisiciones y fusiones sus activos totales crecieron en 91%, al primer trimestre de 1994 dicho aumento fue de 4%, reflejo de inversiones en mantenimiento y reposición de equipo.

El aumento o disminución en las tasas de interés domesticas e internacionales tienen su impacto en los resultados de las empresas, derivado de los montos de sus pasivos. Como consecuencia, del crecimiento económico de E.U., (país con el cual comerciamos alrededor del 80%, por ende del cual tenemos una importante dependencia), y las altas presiones inflacionarias, aumentaron sus tasas de interés como medida de escape, situación que se refleja de manera importante como variable externa en las empresas mexicanas que cuentan con altos niveles de apalancamiento en moneda extranjera.

Por el otro lado, la reacción en México ante tal situación fue elevar la tasa líder (cetes al 18%) como medida de evitar una posible fuga de capitales, aspecto que provoco un efecto multiplicador en las empresas domesticas, dado que también han incurrido en créditos en moneda nacional, con la respectiva consecuencia de un aumento sustancial en los intereses (carga financiera) reflejados en el costo integral de financiamiento (CIF). En nuestro caso practico de Cemex, se observo que los intereses pagados crecieron el 14% en el primer trimestre de 1994 en relación con el primer trimestre de 1993, aunque cabe mencionar que de forma neta (intereses pagados menos los ganados) tuvo una menor repercusión.

La depreciación del tipo de cambio de 8% en el primer trimestre de 1994 ha impactado de forma importante a las empresas mexicanas importadoras y exportadoras, prueba de lo anterior, es que de una muestra de 82 empresas registradas en la Bolsa Mexicana de Valores, mientras que en el primer trimestre de 1993 registraron una utilidad en cambios del orden de 77.7 millones de nuevos pesos, al primer trimestre de 1994 reflejaron una pérdida en cambios de 4,859.5 millones de nuevos pesos. En nuestro caso practico de Cemex, en las fechas señaladas reflejo un crecimiento sustancial al pasar de 22.8 millones a 434.8 millones de nuevos pesos (5.9% y 150% como proporción del resultado neto respectivamente), situación que se tradujo en menores márgenes de utilidad.

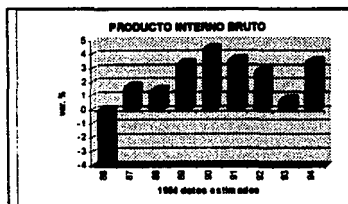
La inflación, esta variable económica aunque no ha reflejado movimientos importantes en 1993 y al primer trimestre de 1994, incide en el resultado por posición monetaria (rubro del costo integral de financiamiento) por el efecto de actualización por inflación en los activos y pasivos monetarios de las empresas, lo cual les arroja una situación activa o pasiva en la medida que los activos o pasivos sean mayores.

De una muestra de 82 empresas inscritas en Bolsa al primer trimestre de 1993 y 1994, se observo que su resultado por posición monetaria resulto ser pasiva (es decir, sus pasivos monetarios fueron mayores a los activos monetario) situación que amortiguo el impacto de las variables señaladas en los párrafos anteriores en el costo integral de financiamiento, dado que dichas cifras pasaron de 1,466.1 millones de nuevos pesos a 909 millones del primer trimestre de 1993 y 1994 respectivamente, lo cual denota su menor impacto favorable el CIF. En el caso de nuestra empresa de estudio (Cemex) se reflejo la misma tendencia al tener una repercusión en la utilidad neta al pasar del 65% al 58% en los periodos mencionados respectivamente.

Cemex se ha caracterizado por reflejar fuertes niveles de apalancamiento (situación que se explica por las fuertes inversiones realizadas en adquisiciones), el cual se ubico en 134.6% de pasivo a capital al primer trimestre de 1994, destacando que el 71% de sus pasivos son de largo plazo como consecuencia de las reestructuraciones llevadas a cabo en ejercicios anteriores, lo que les permite contar con un mayor margen de maniobra, no obstante, como se verá más adelante, por el monto de sus pasivos ha tenido que incurrir en una alta carga financiera, situación que se ha agudizado a raíz de los aumentos substanciales en las tasas de interés domesticas en términos reales y el comportamiento de esta variable económica en E.U., país en el cual se tienen concertada una buena parte de pasivos.

En contrapartida de los párrafos anteriores, no hay que olvidar que la empresa ha mantenido una tendencia constante en el comportamiento de sus principales indicadores de rentabilidad, prueba de lo anterior, es que su margen neto, operativo y su rendimiento sobre el patrimonio al primer trimestre de 1994 se ubicaron, en 13% , 26% y 15% respectivamente, lo cual habla de la buena calidad de utilidades de la empresa.

7.- ENTORNO ECONOMICO:



El Producto Interno Bruto (PIB) nacional se situó en 0.4% y 0.5% al cierre de 1993 y al primer trimestre de 1994 respectivamente. La significativa desaceleración del ritmo de actividad económica, de acuerdo con Banco de México se debió a diversas causas, entre las que mas destacan son: La incertidumbre que prevaleció prácticamente a lo largo de todo el año de 1993 y que venia gestándose desde 1992, en relación a la ratificación del Tratado de Libre Comercio (TLC).

Lo cual afecto la rentabilidad esperada de la inversión en la economía; La perspectiva de una desaceleración en la actividad económica, la incertidumbre acerca de su duración impactaron el gasto de inversión; a principios de año, no había certidumbre de una recuperación de la actividad económica mundial; el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos aumento en el primer trimestre de 1993, lo cual causo cierta inquietud que incidió en la evolución de la inversión privada; nulo aumento del consumo privado; la disparidad entre la inflación observada durante 1993 y la mayor inflación que para el año prevaleían la mayoría de los agentes económicos. A los aspectos señalados anteriormente por el Banco de México vale mencionar que recientemente han estado influyendo las expectativas de cambio de gobierno e inestabilidad política.

Comportamiento que se refleja en la industria de la construcción al presentar crecimientos del orden de 3.1% y 4% en los periodos anteriormente señalados, cifras que reflejan el carácter procíclico (crecimiento por arriba o abajo en mayor o menor proporción al crecimiento del PIB nacional) de este tipo de industria en relación con el crecimiento del país.

Este evento se tradujo en menores volúmenes de venta de su principal producto que es el cemento, aunque también hay que señalar que otro elemento que ha incidido negativamente ha sido la resolución de parte del Departamento de Comercio de E.U., en relación con los impuestos dumping.

El Mercado de Cemento en México.- La industria cementera provee de un insumo básico y poco sustituible en la industria de la construcción, razón por la cual su comportamiento variará en forma directamente proporcional a este sector. Las características principales de la industria de la construcción son:

-Es el sector económico más intensivo en mano de obra, por lo que su impacto socioeconómico es notable, es un sector altamente sensible al comportamiento de la economía, observándolo en el hecho de que si el PIB crece, la industria de la construcción lo hace en mayor grado y viceversa.

-depende de un mayor grado del gasto público principalmente a macro-proyectos de infraestructura.

La industria cementera ha presentado un fuerte dinamismo en su crecimiento en los últimos años debido a que, es un producto muy homogéneo, sus principales factores para competir son precio (optimización en sus costos a través de una mayor eficiencia de sus procesos productivos) y servicio (oportunidad e inventarios a través de un mayor acercamiento hacia los centros de consumo y materias primas).

A diferencia de los países industrializados en donde el cemento es considerado un commodity, en México éste se comercializa como un producto de consumo. En los países en donde el uso tradicional es el concreto, la comercialización del cemento es a granel, mientras que la distribución de este producto en el mercado mexicano contrasta con los patrones utilizados en los países desarrollados como E.U., en México, la distribución a granel representa aproximadamente el 20% de las ventas y la forma de distribución tradicional es el bolsas de papel con 50 kg, es la que aun prevalece en el país.

Lo anterior, determina una diferencia esencial en el sistema de distribución y comercialización, ya que ha mantenido la tendencia en la utilización de marcas regionales, que inciden en la lealtad de los consumidores hacia las mismas. La utilización de marcas percibidas por el cliente con diferencias importantes en cuanto a calidad y servicio se refiere. A la fecha Cemex comercializa su cemento en México bajo 5 marcas líderes (Monterrey, Anahuac, Cegusa, Maya y Totteca) dos de las cuales tiene casi 80 años de presencia en el mercado nacional y las 3 restantes entre 30 y 50 años.

8.- SITUACION SECTORIAL (CIFRAS AL 1o TRIM DE 1994 EN MILES DE N\$):

EMPRESA	ACTIVO TOTAL	PASIVO TOTAL	RECURSOS NETOS (NTE)	CAPITAL PATRIMONIAL	RECURSOS TOTALES	FLUJO OPERATIVO	CLP	UTILIDAD NETA	RENTA SOBRE INVERSIÓN
Apecco	4.940.939	1.202.004	2.738.935	2.659.511	499.942	101.667	66.910	30.420	60.508
Cemex	27.044.627	14.020.575	4.024.052	10.418.540	2.240.189	390.228	538.285	298.151	292.611
GCC	1.033.147	84.152	38.992	298.648	78.824	18.731	-10.072	22.052	24.528
Maysa	3.081.052	391.763	2.689.289	2.689.289	412.400	81.179	247	43.618	133.549
Ttoimex	6.491.061	1.642.889	4.848.172	8.818.883	770.147	218.403	66.295	137.849	350.440
Sector	43.889.820	17.847.843	5.136.367	23.412.961	3.898.186	1.007.222	663.178	523.107	1.788.187

PRINCIPALES RAZONES FINANCIERAS:

EMPRESA	RENTA ACT. TOTAL	RENTA PAS. TOTAL	RENTA CAP. PATRIM.	RENTA EN TÍTULOS	RENTA EN ACCIONES	RENTA UTIL. OPER.	RENTA SOBRE INVERSIÓN %	MARGEN OPERATIVO %	RENTA SOBRE CAPITAL
Apecco	10.01	29.53	3.41	7.59	-12.52	-41.67	8.25	20.60	8.26
Cemex	4.29	4.13	3.87	-2.27	0.96	-29.81	13.93	39.36	13.04
GCC	7.12	0.48	7.85	18.29	134.42	128.08	26.80	20.47	2.32
Maysa	-2.29	-29.89	0.24	-19.21	-18.24	-17.96	10.36	19.89	8.74
Ttoimex	9.99	11.99	19.47	28.51	-18.17	13.33	17.67	28.28	14.81

EMPRESA	PAS. TOT / ACT. TOT %	PAS. TOT / CAP. CONT. %	RAZÓN DE DEBE (NTE)	PRUEBA ACIDA (N)	CAPITAL DE TRAB.	FLUJO UT. OPER.	RENTA SOBRE UT. OPER.	PUNTO DE RESPONSO UT. OPER.
Apecco	29.79	42.38	2.74	2.07	491.660	60.11	7.97	52.54
Cemex	51.89	134.62	1.22	0.96	397.872	73.87	28.36	69.26
Gcc	8.19	8.87	11.39	10.87	377.718	61.17	34.90	18.37
Maysa	12.72	14.87	3.75	3.21	797.441	2.04	8.12	7.09
Ttoimex	22.69	29.60	4.69	4.43	2.229.180	23.61	7.16	30.97

INFORMACION BURSATIL:

EMPRESA	TRIM 94	RENTA ACCIONES	RENTA (P. ANUAL)	UPA DE INVER.	VAL. CONT.	MÚLTIPLO	PRECIOS/VAL.
Apecco	1	275.40	24.85	0.968	10.300	26.00	2.41
Cemex	1	1.225.125	19.30	1.303	8.505	14.81	2.27
GCC	1	337.40	3.99	0.238	2.811	16.81	1.41
Ttoimex	1	400.00	34.50	2.373	18.297	14.54	2.12
RAMA						14.49	1.98
MERCADO						12.41	2.06

9. PLANES DE INVERSIÓN:

Desde 1992, Cemex inició un programa agresivo de inversiones en México cuya duración será de 3 años y el considera, una inversión global superior a los 1.000 millones de dólares siendo su principal objetivo aumentar su capacidad productiva de sus plantas, prueba de lo anterior, es que mientras en 1990 contaban con una capacidad de producción de 9 millones de toneladas de cemento, al cierre de 1993 dicho concepto fue del orden de 37 millones de toneladas anuales, duplicar su capacidad de producción de concreto así como, la adquisición de equipo ambiental.

10.- POLITICA DE DIVIDENDOS:

Cemex siempre se ha caracterizado por presentar una política de dividendos agresiva en cuanto a retribuir a sus accionistas, prueba de lo anteriores, es que en los últimos 10 años ha otorgado dividendos en efectivo, el mas reciente fue en mayo de 1994, al otorgar un dividendo en efectivo de N\$ 1.00 por acción. Lo anterior, es un elemento que hace cada más mas atractiva su acción entre el publico inversionista tanto del exterior como del mercado domestico.

11.- ESTIMACION DE RESULTADOS:

ESTIMACION DE RESULTADOS:

CONCEPTO	REAL	PPTO	PPTO
	MARZO 1994	1994	1995
ACTIVO TOTAL	27,048,801	38,900,000	41,145,833
PASIVO TOTAL	14,028,878	21,500,000	21,445,580
CAPITAL CONTABLE MAYORIT.	10,419,540	14,700,000	14,980,000
VENTAS NETAS	2,240,168	10,400,000	9,885,020
UTILIDAD DE OPERACIÓN	590,208	2,800,000	2,950,000
UTILIDAD NETA	289,521	1,850,000	1,980,000
NÚMERO DE ACCIONES (MILL.)	1,225.125	1,225.125	1,225.125
UTILIDAD POR ACCIÓN 12 MESES	1.303	1.35	1.61
VALOR EN LIBROS	8.505	11.02	12.22
PRECIO (A JUNIO - 1994)	22.45	22.45	22.45
MÚLTIPLO	17.23	16.63	13.94
PRECIO/VAL. LIBROS	2.64	2.04	1.84

12.- PERSPECTIVAS:

Durante 1994 se estima la conclusión de la nueva planta en Tepeaca, Puebla, con una capacidad de producción anual de 3.2 millones de tons., se continua la segunda fase de la expansión de la planta Atotonilco, que aumentará la capacidad instalada en 500 mil tons, con la estimación de que estas ampliaciones se encuentren funcionando a su plena capacidad hacia 1995. El anuncio del establecimiento del impuesto compensatorio antidumping a las empresas cementeras mexicanas por parte de E.U., esta por resolverse, en caso de una decisión desfavorable para las cementeras mexicanas, estas recurrirán al arbitrio de la Comisión del TLC para atender el problema, sin embargo tal impuesto afectaría marginalmente los ingresos de Cemex, puesto que exporta a los E.U. Por otro lado, Cemex continua con su proceso de internacionalización.

13.-ANÁLISIS TÉCNICO:

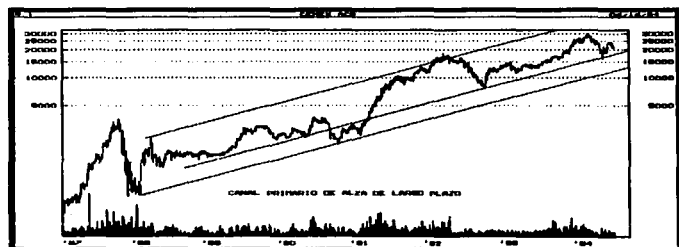
Técnicamente en el corto plazo la recomendación es no invertir, esto se recomienda por dos motivos: por un lado, por el panorama general de la Bolsa en donde se estima un clima de inestabilidad y alta volatilidad. Y por el otro, por la propia debilidad del precio de la emisora. Sin embargo, es factible utilizar una poca liquidez para evaluar una posible compra del papel en niveles cercanos al soporte únicamente (18-18 pesos), esta inversión sería con carácter de especulativa y con un rendimiento mínimo. Para un inversionista de largo plazo es recomendable la compra, dado que la tendencia principal es de alza y se estima que para el año de 1995 alcance niveles aproximados a los 33-35 pesos, lo que implicaría un rendimiento del 55% al 60%.

BURSÁTILIDAD: Su nivel de bursatilidad es alta, al ser clasificada por BMV dentro de las 15 primeras con niveles altos de bursatilidad. Su promedio diario operado en los últimos 6 meses es de 430 mil acciones, el cual se incrementa a niveles de 1,267 mil acciones por el efecto del split realizado en el mes de mayo pasado. Este aspecto ha sido determinante, lo cual se ha reflejado por su inclusión en el Índice de precios y Cotizaciones de la BMV y participar con un porcentaje de 4.9% dentro de la muestra total.

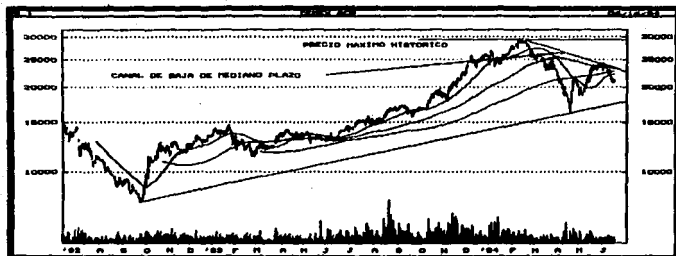
COMPORTAMIENTO TÉCNICO HISTÓRICO: Debido a la tendencia alcista de largo plazo, el precio histórico de Cemex (serie "A"), registra rendimientos anuales positivos, y como prueba de lo anterior, están los rendimientos de los últimos 7 años, los cuales en promedio fueron del 104%. Dentro de este periodo, los mejores años fueron en 1991 con el 332%, 1988 con 129% y 1993 con el 93%. En su tendencia de alza se pueden observar unos rallies importantes, como por ejemplo: el de finales de 1990 a principios de 1992, cuando el precio paso de 1.50 a 18.00 pesos, e igual el de mediados de 1992 a enero de 1994, cuando el crecimiento fue de aproximadamente el 275%. En el corto plazo, y después de haber alcanzado un máximo de 29.50 pesos, el precio de la emisora empezó a corregir hasta finales de abril, con una pérdida de un 45%, para posteriormente repuntar y pasar de los 16.25 a los 24.20 pesos a principios del mes de junio, y en estas dos últimas semanas, presentar una corrección del 13%, por lo que respecta al rendimiento acumulado del año (al día 15 de junio), es negativo de un 18%, es importante destacar, que todos los rendimientos mencionados son en términos nominales.

TENDENCIA DE LARGO PLAZO: En función de todo lo anterior, se define claramente que la tendencia primaria de largo plazo es de alza. Sin embargo, en el mediano plazo y en función de encontrarse el precio por debajo de los niveles máximos, la tendencia es de baja, esto se da a pesar de que se registran algunas señales positivas, como fue el cruce de la línea de resistencia del canal ascendente, así como del promedio móvil de corto plazo.

GRAFICA DE LARGO PLAZO

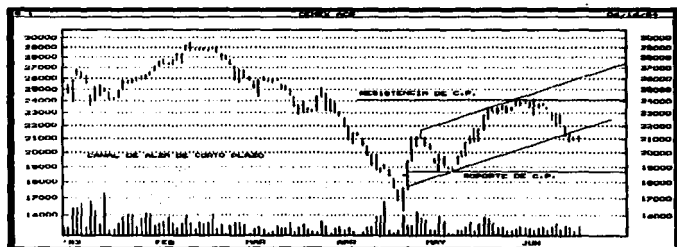


GRAFICA DE MEDIANO PLAZO



TENDENCIA DE CORTO PLAZO: Después de la caída de precio de los meses de febrero a inicios de abril, el precio refleja signos de agotamiento de baja, al incrementarse notablemente sobre los niveles de 17.00 a 18.50 pesos el volumen, señal de demanda y que por lo tanto se podría presentar una reversión en la tendencia a la alza. Esta se cumplió, cuando el precio cruza la resistencia de los 21.50 pesos, y todavía se mantiene a pesar de la corrección de las últimas sesiones. En el corto plazo, los indicadores técnicos muestran debilidad, ya que convergen con el comportamiento de baja de precio. Sin embargo, hay algunos indicadores (Macd, fuerza relativa) que empiezan a penetrar en la zona de sobreventa, lo cual indicaría que se encuentran cerca de agotar su fase de baja. En el corto plazo el nivel de soporte se ubica en los 18.00 pesos, registrándose el de mediano plazo sobre los 18.00 pesos y el de largo plazo en los 8.50 pesos. En cuanto a las resistencias, estas se ubican en primera instancia de corto plazo en los 24.20 pesos, la de mediano plazo en el máximo histórico de 29.50 unidades y la de largo plazo en una línea de canal, sobre los 35.00 pesos.

GRAFICA DE CORTO PLAZO



14.- RENDIMIENTO ACCIONARIO:

Como se puede observar en el próximo cuadro, la acción de Cemex serie "B" que es una de las más bursátiles, presenta un rendimiento alterno en términos reales

ANO	CENISE	VAR. % NOMINAL	VAR. % REAL
1992	47.40	6.38	-4.82
1993	92.90	99.78	83.56
1994 (MARZO)	81.40	-12.10	-13.66

15.- BURSATILIDAD:

Cemex (series "B" y "A") es una de las emisoras con un alto índice de bursatilidad, de acuerdo a la clasificación de la Bolsa Mexicana de Valores al mes de marzo de 1994, de una muestra de 256 empresas con clasificación de bursatilidad de la mínima a la alta, ocupan el lugar número 6 la serie "B" y 12 la serie "A".

Lo anterior es de fundamental importancia para el público inversionista, dado que lo anterior, les permite poder entrar a comprar y salir a vender sin dificultad y así de esta manera poder aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado de renta variable. Así también, es de resaltar que debido a lo anterior, les permite ser incluidas en la muestra de 37 empresas del índice de la Bolsa y participar con un 9.4% de influencia, lo anterior indicando, que los movimientos en sus precios repercuten en forma importante en el comportamiento del principal indicador, aunque en menor medida en comparación que TELMEX, GCARSO Y TLEVISA.

16.- INVERSION EXTRANJERA

La inversión extranjera (incluyendo ADRS, Fondo México, acciones de libre suscripción y Fondo Neutro) en Cemex serie "A" y "B" al mes de marzo de 1994 ascendió a 3,059,263 miles de dólares, cantidad que representa el 6.1% de la inversión extranjera total en renta variable al mes de marzo de 1994. Lo anterior, es indicativo de la gran aceptación que existe de esta acción en el exterior, situación que se debe a todas las características señaladas en cada uno de los apartados de este estudio.

17.- CALIDAD CREDITICIA:

Los ciclos económicos y en especial las crisis financieras son particularmente los eventos que al afectar a grandes segmentos de la actividad económica, han puesto en evidencia la necesidad de contar con una calificación de la calidad crediticia de las emisoras. Aunado a lo anterior, la tendencia hacia la internacionalización de los mercados de capitales y de dinero han propiciado que el servicio de calificación de valores se extienda a prácticamente todos los países desarrollados, dada su contribución fundamental a la eficientización de tales mercados. Los montos que se manejan, la diversidad de instrumentos y los mercados secundarios más activos, aunado a los cambios fundamentales asociados al riesgo de las emisiones, requieren de parte de los emisores, intermediarios e inversionistas, mayor agilidad y visión para decidir eficazmente en un entorno tan complejo y cambiante. Cemex cuenta con una calificación de papel de mediano plazo de "PMA-2" por parte de Calificadora de Valores S.A., lo cual indica que la probabilidad de pago oportuno de estas emisiones es muy alta. De acuerdo a lo anterior, se puede concluir que cuentan con una alta capacidad de pago y por ende con una buena imagen en el mercado crediticio.

18.- RECOMENDACION:

Como se puede observar a lo largo del estudio, Cemex presenta aspectos cualitativos importantes como: Empresa con 89 años de actividad, lo que les permite presentar fortaleza ante cambios importantes dentro de los ciclos de la economía; bien administrada y muy eficiente; liderazgo en el mercado internacional y doméstico (es una de las pocas multinacionales mexicanas), perspectivas favorables ante el TLC; alto potencial de exportación por producto, calidad y precio; alta tecnología lo que les permite reducir costos. Por lo que se refiere a la calidad financiera, si bien al primer trimestre de 1994 refleja una contracción en la utilidad neta del orden 25.5%, debido al efectos del costo de integral de financiamiento, los principales indicadores de rentabilidad son satisfactorios, donde destacan los márgenes neto , operativo y un rendimiento sobre el patrimonio del orden de 13%, 26% y 15% (ver comentario de la situación financiera). No obstante que se cuentan con elementos de apoyo de la acción, se debe de conceptualizar futuros eventos como: una perspectiva de una contracción en la demanda doméstica, pudiendo ser subsanada con las exportaciones; la incertidumbre en política nacional; el crecimiento de la economía norteamericana lo cual genera expectativas de altas tasas de interés; creemos conveniente recomendarla para su compra mediante el análisis fundamental, únicamente con objetivos de mediano y largo plazo.

BIBLIOGRAFIA

- 1.- Higgins Robert C., " Analysis for Financial Management " United States of América, Editor Irwin, Tercera Edición.
- 2.- Harrington Diana R., "Corporate Financial Analysis ", United States of América, Editor Irwin, Cuarta Edición.
- 3.- Pring Martin J., " Technical Analysis Explained", United States of América, Editor Mc. Graw Hill, Second Edición.
- 4.- Nacional Financiera, "Propedeutico, Diplomado en el Ciclo de Vida de los Proyectos de Inversión".
- 5.- Nacional Financiera, "Formulación y Evaluación, Diplomado en el Ciclo de Vida de los Proyectos de Inversión".
- 6.- Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A. C., "Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados", México, D.F., Edición 1993.
- 7.- Domínguez Orozco Jaime, "La Reexpresión de los Estados Financieros ante el B-10 con sus adecuaciones", México D.F., 1992, Editorial Ediciones Fiscales ASEF, S.A.
- 8.- Weston J. Fred, Brigham Eugene F., "Administración Financiera de Empresas", México D.F., Editorial Interamericana, Tercera Edición.
- 9.- Weston J. Fred, Copeland Thomas E., "Finanzas en Administración" México D.F., Editorial Mc. Graw Hill, octava Edición.
- 10.- Kieso Donald E., Weygandt Jerry J., "Contabilidad Intermedia", México D.F., Editorial Limusa, Edición 1991.
- 11.- Van Horne James C., "Administración Financiera", México D.F., Editorial Prentice Hall Hispanoamericana, S.A., séptima Edición.
- 12.- Perdomo Pedro, "Análisis e Interpretación de Estados Financieros", México, D.F., Editorial Ecasa, décima séptima reimpresión 1991.
- 13.- Urbina G. Baca, "Evaluación de Proyectos de Inversión", México D.F., Editorial Mc. Graw Hill, segunda Edición.
- 14.- Naciones Unidas, "Manual de Proyectos de Desarrollo Económico", México D.F., diciembre de 1958.

- 15.- Naciones Unidas, " Pautas para la Evaluación de Proyectos", México D.F., Edición 1992.
- 16.- Villegas H. Eduardo, Ortega O. Rosa Ma., "El Nuevo Sistema Financiero Mexicano, México, D.F., Editorial PAC, S.A., febrero de 1992.
- 17.- Brealey Richard, Myers Stewart, "Principios de Finanzas Corporativas", México, D.F., Editorial Mc. Graw Hill, segunda Edición.
- 18.- Aguirre Mora Octavio, "El Manual de Ingeniería Financiera", primera Edición.
- 19.- Heyman Timothy, "Inversión contra Inflación", México, D.F..
- 20.- Bolsa Mexicana de Valores, "Diversos Anuarios Bursátiles, Boletines diarios, Indicadores Bursátiles mensuales, Reportes Trimestrales", México, D.F.
- 21.- Bolsa Mexicana de Valores, " El Proceso de Globalización Financiera en México", México, D.F., 1992.
- 22.- Asociación Mexicana de Casas de Bolsa,"El Mercado de Valores Mexicano, Análisis y Perspectivas", México, D.F., 1989.
- 23.- Cortina Ortega Gonzalo," Prontuario Bursátil y Financiero", México, d.f., Editorial Trillas, primera Edición, 1986.
- 24.- Schultz Harry D., "Diccionario de Finanzas y Tácticas Financieras", México, D.F., Editorial Logos Consorcio.
- 25.- Banco de México, "Informe Anual (varios)", México, D.F.