Manuel Sbdar
DIAGNÓSTICO FINANCIERO
ANÁLISIS Y PLANIFICACIÓN
3ra edición
LA MATERIA
CONTENIDOS

## PRESENTACIÓN

La primera idea que se me vino a la mente al empezar este trabajo, fue todo aquello que no quería que este trabajo fuese. No quería una recopilación de conceptos de análisis financieros aislados, y sin ningún hilo conductor que los relacionara entre sí, ni quería exponer una lista interminable de ratios con sus respectivos valores normales, a partir de los cuales un analista pueda concluir sobre las bondades o deficiencias de una empresa. A partir de estas ideas, y casi automáticamente me surgió cual debería ser el centro del trabajo, y el desafío estaba precisamente en no apartarme de él. Poner por delante de cualquier desarrollo lo que considero, es el núcleo del análisis financiero en una empresa, y partiendo de él, construir una metodología con instrumentos que nos permitan concluir al respecto.

El núcleo al que me refería anteriormente es independiente del tamaño de la empresa, de la actividad a la que se dedique, y de su forma jurídica, *la relación entre la rentabilidad de los accionistas, el equilibrio financiero de la estructura patrimonial, y el potencial de crecimiento*.

La rentabilidad del accionista o inversor es la relación entre el beneficio final que obtiene de una empresa, en relación a la inversión que tiene inmovilizada para su obtención. Medida en término de tasa es lo que lo llevará a mantenerse en el negocio en cuestión o emigrar hacia inversiones en negocios alternativos con rentabilidades más atractivas. Esta que acabamos de hacer es una lectura estática, a un momento determinado, y no debemos perder de vista que los negocios son procesos dinámicos que cambian permanentemente. Y en este sentido ocurre que la medida de la rentabilidad en forma aislada, resulta absolutamente incompleta, es necesario conocer el potencial de crecimiento de la empresa que estamos evaluando, y crecimiento quiere decir incremento de la cifra de ventas. Este potencial de crecimiento es lo que delineará el comportamiento de la rentabilidad futura. En este punto es donde se hace imprescindible conocer y entender la estructura financiera de una empresa, y el equilibrio de la misma. Cualquier empresa en crecimiento, requerirá como consecuencia del mismo de mayor inversión, ya sea en instalaciones, maquinarias, depósitos, etc. o en stock de productos terminados, de cuentas a cobrar a clientes, etc. La pregunta que se deriva a continuación es, cuales serán las fuentes de financiación para afrontar el crecimiento. Y si la estructura financiera actual permite ese crecimiento. El equilibrio financiero vendrá dado por la relación existente entre la

velocidad de transformación de las inversiones en líquido y de las fuentes de financiación en exigibles. En definitiva la conjunción de los tres elementos descriptos, está en detectar si el crecimiento de una empresa y de la rentabilidad del inversor es sostenible en el tiempo.

Cada uno de estos factores por separado constituye elementos de estudio suficientemente relevantes, sin embargo, la relación entre ellos supone apartarse de una visión estática, a un momento determinado, e introducir una lectura tanto desde la evolución a lo largo de la vida de la empresa, histórica, como una proyección del futuro de la misma.

El caso de una Empresa mediana con fuerte crecimiento en las ventas, incluso superior al crecimiento del mercado en el que opera, es decir, ganando cuota de mercado, con beneficios económicos que se desprenden de su explotación en orden al beneficio normal del sector, y sin embargo, en un virtual estado de cesación de pagos nos demuestra la necesidad de establecer una visión conjunta de los tres elementos anteriormente descriptos. La rentabilidad del accionista, el equilibrio de la estructura patrimonial, y el potencial de crecimiento. Agregando a este núcleo de factores, la perspectiva histórica, actual y de futuro.

No debemos dejar de lado que todo el esquema de análisis que se propone, está basado en información, y la misma proviene fundamentalmente del sistema contable. Por esto nos resulta de suma importancia dedicar un apartado especial a cuestiones relacionadas con la obtención de información. Obtener información ajustarla y ordenarla es un proceso que difícilmente se pueda obviar si se pretende llegar a resultados de utilidad, antes de iniciar cualquier trabajo de análisis.

Una vez ajustada y ordenada la información sobre la que se implementará el análisis, dividiremos el mismo en tres grandes títulos:

El equilibrio patrimonial, que tiene como elemento central el estudio de la relación entre las inversiones de la empresa y los recursos o fuentes de financiación de las mismas, siempre atendiendo a la situación actual, a la forma en que fue evolucionando esa relación en el tiempo hasta llegar a la situación actual, y finalmente a la perspectiva de futuro.

El aspecto económico, cuyo elemento relevante viene dado por la capacidad de la empresa de obtener beneficios, en relación a la inversión puesta en funcionamiento para conseguirlos.

La conjunción del equilibrio patrimonial y el aspecto económico, en donde se manifiesta el interés final del accionista de la empresa.

## INTRODUCCIÓN

La confección, interpretación, y diagnóstico de estados financieros, constituyen funciones clave en la gestión empresarial, no como materias aisladas e independientes de las restantes funciones dentro de la gestión, sino como parte integrante de las mismas. Tener un producto o servicio con excelente posicionamiento, reconocimiento de marca, trayectoria, y cuota de mercado consolidados, frecuentemente no son condiciones suficientes para tener éxito sostenido. A todas esas fortalezas es necesario agregarle una de incuestionable relevancia, la administración eficiente de los recursos financieros La realidad del mundo empresarial demuestra cada día que las herramientas de análisis financiero son un elemento fundamental en la gestión empresarial, no solo hacia dentro de la empresa, sino también hacia terceros, incluidos inversores, acreedores, instituciones públicas, accionistas minoritarios, etc.
Hasta las empresas mas consolidadas desde el punto de vista comercial, deben comprender que el crecimiento sostenido tiene un límite en la capacidad de financiación del mismo. Es en este punto donde se pone de manifiesto la conocida controversia entre las tentaciones comerciales y las restricciones financieras. Controversia que se intentará diluir en los próximos capítulos, bajo la mirada de cada decisión comercial como un proyecto de inversión y financiación en sí mismo. Andrés Suares Suares en su libro Decisiones Óptimas de inversión y financiación en la empresa, define a la empresa como “una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación. Una empresa nace para hacer frente a una demanda insatisfecha. Ahora bien, para satisfacer esa demanda se necesita hacer inversiones en bienes de equipo, naves industriales, activo circulante, etc., pero a su vez dichas inversiones no pueden llevarse a cabo si no se dispone de recursos financieros. La empresa podrá sobrevivir en el tiempo y en su caso crecer cuando la rentabilidad de las inversiones realizadas supere al coste del capital utilizado para su financiación”.

Decisiones financieras óptimas llevan a la empresa a un estado de equilibrio y le permiten afrontar situaciones no previstas con mayor fortaleza.

El análisis económico financiero, debe recoger la realidad de la empresa en cada momento y su éxito dependerá de la conjunción entre una adecuada metodología de análisis y un eficiente sistema de información.

El análisis económico financiero se apoya básicamente en los dos estados contables fundamentales, el Balance y la Cuenta de Resultados. La interpretación de estados financieros tiene múltiples aplicaciones, sin embargo, lo fundamental es establecer una metodología de análisis que facilite la decisión en cualquiera de los ámbitos en cuestión. Estamos acostumbrados a leer que el análisis de los estados financieros sirve entre otras cosas para:

•• Conocer la capacidad de crecimiento sostenible de la empresa.
•• Prever los efectos que sobre la situación financiera, provocar un crecimiento en las ventas superior al crecimiento potencial (equilibrado).
•• Conocer la posibilidad de obtención de créditos de la empresa. Hasta que punto un banco estaría dispuesto a colocar dinero en la empresa en cuestión, bajo que parámetros tomaría una decisión como esta.
•• Evaluar el equilibrio en la financiación de las inversiones, o estudiar la coherencia entre los activos adquiridos y las fuentes obtenidas para su adquisición.
•• Entender el nivel de solvencia de la empresa, o de garantía hacia terceros a través de su estructura económica, independientemente del aspecto puntualidad.
•• Conocer el grado de cumplimiento de las obligaciones de acuerdo a los plazos en que las mismas habían sido contraídas.
•• Conocer las causas y la composición del resultado económico de la empresa.
•• Prever efectos sobre la situación económica de la empresa en función de la implementación de distintas políticas. De precios, mix de productos, estructuras de costos, etc.

Sin dudas podríamos ampliar este listado de aplicaciones, sin embargo consideramos que todos los puntos enumerados, aunque constituyan elementos de estudio en sí mismos, forman parte de los que hemos definido como nuestro objetivo principal de estudio, es decir, la relación entre el equilibrio de la estructura patrimonial, el potencial de crecimiento, y la rentabilidad del accionista.

De hecho, el análisis económico-financiero no supone trabajar exclusivamente con los documentos contables fundamentales, sino que de los mismos se obtiene lo que se podrían llamar estados derivados, como ser balances analíticos, referidos a un solo ejercicio, el estado de origen y aplicación de fondos.

El análisis económico financiero de una empresa nos revela los elementos básicos para su interpretación y conocimiento. Sin embargo cualquier analista debe estar preparado para buscar información real, esto significa, no quedarse con una lectura superficial de los números que se están analizando, sino buscar contradicciones e inconsistencias en los mismos. Una actitud crítica sobre la información analizada, supone tener una actitud crítica sobre la empresa que se está analizando. No debemos dejar de lado que existe una relación directa entre el riesgo económico de una empresa, y el costo de los recursos que utiliza para su financiación. El riesgo económico a su vez depende de su capacidad histórica de generar beneficios, por tal motivo algunos directivos de empresas se pueden ver tentados a mostrar ¨ buenos resultados ¨, con el fin de mejorar los costos de los recursos utilizados.
Cuando hacemos referencia a mostrar buenos resultado, estamos considerando que existen determinados aspectos contables que pueden dar lugar a manipulación, sin que la misma llegue a nivel de fraude, simplemente aplicando distintos criterios de contabilización que son admitidos por los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, es el caso de las amortizaciones y la determinación de la vida útil, los gastos de reorganización y su consideración como inversión, la utilización de leasing y su consideración como deuda de equipo, la remuneración a directores mediante un esquema de stocks options, etc.
Los aspectos arriba mencionados se ponen de manifiesto en la determinación del valor de una empresa, cuando se compara con otra que no utiliza los mismos criterios de imputación, o cuando cambia de criterio en situaciones similares, en distintos ejercicios.

El trabajo de un analista debe complementarse con la planificación financiera en el corto plazo, que supone la confección de los Estados Contables proyectados (Balance, Estado de Resultados y Presupuesto Financiero) a partir de la política empresarial formulada por la dirección de la empresa, el establecimiento de la cifra de venta proyectada y la recolección de información sobre gastos e inversiones de cada departamento o área funcional.
En el momento de la creación de una empresa, lo relevante pasa por la capacidad de predicción en el proceso de planificación. En esta instancia se trata de establecer cual será, según los presupuestos confeccionados, la estructura financiera óptima. Delimitar las proporciones de endeudamiento y de financiación propia, de acuerdo a las necesidades financieras y a la rentabilidad de la inversión, es un aspecto

netamente de planificación. La planificación financiera en el corto plazo no debe terminar en el cálculo de los déficits o superávits de cada período, sino se debe extender hasta la definición de cuales son los recursos óptimos para los déficits calculados y cuales son las aplicaciones óptimas para los superávits generados.

Si bien el análisis histórico permite conocer una empresa, y tomar decisiones respecto a la misma, la planificación financiera, aporta información respecto a beneficios (pérdidas) futuros y superávits (déficits) de caja, que en definitiva complementan el análisis histórico, a efectos de obtener el valor de la compañía.

**PROCESO DE ANALISIS Y DIAGNOSTICO ECONOMICO FINANCIERO:**

Tal como lo expresamos en el título anterior, el objetivo central de este trabajo estará en la búsqueda del equilibrio financiero de una empresa y su relación con la rentabilidad del accionista y el potencial de crecimiento. El análisis de estas características supone la implementación de una metodología de estudio que concluirá con un diagnóstico económico y financiero. Sin embargo, la calidad de dicho diagnóstico no solo depende de la implementación correcta de la metodología de análisis, sino también de un proceso que se inicia con la captación de información, su procesamiento y finalmente su adaptación y ajuste al modelo de análisis. De muy poco sirve efectuar un estudio en profundidad de una empresa si la información sobre la que se sustenta ese estudio no está correctamente procesada, en definitiva si no refleja la realidad económica de los hechos ocurridos en una empresa durante un periodo determinado. Por este motivo ponemos especial énfasis en la preparación y adaptación de los estados contables previo al inicio de cualquier tipo de análisis financiero.

El proceso que se propone a los efectos de llegar con esta metodología a buen término es el que se detalla a continuación:

| |
|---|
| **EVALUACION DE LA INFORMACION** |
| ***Leer entre líneas, con una visión crítica, buscando inconsistencias.*** |
| **ADAPTACION DE LA INFORMACION RECOGIDA AL FORMATO PARA ANALISIS** |
| ***Los mismos datos ordenados de manera diferente ¨ se comunican mejor ¨*** |
| **ANALISIS ECONOMICO Y FINANCIERO DE LA EMPRESA** |
| ***Poder explicar, con palabras simples, aquello que parecía muy complicado*** |

**EVALUACION DE LA INFORMACION OBTENIDA:**

La información dentro de una organización refleja aquellos acontecimientos que ocurren en la empresa, pero estos acontecimientos se producen independientemente de que los mismos puedan convertirse o no en información. Cuando el director de marketing de una empresa contrata una pauta publicitaria, con un medio de comunicación, se está generando un hecho económico en la empresa que va a tener repercusiones sobre el patrimonio de la misma. Aunque dicho hecho económico no se registre contablemente, el mismo ocurrió igual, y está teniendo repercusión en el valor de empresa.

En las organizaciones se suceden continuamente hechos que afectan a la estructura patrimonial de las mismas. Los mismos pueden simplemente generar cambios en los elementos del patrimonio, como sería el cobro a un cliente. En este caso se cambia un activo por otro, pero de igual valor. Lo que tenía a cobrar es exactamente lo que se cobró. Desde el punto de vista contable, ingresa dinero en la empresa y se cancela un crédito. Sin embargo, se presentan otros hechos que no sólo cambian cualitativamente el patrimonio, sino que también lo modifica cuantitativamente, como cuando en el caso antes descripto no se puede cobrar lo previsto, sino un importe menor, debido a que parte de los clientes son incobrables. En este caso, el patrimonio varía también cuantitativamente. Contablemente ingresa dinero, se da de baja el crédito por su totalidad, pero como lo que ingresa por cobro es menor al crédito que se tenía, se está generando una pérdida. Disminuye en definitiva el patrimonio.

Sería muy ambicioso desarrollar temas como estrategias y políticas financieras sin antes señalar la magnitud de la importancia de un adecuado sistema de información gerencial, no sólo captando los acontecimientos que ocurren en la organización, sino plasmándolos de forma objetiva. No es posible iniciar el tratamiento de interpretación de información si la misma no está correctamente elaborada.

Los sistemas de información han ido utilizando cada vez mas sofisticados medios y herramientas para el procesamiento de la misma, sin embargo, es importante destacar que ni el más sofisticado programa informático de tratamiento de información garantizan contar con la misma en el tiempo y con las garantías de certeza suficientes.

La información dentro de una organización es una materia vital y encontrar un volumen adecuado de la misma, para la empresa, no es tarea fácil. El exceso de información

representa un costo muy importante, pero la falta de la misma puede provocar la imposibilidad de plantearse determinados problemas y tomar decisiones a tiempo. La información es la base para la toma de decisiones tanto de los ejecutivos de la misma, como para los que se relacionan con la empresa por ser proveedores de materias primas, productos, créditos, capital, etc. De igual manera el estado es un interesado en cierta información de la empresa.

Es posible verificar un comportamiento de los inversores respecto a la colocación de sus ahorros, en donde los mismos se asignan en función a un retorno y a un nivel de riesgo esperados.

No debemos dejar de lado el hecho central de que la información financiera que surge de una compañía, por medio de sus balances y estados de resultados, es su carta de presentación, el contenido de dichos estados tendrá un efecto positivo o negativo sobre sus lectores, y entre ellos podemos encontrarnos como se menciona en el párrafo anterior desde instituciones financieras prestamistas de la empresa, hasta posibles o actuales inversores de la misma. No es descabellado pensar que a mas de un ejecutivo se le pueda ocurrir utilizar la información económico financiera, con el fin de mejorar el costo de los recursos financieros utilizados, mas que como una forma de comunicar a los terceros relacionados con la empresa, información relevante, que refleje su imagen fiel. Es posible razonar que cuando una empresa puede demostrar a través de sus estados financieros que obtiene resultados positivos a lo largo de diversos ejercicios, logra controlar el riesgo económico de su negocio, esto es, la posibilidad de obtener utilidades en el futuro, estará respaldada en la capacidad de obtener beneficios en el pasado. Este mecanismo genera seguridad a los bancos que están financiando a la empresa, y por tal motivo, se podría mantener controlado el costo de financiación.

Por otra parte, combinar datos positivos del pasado financiero de una empresa, informados por medio de sus estados contables, con alguna noticia optimista, como podría ser el lanzamiento de un nuevo producto original, el descubrimiento de una nueva tecnología, la reducción de costos de administración por implementación de un nuevo sistema informático, es la fórmula ideal para conseguir inversores. Es evidente que algunas empresas no tardan en apreciar el ¨ beneficio ¨ que otorga tener una buena imagen, y menos en entender que esa buena imagen a nivel de estructura económico financiera, se alimenta por medio de los estados contables.

En este sentido debemos advertir que las normas que rigen la elaboración de estados contables no son una regla exacta, sino mas bien, son pautas que sin lugar a dudas

están sujetas a un proceso de interpretación de cada hecho económico que ocurre dentro de una empresa.

Como describíamos en párrafos anteriores, el costo de los recursos depende del riesgo que la empresa genera para sus acreedores o accionistas, de allí que podríamos relacionar la asignación de riesgo con la flexibilidad de interpretar hechos económicos que finalmente van a reflejar una posición económica y financiera de la empresa mas consolidada. No estamos hablando de fraude en la información confeccionada, sino de utilización discrecional de las normas contables. Por tal motivo la depuración de la información es un paso previo imprescindible antes de iniciar un proceso de análisis. Es en este punto donde debe prevalecer una actitud crítica con la información manejada.

Podemos comentar distintas situaciones donde unos estados contables pueden mostrar distintas características en función de la interpretación que de los hechos haga la empresa.

Podríamos intentar establecer una agrupación en tres categorías de hechos susceptibles de distintas interpretaciones, y por tal motivo que darían lugar a estados financieros diferentes:

I.- Gastos o Activos ?:

Son gastos en los que una empresa incurre pero que no pueden castigar íntegramente los resultados del ejercicio en el que se efectuaron debido a que generarán ingresos o ahorros en mas de un ejercicio futuro.

Un ejemplo de esta categoría sería el gasto por reorganización o reestructuración empresarial. Los despidos en los que una empresa incurre por cambios en sus procedimientos y tecnología operativa, dan lugar a indemnizaciones. Es lógico pensar que dichas indemnizaciones no pueden afectar solo al resultado de este ejercicio puesto que van a suponer ahorros en el estado de resultado de este y de próximos ejercicios. Por tal motivo, las normas contables permiten contabilizar dicho gasto como un activo, e ir transformándolo en gasto en mas de un ejercicio.

En esta misma categoría incluiríamos a los gastos de publicidad, que se destinan a una campaña que se estima generará ingresos a la empresa durante dos ejercicios. De la lectura de este hecho económico, pueden surgir diferentes formas de registración, y por lo tanto diferentes futuras interpretaciones de dichos registros. Una alternativa sería registrar el desembolso en un solo ejercicio, aquel en el que se

realizó. En este caso se estaría utilizando un criterio conservador, asimilando el pago o desembolso al concepto de gasto. Otra alternativa de registrar este hecho, sería dividir el importe pagado entre el número de ejercicios que la mencionada inversión permitirá generar ingresos y de esta manera, registrar el gasto en este caso en dos ejercicios.

El utilizar uno u otro criterio, afectará en forma directa al resultado del primer ejercicio, el primero lo castiga mas que el segundo. Es decir, aunque estamos en todo momento refiriéndonos a un mismo hecho económico, los estados financieros según se aplique uno u otro criterio, arrojaran lecturas diferentes, que podrían derivar en interpretaciones y decisiones diferentes. Cuál es la correcta? O mejor dicho donde radica el aspecto subjetivo en esta interpretación ? EL núcleo de la cuestión pasa por definir de manera objetiva el periodo de tiempo durante el cual la campaña publicitaria tendrá efectos sobre la cifra de ventas. Se deberá entender siempre esta interpretación en función de dos comparaciones, una de ellas es el estudio de los mismos hechos en la empresa en ejercicios anteriores, es decir estudiar la continuidad en la aplicación de criterios, y la segunda es la comparación con el tratamiento que le dan a situaciones similares, empresas del mismo sector.

Gastos en Investigación y Desarrollo: Una compañía que está en pleno desarrollo de un nuevo producto, incurre en gastos de materiales, personal, pruebas, etc. en la investigación. Dichos gastos son pérdida de este ejercicio o deben ser imputados a los períodos en que se comercialicen los productos que ahora se están desarrollando ? Y si la investigación no llegara a buen puerto, y no se obtuviera un nuevo producto ?.

Las normas contables aconsejan evaluar la probabilidad de éxito del desarrollo y en función de dicha probabilidad clasificar el hecho como un gasto o como una inversión. De nuevo estamos en presencia de una cuestión subjetiva y como tal sujeta a la interpretación de personas de la empresa.

No perdamos el hilo de la cuestión. El tema es evaluar la calidad de la información disponible para el análisis. En un marco en el que algún ejecutivo se podría ver tentado a utilizar las posibilidades que le brindan las normas de contabilidad para dar una consolidada imagen de su empresa o al menos más consolidada que la real y de esta forma tener una posición más ventajosa en la negociación de los recursos financieros que utiliza. En ese sentido, cabe destacar que estas situaciones salen a la luz en general cuando los acontecimientos ya han ocurrido. Por tal motivo consideramos relevante estudiar una empresa en su evolución histórica, y no solo centrarnos en el análisis del último ejercicio.

Una empresa que adquiere una máquina para destinarla a la fabricación de los productos que comercializa. Dicha máquina se adquiere bajo un sistema de leasing (arrendamiento financiero con opción de compra. Una alternativa de registración sería considerar las cuotas que se pagan mensualmente en concepto de arrendamiento como una cancelación de la deuda. La otra alternativa de registración sería imputar en forma directa la erogación mensual como un gasto. En este último caso sería completa la información que incluyen los estados contables?

## II.- Valuación de Activos

Como puede observarse en los casos arriba comentados, estamos siempre en presencia de hechos económicos que tienen efectos sobre el resultado de la empresa. El valor asignado a los activos de la empresa, también tendrá efecto sobre el resultado. Debemos convenir previamente que nos estamos refiriendo a los activos adquiridos por la empresa, ya que las normas no permiten la incorporación de valores de fondo de comercio generados internamente. En otras palabras, una empresa no podría darle un valor por sí misma a su trayectoria en el mercado, a su cartera, a su market share. Sin embargo, si esa empresa es adquirida por otra, y la transacción se materializara por un valor superior al valor contable, en ese caso, la empresa adquirente podría contabilizar un fondo de comercio representado por la diferencia entre el precio de compra de la empresa y el valor contable de sus activos.
La determinación de la vida útil de los bienes de uso, da lugar a la aplicación de distintos criterios que repercutirán en los resultados de la empresa. En este aspecto es muy importante verificar la aplicación de un criterio uniforme en los distintos bienes a lo largo de distintos períodos. Si una empresa decide asignar una vida útil de diez años a una máquina recién adquirida en diez mil pesos, deberá computar un gasto de mil pesos en cada ejercicio. Si la vida útil real fuera de cinco años, esta empresa tendrá la posibilidad de mostrar en sus estados contables de los primeros cinco años un gasto de mil pesos en lugar de los dos mil reales, estará ¨ ayudando ¨ al resultado. Y tendrá la posibilidad de esperar la generación de algún resultado extraordinario positivo durante esos años, para computar en dicho ejercicio el gasto adicional en concepto de diferencial de amortización.

En esta misma categoría podemos citar el caso de la valuación de mercadería obsoleta, que daría lugar a la imputación de un gasto, por la pérdida de valor. Sin embargo, como en la mayoría de las situaciones antes mencionadas, la misma puede o no ser reconocida por la empresa, y constituye una situación difícil de detectar a la fecha del cierre del ejercicio analizado.

III.- Contingencias:

El sentido de esta categoría es poner de relieve la obligatoriedad de una compañía de reflejar determinadas situaciones empresariales que con alta probabilidades originarán un pasivo. Tal es el caso de los litigios en curso, es decir, aquellos juicios que está enfrentando la empresa y que pueden desembocar en una sentencia negativa para la misma. De hecho la obligación de pago aún no está firme, sin embargo, la interpretación del grado de probabilidad de sentencia negativa le otorga a la empresa determinado margen de decisión respecto a la imputación del pasivo.

Entre otras situaciones que dan lugar a la consideración de contingencias, podemos citar la insolvencia de clientes. Cabe aclarar que en estos casos estamos haciendo referencia a perdidas que no están realizadas, es decir así como la sentencia del juicio aún no salió, el cliente tampoco se dio por incobrable. Si no, lo que ocurre es que existen indicios, de que este cliente o una serie de clientes no van a pagar.

De este apartado es importante resaltar la idea de que el análisis financiero a partir de estados contables no es un trabajo mecánico ni estandarizado. Debe aplicarse en todo caso una metodología de ratios e indicadores, únicamente como instrumentos para detectar a través de diversas comparaciones, la realidad de una empresa.

La existencia de normas contables no da plena seguridad respecto a la calidad de los estados contables confeccionados, sumado a ello la atractiva idea para muchos ejecutivos de presentar una imagen de la situación de su empresa positiva o aún más positiva, hace que en esta primera parte del trabajo de análisis se ponga mucho énfasis la búsqueda entre líneas, en la detección de inconsistencias, que vayan en contra de todo el trabajo posterior.

PRINICPIOS DE CONTABILIDAD GENERALMENTE ACEPTADOS y SU RELACION CON LA INFORMACION A ANALIZAR

••Expresión en medida monetaria: todo aquello que no pueda expresarse en términos monetarios no supone información contable.

En relación a esta norma debemos poner en consideración aquellos valores intangibles que posee una empresa pero que no pueden formar parte de su listado de inversiones o activos. La trayectoria, el buen nombre, la imagen, son conceptos que si bien pueden expresarse en medida monetaria, esta solo puede aflorar en ocasión de producirse el desembolso de un precio por esos conceptos. Por lo tanto la consideración que debemos hacer es que en muchas empresas aunque la transacción no se halla realizado, el valor intangible en cuestión existe igual, y el balance no lo refleja.

••Ente: La empresa constituye una persona jurídica diferente y separada del o de los dueños.
Esto supone que las operaciones y hechos económicos surgidos de la relación dueño/s empresa deben ser tratadas como si fueran terceros totalmente independientes del negocio.
El dueño de una empresa constructora que utiliza personal de la misma para efectuar pequeñas refacciones en su domicilio particular, está generando un crédito a favor de la empresa. Cuando este mismo señor aporta a la caja de la empresa el dinero necesario para las compras de útiles de oficina, y saca ese dinero de su bolsillo, está efectuando un préstamo a la empresa, y el mismo debe ser contabilizado. De no ser así, será imposible obtener el resultado por las operaciones propias del negocio. Esta situación se potencia cuando hay mas de un propietario.
Debemos en este punto hacer la aclaración que de manera muy global desde el punto de vista societario podemos encontrar dos tipología de empresas, aquella que son sociedades de personas, en donde cada uno de los socios tiene responsabilidad ilimitada con respecto a las obligaciones de la sociedad y las sociedades de capital, en donde la responsabilidad del socio se limita al capital aportado. Entre las últimas se encuentran las sociedades anónimas, en donde el capital esta dividido en acciones, y las mismas a su vez podrán o no cotizar en una bolsa de valores.

••Empresa en funcionamiento: Salvo prueba en contrario, se presume que continúa la marcha de la actividad empresarial.
Esta norma está directamente relacionada con los criterios de valuación de los activos Por tanto en la gestión normal de la empresa, no se debe orientar la valuación a un valor de liquidación.

••Uniformidad: Adoptado un criterio en la aplicación de estos principios, debe mantenerse uniformemente en el tiempo en tanto no se alteren los supuestos que han motivado la elección de dicho criterio.
Lo contrario es la utilización y el cambio de criterios en función de la conveniencia de la empresa o eventualmente de sus ejecutivos.

••Importancia relativa: La aplicación de estos principios, así como la de los criterios alternativos que en ocasiones pudieran deducirse de ellos debe estar precedida por la consideración de la importancia en términos relativos que los mismos y sus efectos pudieran presentar.

••Registro: los hechos contables deben registrarse en el momento en que se originen los derechos y obligaciones correspondientes a los mismos.

••Correlación de ingresos y Gastos: el resultado de un período está constituido por los ingresos de dicho período menos los gastos del mismo realizados para la obtención de aquellos, así como por los beneficios y quebrantos no relacionados claramente con la actividad de la empresa. Deben existir reglas concretas para la imputación de ingresos y gastos a uno o varios períodos.

••Devengamiento: La imputación temporal de ingresos y gastos deberá hacerse en función de la corriente real que dichos gastos e ingresos representan y no en el momento en que se produzcan la corriente monetaria o financiera derivada de aquellos.

••Prudencia valorativa: Mientras que los ingresos y beneficios se imputan cuando se materializan, las pérdidas o quebrantos, incluso los potenciales, deben registrarse en el momento en que se prevean y sean susceptibles de evaluación racional.

**SUPERMERCADOS NORTE.**

Los Estados Contables de la empresa Compañía Americana de Supermercados S.A., presentan dentro de sus notas, una que se refiere a la diferencia entre el resultado neto según que el mismo se determine según las normas contables generalmente aceptadas de Argentina (PGCA) o se utilice las normas aceptadas en Estados Unidos.

De esta manera se está poniendo de manifiesto explícitamente, el aspecto al que nos referíamos en los párrafos anteriores. La elaboración de información económica y financiera da lugar a distintas interpretaciones, que evidentemente dará lugar a distintos resultados y por ende a distintos valores de la empresa.
En el caso que se presenta a continuación, se puede advertir que de un resultado neto de 25 millones en el año 96, según los PCGA, se pasa a un resultado neto de 20,8 millones según los U.S.GAAP, y como es lógico constatar, estamos refiriéndonos a la misma empresa, y el mismo período.
Veamos entonces cual es el origen de tan importante diferencia.

**Compañía Americana de Supermercados S.A.**
**Notas a los Estados Contables**

11. Diferencias entre los principios contables aplicados. PCGA y U.S. GAAP

Los estados contables presentados fueron preparados de acuerdo a los Principios contables Generalmente Aceptados de Argentina, los cuales difieren en ciertos aspectos de los principios de los U.S. GAAP. Algunas diferencias abarcan métodos de valuación, así como mayor apertura requerida por los US GAAP.

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | 1,996 | 1,995 |
| Resultado Neto según los PCGA | 25,065,506 | 17,813,549 |
| Diferimiento de Gastos de Publicidad | -2,576,757 | |
| Amortización de Gastos de Publicidad | 644,189 | |
| Amortización de Gastos Preoperativos | -1,067,342 | |
| Vida útil Construcciones | -626,025 | -274,985 |
| Impuesto a las | -552,169 | -1,651,540 |

| | | |
|---|---|---|
| Ganancias | | |
| Resultado Neto según los U.S. GAAP | 20,887,402 | 15,887,024 |

a.1. Diferimiento de Gastos en Publicidad.
Bajo los PCGA de Argentina, la compañía difiere los gastos de publicidad relacionados con nuevos locales, como gastos preoperativos. Los U.S. GAAP, los consideran costos incurridos.

a.2. Amortización de gastos preoperativos.
De acuerdo a las PCGA de Argentina, la compañía amortiza los gastos de apertura de nuevos locales en tres ejercicios, comenzando cuando el local abre. Para los U.S. GAAP, tales costos se amortizan en un periodo, a partir de la apertura del local.

c. Vida útil de las construcciones.

De acuerdo a los PCGA de Argentina, la compañía amortiza los edificios usando una vida útil estimada de 60 años. Para los U.S. GAAP, la compañía amortiza sus edificios usando una vida útil estimada de 40 años.

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | 1,996 | 1,995 |
| Resultado Neto según los PCGA | 25,065,506 | 17,813,549 |
| Diferimiento de Gastos de Publicidad | -2,576,757 | |
| Amortización de Gastos de Publicidad | 644,189 | |
| Amortización de Gastos Preoperativos | -1,067,342 | |
| Vida util Construcciones | -626,025 | -274,985 |
| Impuesto a las Ganancias | -552,169 | -1,651,540 |
| Resultado Neto según los U.S. GAAP | 20,887,402 | 15,887,024 |

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | 1,996 | 1,995 |
| Patrimonio Neto de la Empresa según los PCGA | 206,582,080 | 182,621,367 |
| Diferimiento de Gastos de Publicidad | -2,576,757 | |
| Amortización de Gastos de Publicidad | 644,189 | |
| Amortización de Gastos Preoperativos | -1,067,342 | |
| Vida útil Construcciones | -1,212,320 | |
| | | -586,295 |
| Revalúo de Activo Fijo | -95,534,858 | -96,639,651 |
| Impuesto a las Ganancias | -4,469,908 | -3,917,739 |
| | | |

| | | |
|---|---|---|
| Patrimonio Neto de la Empresa según los US GAAP | 102,365,084 | 81,477,682 |

Estamos entonces, en presencia de una empresa que puede mostrar dos resultados diferentes. La pregunta que surge casi automáticamente es, cuál de estos dos resultados es el correcto?.

Uno podría estar tentado a responder que el resultado correcto dependerá del lugar en donde se está efectuando el análisis del mismo, sin embargo, aunque se podría escribir páginas enteras tratando de defender esta idea, el fondo de la cuestión es muy poco sostenible.

También se podría intentar desarrollar una respuesta en el sentido de que si los criterios aplicados son uniformes en el tiempo y a su vez son homogéneos respecto a los aplicados por otras empresas, entonces el resultado obtenido, sea este cual fuera, sería consistente. Sin embargo, no es posible asegurar ni lo primero, ni aún con menos probabilidades lo segundo. Como también se desarrolló en párrafos anteriores, algunos ejecutivos podrían estar viendo en la información económica proporcionada por la empresa una vía para mejorar la imagen de la compañía, lo que en definitiva, repercutiría en el costo de los recursos que la misma utiliza.

## ADAPTAR LA INFORMACION RECOGIDA:

### LOS ESTADOS CONTABLES

El producto final de todo sistema de información contable es los estados financieros, siendo los fundamentales el Balance, y el Estado de Resultados. En ellos se basan los esquemas de interpretación y evaluaciones económico y financieras que desarrollaremos.
A partir de estos estados contables es posible llegar a tener una idea muy clara de que es lo que está sucediendo en una empresa y lo que es más importante aún, que es lo que puede suceder.

### El Balance.

El balance de una empresa es un listado tomado en un momento del tiempo en el cual se especifica, por un lado, el total de activos, inversiones o bienes que la empresa posee en dicho momento y por otro, cuales son las fuentes de financiación de esos bienes, es decir, quienes son los que están aportando la financiación para la incorporación de esos bienes.
Según Josep Angrill, “el balance presenta en una fecha determinada todos los activos y pasivos de una empresa, agrupados y totalizados, dando una visión en conjunto de las operaciones realizadas y poniendo de manifiesto la situación de la empresa, cuales son sus bienes (y derechos) y cuales son sus deudas (y obligaciones)”.
De las definiciones arriba desarrolladas se puede inferir que a partir de un balance se podría estar en presencia de una valor de la empresa para sus accionistas, el mismo surgiría de la diferencia entre el total de los bienes que la empresa demuestra poseer y la totalidad de deudas con terceros que tiene asumida a una fecha determinada. Sin embargo, el valor de empresa al que hacemos referencia está basado en un concepto de valor patrimonial, esto es el valor de los bienes y derechos que la empresa posee a esta fecha. Es necesario llamar la atención del lector en el sentido de que este valor no tiene incorporado determinados atributos que la empresa posee y que las normas contables no permiten contabilizar, como por ejemplo, el valor de su imagen, su historia en el mercado, el reconocimiento por parte de su público, una cartera de

clientes, etc. Contablemente es posible incorporar estos atributos en un balance, cuando se ha pagado un precio por ellos.

Por este motivo, el valor patrimonial es un valor posible de una empresa, pero no el único. Es el valor que está directamente relacionado con los conceptos duros del patrimonio, bienes de uso, edificios, mercaderías, créditos por ventas, etc. En este punto se presenta un problema adicional, el valor al que está incorporado el activo en el balance, refleja realmente el valor del bien? y en todo caso, cual es el verdadero valor de un bien, el precio de costo, el valor de reposición, el valor venal?. Las normas contables, en general, tienen un criterio muy conservador, en este sentido, tratan de reflejar el menor valor posible de los bienes para no generar beneficios a la empresa por incremento de valor de su patrimonio hasta que el mismo no se haya realizado. Si en el activo de una empresa se encuentra una máquina cuyo precio de adquisición es 100 pesos, y la misma se haya amortizada en un 50%, el valor residual que dará valor al patrimonio de la empresa, es de 50 pesos. Aunque la máquina tenga un valor de realización en el mercado de 70 pesos, las normas contables establecen un criterio generalmente aceptado de valuar a 50 pesos, es decir, su valor residual, y en el momento en que la máquina sea vendida, reflejar una ganancia por la diferencia, es decir, 20 pesos. Tiene esta idea una clara vinculación con aquel principio contable que establece que las ganancias se contabilizan cuando se realizan y las pérdidas cuando se espera que vayan a ocurrir (contingencias). La pregunta que surge a continuación es, no se está subvaluando el patrimonio de una empresa con este criterio de valoración de activos?.

Sin haber resuelto esta cuestión, el llamado de atención, intenta generar una actitud crítica, respecto a la utilización del valor patrimonial como único método de valuación de una empresa.

Sin embargo, esta no es la crítica más importante que puede despertar esta metodología. El método del valor patrimonial, no tiene en cuenta todos aquellos elementos considerados como blandos, y que no están reflejados en el balance como activos. Nos referimos anteriormente a los conceptos que se engloban bajo la denominación de fondo de comercio.

Justamente este es el origen de la metodología del descuento de flujos futuros de caja, para obtener el valor de una compañía. La capacidad de generar beneficios de una empresa tiene incorporado ese valor intangible del fondo de comercio. Cuanto mayor sea la importancia de la cartera de clientes, de la marca comercial, de la imagen positiva, de la trayectoria de años operando en el mercado, mayor será el diferencial

de resultados que una empresa pueda obtener respecto a otra empresa que probablemente tenga la misma estructura de inversiones en activos, pero no sea poseedora de todos los atributos que componen el fondo de comercio. El valor patrimonial de ambas empresas podría ser similar, sin embargo, la capacidad de generar beneficios es distinta.

El descuento de flujos de caja intenta reflejar el conjunto de esos valores que no están contabilizados en el activo de la empresa.

Hasta aquí podría parecer que a efectos de obtener el valor de una empresa, solo bastaría con proyectar resultados futuros, cosa que por cierto no resulta una labor ni mecánica ni exacta. Sin embargo, aunque hay una fuerte tendencia, en materia de valuación, a restringirse a utilizar la proyección de resultados como método único, consideramos que el proceso de valuación, está inserto, cualquiera sea el destino de la valuación (una escisión, una compra, una absorción, un intercambio de acciones, o una reestructuración de pasivos) en una línea de análisis financiero constituido por la relación en el medio y largo plazo entre el equilibrio de la estructura financiera de la empresa, la rentabilidad del accionista y el potencial de crecimiento.

En este marco conceptual cobra suma importancia el análisis de la empresa desde una visión amplia, en donde finalmente un valor de empresa, basado en un flujo futuro de caja, se sustenta el potencial que tiene la empresa en cuestión para crecer en el mercado en el que opera, potencial que vendrá a su vez delimitado por el equilibrio de la estructura financiera, en cuanto a la calidad y características de los recursos y la calidad de los recursos, siendo finalmente un elemento sustancial de la fuente de financiación, la rentabilidad del accionista.

El equilibrio de la estructura financiera surge del estudio del balance, no ya para obtener un valor de empresa en forma directa y simple, sino en la determinación del en el valor de la misma.

Los elementos de análisis financieros están relacionados entre sí, la clave es buscar de manera constante las vinculaciones.

En el balance encontraremos las claves para entender la presencia o la ausencia de equilibrio en la estructura financiera que se está analizando. Sin embargo, es fundamental acomodar u ordenar el balance para que podamos extraer del mismo datos relevantes. De poco sirve saber si una deuda es de corto o largo plazo, si no podemos distinguir dentro de la deuda de corto aquella proporción de la misma que se renueva continuamente, de aquella que a su vencimiento debe ser cancelada, sin

posibilidad de renovación. Ordenar un balance, significa agruparlo sistemáticamente en partidas homogéneas que faciliten la interpretación.

Los bienes y derechos forman la estructura económica o de activo de la empresa. Para hacer las inversiones necesarias de la estructura económica se requieren recursos financieros que se obtienen de deudas y obligaciones, que forman la estructura financiera o de pasivo.

La ecuación básica :

BIENES = DEUDAS O RECURSOS

ACTIVO = PASIVO + CAPITAL

No existe una única forma de presentación del balance, mas bien las presentaciones son convencionalismos. La forma más usual es detallar el activo a la izquierda y el pasivo a la derecha, aunque también hay presentaciones en las que el activo figura en la parte superior de la página y el pasivo en la parte inferior. Antes que conocer todas las formas de presentar un balance lo importante es entender los criterios que se siguen para su ordenamiento interno, cuyo objetivo final será brindar mejor información, necesaria para la interpretación. Para ello, las diversas cuentas del balance serán agrupadas y estudiadas en conjuntos homogéneos de “masas patrimoniales”.

Es necesaria la ordenación del balance ya que un balance ordenado de acuerdo a un plan de cuentas o esquema de ordenación elaborado internamente, representa un modelo único para la empresa o un patrón común al que referirse. Por otra parte, fuera del marco interno de la empresa, tiene mucha importancia que se fijen patrones de ordenación con criterios aceptados por la diversidad de una misma actividad, sector e incluso el Estado, puesto que este patrón común garantizará mas tarde el que se esté aplicando las mismas magnitudes a los instrumentos de control a través de los cuales las empresas quieran conocer su posición en su actividad o sector.

Lo anterior no deja de ser una expresión de deseo, en la medida en que cada empresa a nivel de exposición toma sus criterios específicos a la hora de presentar sus estados financieros.

El objetivo de esta primera etapa será adaptar la información recogida de una empresa y ordenarla de acuerdo a determinados criterios que permitirán entender mas profundamente lo que los estados financieros están comunicando, respecto al equilibrio entre los elementos componentes de la estructura financiera.
En vías de la mencionada adaptación vamos a establecer una primera gran subdivisión entre los elementos componentes de un balance. En primer lugar nos ocuparemos de fijar un criterio de ordenamiento de las partidas del activo, es decir, de las inversiones con que la empresa cuenta y pone en funcionamiento para desarrollar su explotación de negocio.
Para la clasificación y ordenamiento de las partidas integrantes del activo, tendremos en cuenta su grado de liquidez. Todas las cuentas que integran el activo, salvo alguna excepción, tienden a transformarse en dinero. Sea que estemos hablando de mercaderías o de bienes de uso, cualquiera de ellos forman parte de un proceso de transformación de bienes en dinero, y en cada vuelta que se produzca dicha transformación, se producirá o al menos esa es la intención la capitalización de un beneficio que se reflejará en un mayor valor del activo de la empresa. En el caso de la mercadería, este proceso se verifica, en la medida que la misma es vendida, paso que transforma dicho activo en una cuenta a cobrar, acercando el momento de generación de liquidez, hasta que finalmente la cuenta a cobrar es cobrada, aflorando la liquidez esperada. En este proceso comentado, la mercadería era un activo que estaba valuado a su precio de costo o de producción, mientras que lo cobrado al cliente en la última fase del proceso, estará valuado a precio de venta, es decir, que finalizado el proceso de rotación, el activo tendrá un valor superior, al que tenía en el inicio del mismo.
Cuanto más rápido sea el proceso de rotación, más rápido será el proceso de crecimiento de valor del activo, y por ende del valor empresa.
Sin embargo, no todos los elementos que integran el activo de una empresa tienen el mismo proceso de transformación en líquido, ni se convierten en la misma velocidad.
Lo que varía es el tiempo que una partida debe permanecer en la empresa hasta hacerse dinero.

Existe un convencionalismo contable que establece que aquellas partidas que permanecen menos de un ejercicio económico en el activo de la empresa se clasificarán como corrientes, mientras que los bienes cuyo plazo de transformación en

líquido sea superior al ejercicio, se considerarán activos no corrientes. Esta es una visión estrictamente contable.
Bajo la perspectiva del análisis económico y financiero, se englobará en el activo fijo aquellos bienes cuya permanencia física antes de convertirse en dinero es mayor que un ciclo de rotación. Mientras que dentro del activo circulante se incluirían todos aquellos bienes cuya permanencia promedio está dentro de los límites de un ciclo de rotación.

El ciclo de rotación es el tiempo que transcurre desde que se compra la materia prima, hasta que el producto fabricado, luego de transformar la misma, es vendido y cobrado. Es decir, desde que el dinero sale hasta que el mismo retorna a la empresa.

Este proceso aplicado a una empresa industrial, se podría sintetizar de la siguiente forma:
1. PRODUCCION
2. COMERCIALIZACION
3. FINANCIACION
El primer ciclo se refiere al plazo que hay desde la compra de materia prima y la obtención del producto acabado en condiciones de ser vendido o enviado al cliente. En el mismo se incluirán las cuentas de existencias o stocks que forman parte del activo, entre ellas la existencia de materia prima y la de productos en proceso de elaboración o fabricación.
El segundo se refiere al tiempo que media desde que el producto ha sido obtenido hasta que pueda ser vendido y/o enviado al cliente. Se materializa en la existencia de producto terminado.
El tercero comprende los días que transcurren desde la facturación hasta el cobro del importe de la factura, que es el momento en que el dinero retorna a la empresa. Esta representado en la cuenta de clientes.

Otro criterio de clasificación, que en cierta medida complementa al anterior, es la discriminación entre aquellos activos que no pueden ser vendidos, salvo en situaciones de excepción, como ser la liquidación de la empresa de aquellos cuya función es precisamente ser realizados para convertirlos en dinero. Los primeros son bienes cuya venta, afectaría a la continuidad de la empresa. La venta de la máquina necesaria para fabricar los productos que la empresa comercializa, dejaría a la

empresa sin productos que vender, lo mismo ocurre con las instalaciones, las fórmulas de los productos, etc. Por otra parte, se encontrarían los bienes cuya función es precisamente ser realizados para convertirlos en dinero. Los conceptos que componen el segundo grupo de activos realizables son las existencias de materias primas, producto en proceso, y productos terminados, las cuentas a cobrar de clientes y finalmente la caja o el dinero del banco. Cabe destacar que en el grupo de activos realizables se deben incluir algunos que no corresponden a bienes afectados a la operación principal de la empresa, que no son necesarios para la explotación de la misma. En tal sentido, por ejemplo la tenencia de acciones de otra sociedad como inversión financiera, supone la existencia de un activo realizable no funcional o no afecto a la operación (extrafuncional). Sin embargo, es necesario estudiar a fondo cada una de las partidas en cuestión antes de encuadrarlas en alguna categoría. Esas mismas acciones, si están siendo utilizadas como garantía ante terceros, para la obtención de financiación externa, no podrán ser vendidas y por lo tanto serán ubicadas en una categoría de activos diferente.

Los bienes extrafuncionales dentro del Realizable no tienden de forma económica natural a ser transformados y vendidos, pero representan la posibilidad de generar dinero, bajo determinadas condiciones de precio y de plazo de cobro, mediante su venta.

Cabe destacar que estas discriminaciones son absolutamente indispensables a la hora de efectuar la interpretación y posterior diagnóstico de los estados contables.

Completando una clasificación del activo, la exposición del mismo bajo la perspectiva del análisis económico y financiero podría presentar el esquema siguiente:

**ACTIVO**

**ACTIVO CIRCULANTE**

***Funcional**
**Caja**
**Cuentas a cobrar**
**Existencias**
**Gastos anticipados**

***No Funcional**
**Títulos y participaciones**
**Créditos otorgados**

***Interino**

***Antifuncional**

**ACTIVO FIJO**

***Funcional**
**Activo fijo (amortización acumulada) (o material)**
**Activo inmaterial**

***No Funcional**
**Inversiones de largo plazo**

Aquellos bienes que componen el inmovilizado material, pero que no están en funcionamiento, son los interinos o transitorios. Estos bienes están en proceso de convertirse en funcionales. Hasta que esto ocurra, son inversiones que no generan ingresos, debido a que no forman parte de la inversión productiva y por lo tanto no contribuyen a la fabricación del producto que en una etapa posterior se venderá y en

otra se cobrará. Queda por tanto de manifiesto que la tendencia a la liquidez de esas inversiones es nula. Ejemplos de ello sería el de una máquina que se encuentra a prueba, el de una planta industrial que está en construcción, el de un terreno pendiente de edificar, etc. La importancia en identificar a estos bienes y destacarlos del resto de inversiones radica en que al ser improductivos y no ser generadores de liquidez, requieren de una fuente de financiación específica, lógicamente de largo plazo, o no exigible, hasta que la inversión comience a generar liquidez.
Antifuncional, en cambio, son aquellos bienes que en su momento fueron funcionales y que en la actualidad ya no lo son. Estos forman parte del listado de inversiones productivas de la empresa en la medida en que tienen un valor económico, sin embargo, no están siendo utilizados en la generación de liquidez de la empresa y no es previsible que en el futuro ello suceda. Desde el punto de vista del equilibrio de la estructura financiera, estas inversiones al formar parte del total de activos, están haciendo uso de una fuente de financiación, y como se mencionó anteriormente, no están generando liquidez.

Los conceptos englobados en el activo material son aquellos que tienen como función la de representar en el Balance bienes de carácter tangible, visible, y de alguna manera valorables, como por ejemplo: edificios, terrenos, maquinarias, etc. Estos bienes le otorgan garantía crediticia a la empresa.

En el grupo de inmovilizado inmaterial se englobaran aquellos bienes no apreciables directamente y cuya valoración no puede hacerse de forma directa. Ejemplos de ellos serían: estudios, proyectos, patentes, gastos de constitución, marcas, etc.

En cuanto a la clasificación del pasivo y atendiendo a la definición de que el mismo constituye la fuente de financiación de los activos o inversiones, de donde se obtuvieron los recursos para efectuar las mencionadas aplicaciones, el criterio para ordenarlos dentro del balance vendrá dado por el concepto opuesto al de liquidez, es decir el pasivo se relacionará con la exigibilidad. Las fuentes de financiación presentan una tendencia natural a la exigibilidad, en la medida en que el transcurso del tiempo acerca la obligación de cancelación de duda, acercando en definitiva la exigibilidad.
El tiempo que debe transcurrir hasta que dichos pasivos sean transformados en exigibles, se debe poner en contraposición con el tiempo que debe transcurrir para que los activos se transformen en líquido. Los pasivos deberán ser clasificados en corto y

largo plazo, es decir aquellos que se transforman en exigibles en el corto o en el largo plazo, en función de las inversiones que se están financiando y del criterio que se utilizó para la clasificación de las mismas.
Convencionalismos determinan una primera y simple división entre el exigible de corto plazo o corriente y el de largo plazo o no corriente utilizando la frontera del año.

Complementando el concepto de tendencia a la exigibilidad del pasivo debemos introducir el concepto de exigibles y no exigibles.

**FINANCIACION**

**PASIVO Y PN**

**A) Exigible de Corto Plazo**
**Proveedores**
**Anticipos de terceros**
**Impuestos**
**Bancos corto plazo**
**Sueldos y cargas sociales**

**B) Exigible de Largo Plazo**
**Préstamos de largo plazo**
**Obligaciones**
**Acreedores largo plazo**

**C) No Exigible**
**C1) Capital**
**C2) Reservas**
**C3) Resultados**

El no exigible tiene la característica de que, salvo en situaciones de liquidación de la empresa, no existe fecha de vencimiento o fecha de devolución de los mismos. Aunque dentro de este apartado se pueden presentar diversos nombres de cuentas y partidas, es importante destacar tres grandes grupos que lo componen.

C1) El capital, es el aporte de los socios de la empresa. Es el dinero desembolsado por ellos como consecuencia de la suscripción de acciones, que les da derecho a la propiedad de una parte de la empresa.
No se trata de fondos generados desde dentro de la empresa, de sus operaciones, sino que tienen un origen externo.
Por otra parte, el capital representa el dinero que el socio debe estar dispuesto a perder en caso de fracaso de la empresa. Por lo tanto mide el riesgo económico que los accionistas están dispuestos a correr.

Un caso especial es la llamada prima por emisión de acciones, que en algunos casos son consideradas reservas. En realidad se trata de un sobreprecio que se debe pagar por nuevas acciones para equipararlas con las emitidas anteriormente. Sería el caso de una empresa con capital de $ 100 y ganancias acumuladas de $10. Son diez participaciones de $10 cada una. Aunque el valor teórico de la acción sea $10, lo cierto es que su valor real es de $11, puesto que según el balance el total del patrimonio neto es $110 que corresponderían a las diez acciones iniciales. De ahí que el valor real de cada acción sea $11. Si se realizara una nueva emisión de cinco acciones, como el valor nominal de cada acción es $10 (el valor que figura en el título de acciones de origen), se procedería a cobrar por parte de la empresa $50 en concepto de capital, y $5 en concepto de sobreprecio, por el mayor valor real que tienen cada una de esas acciones, bajo el título de prima de emisión. Esta prima son fondos no exigibles externos.

C2) Otro componente de los no exigibles son las reservas. Se presentan reservas directas, cuyo origen es el resultado de un ejercicio. La empresa después de pagar los impuestos derivados de las ganancias obtenidas, destinará parte de las mismas a las reservas obligatorias, ya sean legales o estatutarias, y a reservas voluntarias, por ejemplo, para futuras inversiones, para solidez patrimonial, etc. Son fondos generados por la empresa, no provienen de aportes externos, pero son igualmente no exigibles por ningún tercero.
Otro tipo de reservas son aquéllas que provienen de la revalorización de activos. Cuando el valor de los bienes se incrementa por estar situados en lugares estratégicos o en localizaciones de creciente expansión, debería aumentar también el valor de los activos que los representan. Pero ese incremento de valor en lugar de pasar por el

estado de resultados, se registraría directamente como un mayor valor del patrimonio, a través de una reserva.

Si una empresa que tiene cuentas a cobrar, comienza a notar un cierto retraso en el cobro a determinados clientes y con el transcurso del tiempo llega a la conclusión que existe cierta probabilidad de no cobrar parte de esos créditos, efectuará una reserva. Esto significa que detrae del resultado del ejercicio una cierta cantidad que estará destinada a afrontar una contingencia.

No existe una única manera de registrar las reservas que se crean para afrontar situaciones como la arriba descripta. Sería también el caso, de una eventual sentencia de un juicio desfavorable, de una posible pérdida de valor de las mercaderías por paso de la moda, etc. Estos casos se exponen bajo cuentas de reservas, normalmente denominadas provisiones, aunque en lugar de anotarlas junto a los no exigibles del patrimonio neto, se colocan restando de aquellos conceptos que se están ajustando. O pueden ser clasificados dentro del pasivo en un grupo o apartado especial llamado Cuenta de Contrapartida. Estos fondos no pueden ser exigidos por terceros como proveedores, bancos, la DGI, etc. Ningún ente puede exigir los importes separados en concepto de las previsiones efectuadas.

La amortización constituye otro caso de especial atención, en relación a la distinción entre fondos propios o exigibles, en la clasificación de las fuentes de financiación. También se los incluiría en la cuenta de contrapartida o restando de aquéllos conceptos que se están ajustando.

La amortización se constituye porque existe certeza de la pérdida del valor de los activos funcionales, por el uso de los mismos o por el transcurso del tiempo. Sin entrar al detalle de los mecanismos contables utilizados para el registro de estos conceptos, es preciso tener la idea a esta altura, que la amortización va constituyendo un fondo año tras año, con el objeto de poder reemplazar el activo que ha quedado obsoleto o que ha perdido totalmente su posibilidad de uso por el desgaste. Si bien esta pérdida de valor nunca se determina con exactitud, se tiene en cambio una idea de esta cifra y del plazo de años en que el inmovilizado pasa a ser obsoleto. En este sentido, es la amortización un no exigible por terceros, aunque sí es una reserva que deberá tener una aplicación concreta, como en el caso de las comentadas previsiones.

En cuanto a los pasivos exigibles, el balance presenta una clara distinción en función del tiempo. La tendencia a la exigibilidad establecería el límite entre el corto, el medio y el largo plazo. Aunque en la mayoría de los estados contables se simplifican al corto

y largo plazo tomando como límite el año. Aquellos vencimientos que se produzcan dentro del año se clasifican como de corto plazo, mientras que los que superan el año son considerados como de largo plazo.

En el ordenamiento del balance que se está desarrollando, se ha considerado el uso de criterios para exponer tanto el activo o inversiones y el pasivo o fuentes de financiación de tal manera que los mismos resulten comparables y el producto de esa comparación, sirva para juzgar el equilibrio financiero de la empresa. Es evidente que los mismos criterios de ordenamiento utilizado ya están hablando de búsqueda de equilibrio. La tendencia a la liquidez del activo deberá ser coherente con la tendencia a la exigibilidad de las fuentes de financiación. Es claro también que una empresa que por el lado de las inversiones presente un fuerte componente de bienes de uso, cuya transformación en líquido se produce en el largo plazo, lentamente, no podrá tener como contrapartida en el lado de las fuentes de financiación un pasivo exigible en el corto plazo, y esto no por que la empresa no vaya a poder cancelar ese exigible, sino más bien por que no lo podrá hacer en el momento del vencimiento. Para ahondar en el tema de equilibrio financiero, será necesario llegar al tema de análisis de los estados contables. Recordemos que estamos en un proceso de preparación de la información para ser analizada.

## El estado de resultados

Así como el balance es un instrumento del que podemos extraer información para evaluar el equilibrio financiero de una empresa, y a partir de evaluar su potencial de crecimiento, el estado de resultado nos acerca una explicación del origen del resultado.

El resultado, en rigor, constituye el motor en el funcionamiento de cualquier organización, y por ese motivo es fundamental para cualquier analista, entender como se origina el mismo, e inferir a partir de ello, cual podrá ser su comportamiento futuro.

Es posible encontrar diversas relaciones entre el resultado y la estructura financiera puesta en funcionamiento para su consecución, y de hecho en esas relaciones se basa gran parte del análisis que desarrollamos mas adelante. El resultado tiene mas efecto en la estructura financiera que esta última en el resultado. Cualquier empresa que presente continuas pérdidas , terminará por tener un desequilibrio en su estructura financiera

Como en el tema del balance, tenemos que resaltar que a efectos de facilitar la interpretación del resultado de la empresa, proponemos una forma de ordenar las cuentas que componen el estado de resultado, que se basa en un criterio de apertura del resultado en márgenes de contribución, que desarrollaremos a continuación.

En primer término vamos a desagregar el resultado neto total de la empresa en tres componentes del mismo, el resultado de explotación, el resultado después de gastos financieros, y el resultado después de impuestos. En algunas ocasiones es posible incluir un cuarto componente el resultado después de gastos extraordinarios.

El motivo de esta apertura es precisamente la independencia que existe entre los distinto componentes. Es resultado de explotación operativo surge del desarrollo del negocio y en esencia no tiene ninguna vinculación con la forma en que se financian las inversiones de la empresa. Por su parte, la estructura financiera, que constituye el origen de los gastos financieras, no tiene ninguna influencia sobre, el resultado operativo.

| ♣**ESTRUCTURA DE RESULTADOS MARGINALISTA** | | | | | **ESTRUCTURA** |
|---|---|---|---|---|---|
| | U. NEG. 1 | % | U. NEG. 2 | % | |
| VENTAS | | | | | |
| COSTO DE VENTAS | | | | | |
| MARGEN BRUTO DE FABR. | | | | | |
| COSTOS VARIABLES | | | | | |
| **MARGEN DE CONTRIBUCION** | | | | | |
| ESTRUCTURA IMPUTABLE | | | | | |
| ESTRUCTURA NO IMPUTABLE | | | | | |
| **RESULTADO EXPLOTACION** | | | | | **ECONOMICA** |
| RESULTADOS FINANCIEROS | | | | | **FINANCIERA** |
| **RESULTADO ANTES DE T** | | | | | |
| IMPUESTOS | | | | | **FISCAL** |
| **RESULTADO NETO** | | | | | |

En la ordenación del activo dentro del balance se distinguió entre aquellos activos de carácter funcional, que servían a la operación habitual de la empresa, como ser, las maquinarias, el depósito, las cuentas a cobrar, etc. y aquellos que tenían que ver con una actividad no operativa o sea los extrafuncionales, como ser los títulos, acciones, las propiedades destinadas al alquiler, etc. En esta distinción reside también la diferenciación entre los resultados operativos y los no operativos.

Precisamente, el funcionamiento o utilización de los activos de carácter funcional ha de generar el resultado operativo.

El resultado operativo o de explotación es el originado en la actividad principal o actividades principales de la empresa, constituye la esencia del negocio. Su distinción y segregación es absolutamente relevante a efectos de distinguir sobre el resultado neto final que influencia tiene la explotación funcional, y que incidencia tienen los otros resultados, como los financieros o los extraordinarios. Si estamos en presencia de una empresa que tiene resultados negativos en el aspecto de su explotación, aunque los mismos se reviertan como consecuencia de resultados extraordinarios, nos estaremos enfrentando a un problema estructural, debido a que los resultados extraordinarios que mejoran el resultado neto final, no tienen el carácter de habituales, mientras que los resultados operativos son repetitivos.
A estos efectos no se pueden confundir resultados provenientes de la utilización del activo funcional, con aquellos que son fruto de colocaciones de remanentes, porque de hacerlo se estaría castigando o potenciando la capacidad de la empresa para obtener ganancias en lo que es su actividad principal.

Los resultados financieros tampoco deben afectar la evaluación del negocio, ya que estos son el resultado de una determinada estructura financiera. Simplificando, una empresa que trabaja financiándose en su mayor parte con capitales propios tendrá gastos financieros mas bajos que una empresa cuya estructura de financiación dependa básicamente de exigibles.
Los gastos financieros dependen del nivel de endeudamiento, a mayor uso de fondos de terceros, mayor será el castigo de los intereses reflejados en el resultado neto final.

El estado de resultado normalmente no refleja como gasto financiero, el sobreprecio que recarga el proveedor por la financiación que otorga en la operación de venta de su producto o materia prima. Un industrial que abastece a la empresa que estamos analizando, de un producto, cuyo precio de compra es $ 100 pero que otorga un plazo de pago de sesenta días, seguramente tendrá incorporado en esos $100, un interés implícito. Esta información no está al alcance de los estados contables, ni en los balances, ni siquiera en las notas al mismo. Sin embargo sería posible cuantificar el interés, conociendo, cuál es el descuento que el proveedor estaría dispuesto a conceder, a cambio de cobrar al contado. Supongamos ahora que dicho descuento fuera $ 5. En el estado de resultado de la empresa, se debería reflejar, como componente del costo de venta, $ 95, y los $5 restantes irán a afectar la cuenta de gastos financieros. En definitiva, si la empresa pudiera comprar al contado, estaría pagando por los productos, $95, el diferencial de $5 se los están cobrando exclusivamente por la financiación que le conceden por 60 días.

Por último, en la estructura de resultados, podemos observar cuál es el impacto que tienen, sobre el resultado, los impuestos que debe pagar la empresa.
Lo económico en este caso es la capacidad que tienen las empresas de obtener resultados positivos con el desarrollo de su actividad, haciendo su negocio. El aspecto financiero en esta comparación, es el resultado proveniente de la forma en que la empresa financia sus inversiones.

Saber si la empresa hace bien su negocio, si gana dinero con su propia actividad, es el primer nivel de análisis. Una segunda fase es la forma óptima de financiar esa actividad, que afectará indefectiblemente al resultado neto. Y una tercer fase es la fiscal, la cual también afectará al resultado neto.
Pero lo cierto es que para que exista la empresa, para que exista por ende la posibilidad de razonar sobre la estructura financiera óptima, es necesario tener una explotación positiva, o sea un resultado operativo positivo.
Esta es el fundamento de la distinción entre activos funcionales y no funcionales, y resultados operativos y no operativos.

La ordenación que se está presentando del estado de resultados se hace bajo el denominado criterio marginalista, esto es, haciendo una distinción entre los gastos variables y los fijos.

El costo variable es aquél que aumenta o disminuye proporcionalmente a las variaciones en las ventas de la empresa El ejemplo más claro de un costo variable puede ser el de la materia prima, puesto que este costo aumentará o disminuirá según las ventas y a su ves guarda una proporción constante con las mismas. Otro ejemplo, sería la comisión pagada a los vendedores, cuyo importe guarda una directa proporcionalidad con el nivel de actividad.

En cambio, los gastos fijos o de estructura, se mantienen constantes a pesar de la variación en el nivel de actividad de la empresa. Un ejemplo de ello sería el alquiler que se paga por un local, el cual es un importe fijo independientemente de la cifra de ventas que efectúa la empresa. Este carácter de fijo se mantiene por un período determinado de tiempo, sin embargo, ante un crecimiento sostenido de las ventas, será necesario realizar un cambio de local, lo que llevará aparejado, un incremento en el monto del gasto.
La característica importante de los costos variables es la se su agilidad al aumentar o disminuir con la variación de las ventas. Inversamente, los gastos fijos se pueden definir por su rigidez en el sentido de que cuando las ventas bajan, la empresa debe seguir manteniendo un gasto de estructura que evidentemente la perjudica. La reducción de los costos fijos no es automática o flexible como si lo puede ser la de los costos variables. Esto lleva a concluir que los gastos variables tienen una vinculación directa y casi instantánea con la cifra de ventas, mientras que los costos fijos cambian por escalones de actividad, tanto en el caso de aumentos como en disminuciones de ventas.

Esta clasificación permite a la empresa establecer cual es el margen de contribución, es decir con cuanto contribuyen las ventas netas después de deducidos los costo variables para afrontar los costos de estructura. Esta idea podría llevar a estudiar dos casos extremos de estructura económica de empresa.

| YPF | 1997 | | 1995 | |
|---|---|---|---|---|
| Ventas | 6.144,00 | 100% | 4.970,00 | 100% |
| Costo variable operativo | 1.532,00 | 25% | 1.340,00 | 27% |
| Gtos variables comerciales | 179,00 | 3% | 140,00 | 3% |
| Otros Gtos. Variables | 174,00 | 3% | 233,00 | 5% |
| Total Gtos Variables | 1.885,00 | 31% | 1.713,00 | 34% |
| Margen contribución | 4.259,00 | 69% | 3.257,00 | 66% |
| Costos Fijos | 2.627,00 | 43% | 2.279,00 | 46% |
| Resultado de explotación | 1.632,00 | 27% | 978,00 | 20% |

| MASTELLONES HNOS. (La Serenísima) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| en millones de pesos | 1997 | | 1998 | |
| Ventas | 681 | 100% | 728 | 100% |
| Costos Variables | 489 | 72% | 532 | 73% |
| Margen de Contribución | 192 | 28% | 196 | 27% |
| Costos Fijos | 167 | 25% | 163 | 22% |
| Resultado de explotación | 25 | 4% | 33 | 5% |

MASTELLONE presenta una estructura económica flexible, sus costos son en su mayor parte variables, y por eso no está tan expuesta a cambios en la cifra de ventas. Ante una fuerte caída de las ventas, podría adaptarse rápidamente a la nueva situación de la empresa, debido a que su estructura fija es relativamente baja. En tal caso cuando la producción caiga por el motivo que fuera, la empresa no estará erogando el costo fijo resultante de la estructura necesaria para la realización de esa etapa del proceso productivo.

YPF, por el contrario, tiene una fuerte carga fija por lo cual, en contrapartida, su margen de contribución para afrontar esos costos fijos, es muy importante.

Las estructuras económicas presentadas son opuestas, y este hecho marcará una evolución totalmente diferente según cual sea la evolución de su cifra de ventas.

Veamos los ejemplos siguientes:

Dada dos estructuras económicas opuestas.

| | A | B |
|---|---|---|
| Ventas | 1000 | 1000 |
| Costo Variable | 800 | 100 |
| Contribución Mg. | 200 | 900 |
| Costo de estructura | 100 | 800 |
| Resultado de Explot. | 100 | 100 |

Si las ventas crecen un 100%, el estado de resultados de cada estructura sería:

| | | |
|---|---|---|
| Ventas | 2.000 | 2.000 |
| costo variable | 1.600 | 200 |
| contribución marginal 400 | 1.800 | |
| costos de estructura | 100 | 800 |
| resultado neto | 300 | 1000 |

Se observa entonces, que ante aumentos en la cifra de ventas, una estructura económica consolidada genera un potencial de crecimiento en resultados, superior al de una estructura económica flexible.

En el otro extremo, (o sea frente a una caída en la cifra de ventas) ocurriría (lo siguiente):

| | | |
|---|---|---|
| Ventas | 500 | 500 |
| costo variable | 400 | 50 |
| contribución marginal | 100 | 450 |
| costos de estructura | 100 | 800 |
| resultado neto | 0 | -350 |

Es claro que estamos presentando un caso extremo donde los costos son totalmente fijos o totalmente variables, y esto es muy difícil de verificar en la realidad. Sin embargo, se utiliza esta figura al sólo efecto de marcar las características particulares de cada una de las estructuras económicas.
Aunque no sea objeto específico de este texto, por la importancia que reviste la definición del concepto de ventas y la de costos, a la hora de efectuar un análisis económico financiero, es importante detenerse en estos apartados.

El primer rubro del estado de resultados, las ventas, se refiere al total de operaciones comerciales realizadas por la empresa y la misma debe ser neta. Aquí es necesario distinguir entre aquellos descuentos que obedecen a formas de pago y los que se originan en estímulos comerciales. El primero, el descuento por pronto pago, debe ser considerado un gasto financiero porque es consecuencia de un adelanto de la fecha teórica de cobro. Es como si la empresa recibiera un documento de parte del cliente por el valor nominal de su compra, a sesenta días, y lo descontara en un banco para hacerse del efectivo, a cambio de lo cual el banco cobraría un interés que lo descontaría directamente del importe adelantado. No ocurre lo mismo en el caso de descuentos comerciales, que deben considerarse neto en el valor de ventas, en el caso en que sea una norma habitual del sector de actividad.
Las ventas neta, excluyen devoluciones de productos y operaciones no habituales de la empresa. En definitiva, lo que se pretende al presentar el concepto de ventas netas es detectar el verdadero éxito de la empresa en el ámbito comercial.
Es necesario hacer también la distinción entre costos y pagos o erogaciones. El costo es un concepto económico, mientras que el pago lo es de carácter financiero. Tomando el ejemplo del sueldo anual complementario (aguinaldo), se puede establecer que cada mes trabajado por el empleado genera una doceava parte de ese SAC, aunque el mismo sea pagado solo dos veces en el año. Hay por otra parte ciertos costos que no se materializan en pagos, como ser las amortizaciones y las previsiones. Por último podemos distinguir determinados pagos que no tuvieron su origen en un costo: la devolución de un crédito, el pago de dividendos, el impuesto sobre los beneficios, etc.

El resultado que surja de su estado correspondiente mide la corriente ingresos y gastos ocurridos en una empresa en un periodo determinado desde la perspectiva económica, dejando de lado la corriente de fondos.

Por último la estructura de resultados podrá establecerse también por producto o unidad de negocio, Con esta distinción la empresa podrá obtener información de la contribución de cada negocio al resultado. En el esquema del estado de resultados que estamos analizando, utilizamos la nomenclatura de estructura imputable, para aquellos costos que pueden ser asignados a un negocio en particular, y estructura no imputables, para los costos que afectan al negocio en general.

Las ventas, el costo de ventas, y los costos variables de comercialización, nos aportarán información de margen bruto por producto. Al margen bruto de cada producto se le detraerá el costo fijo o de estructura correspondiente a cada uno de esos productos. Es importante en este punto destacar que no es beneficioso forzar una imputación de costos de estructura, cuando el criterio para efectuar dicha imputación no es muy claro. Si estamos estudiando una empresa que tiene dos productos principales o dos unidades de negocio diferenciadas, y cada una de ellas utiliza depósitos de mercaderías separados, es fácil asociar el gasto correspondiente a cada alquiler al resultado de cada unidad de negocio. Y de esta forma el gasto de una no estará incidiendo en el resultado de la otra. Sin embargo seguramente se plantearán ciertos gastos de estructura o fijos para los que esa distinción no es tan clara. Supongamos que el departamento de administración es único, y en el se centralizan todas las operaciones administrativas, las que conciernen a uno y a otro negocio. Es posible que se pueda forzar algún criterio de imputación de gastos, a uno y otro negocio, sin embargo, si la empresa se quedara con un solo producto en su cartera de ofertas, las tareas administrativas de procesamiento de pedidos, facturación, contabilidad, liquidaciones de impuestos, etc. las seguiría manteniendo. En estos casos los gastos de estructura no deberían ser imputados a ningún producto.
Esto significa que el estado de resultado presentará una línea referida a la contribución marginal de cada uno de los productos al resultado total de la empresa. Y a partir de esta línea se deducirá el costo de estructura no imputable, para llegar de esta manera a conseguir el resultado de explotación.

## *SUPERMERCADOS NORTE S.A.*

## BALANCE AL 30 DE JUNIO, 1996 Y 1995

| | 1996 | 1995 |
|---|---|---|
| **ACTIVOS** | | |
| ACTIVOS CORRIENTES | | |
| Caja (Nota 4.a.) | 13.897.326 | 2.981.527 |
| Inversiones (Nota 12.c y d) | 4.483.694 | 17.501.242 |
| Cuentas Comerciales a cobrar (Nota 4.b) | 25.267.940 | 17.275.951 |
| Otros cuentas a cobrar (Nota 4.c) | 3.233.527 | 4.925.269 |
| Stocks (Nota 4.d) | 58.233.527 | 50.013.283 |
| | 105.790.003 | 92.697.272 |
| ACTIVOS NO CORRIENTES | | |
| Cuentas Comerciales a cobrar (Nota 4.b) | 72.959 | 52.612 |
| Otros cuentas a cobrar (Nota 4.c) | 108.485 | 149.642 |
| Inversiones (Nota 12.c y d) | 105.524 | 1.234.572 |
| Activos Fijos Netos (Nota 12.a) | 296.992.796 | 255.891.819 |
| Activos Intangibles Netos (Nota 12.b) | 4.837.393 | 202.261 |
| Otros Activos (Nota 7) | 188.828 | 0 |
| | 302.305.985 | 257.530.906 |
| TOTAL ACTIVOS | 408.095.988 | 350.228.178 |
| **PASIVOS** | | |
| PASIVOS CORRIENTES | | |
| Cuentas comerciales a pagar (Nota 4.e) | 137.403.120 | 118.020.535 |
| Préstamos | 6.592.609 | 3.795.400 |
| Remuneraciones y Cargas Sociales a pagar | 10.350.381 | 9.917.810 |
| Impuestos a pagar | 9.487.478 | 4.006.748 |
| | 163.833.588 | 135.740.493 |

| | | |
|---|---|---|
| PASIVOS NO CORRIENTES | | |
| Préstamos | 32.986.260 | 28.109.200 |
| Provisiones (Nota 12.e) | 4.454.586 | 3.741.056 |
| Otros pasivos | 239.474 | 16.062 |
| | 37.680.320 | 31.866.318 |
| TOTAL PASIVOS | 201.513.908 | 167.606.811 |
| PATRIMONIO NETO | 206.582.080 | 182.621.367 |
| TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO | 408.095.988 | 350.228.178 |

**ESTADO DE RESULTADOS AL 30 DE JUNIO DE 1996, 1995 Y 1994**

| | 1996 | 1995 | 1994 |
|---|---|---|---|
| Ventas Netas (Nota 4.i) | 991.516.607 | 855.945.578 | 787.223.108 |
| Costo de Ventas (Nota 12.f) | (797.462.961) | (688.046.841) | (628.442.002) |
| Margen Bruto | 194.053.646 | 167.898.737 | 158.781.106 |
| Gastos de Comercialización (Nota 12.h) | (146.984.429) | (130.724.600) | (115.203.738) |
| Gastos de Administración (Nota 12.h) | (14.414.779) | (18.134.298) | (16.817.535) |
| Resultado Operativo | 32.654.438 | 19.039.839 | 26.759.833 |
| Ingresos de compañías relacionadas | 0 | 32.239 | 129.316 |
| Resultados Financieros: | | | |
| Generados por activos (Nota 4.j) | 3.455.120 | 1.816.450 | 1.680.266 |
| Generados por pasivos (Nota 4.j) | (2.824.932) | 3.439.802 | (485.535) |
| | 630.188 | 5.256.252 | 1.194.731 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Otros Ingresos netos (Nota 4.k) | 475.988 | 1.123.297 | (202.229) |
| Resultado antes de impuestos | 33.760.614 | 25.454.627 | 27.881.651 |
| Impuesto a las ganancias | (8.695.108) | (7.641.078) | (9.484.257) |
| Beneficio Neto Total | 25.065.506 | 17.813.549 | 18.397.394 |

ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO NETO

AL 30 DE JUNIO DE 1996,1995,1994

| | 1996 | | | | | | 1995 | 1994 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | **Capital Social (Nota 5)** | **Ajuste de Capital** | **Total** | | **Reserva Legal** | **Resultados no Asig.** | **Total** | **Total** | **Total** |
| Patrimonio Neto Incial | 29.000.000 | 1.709.745 | 30.709.745 | 96.639.651 | 746.984 | 54.524.987 | 182.621.367 | 166.483.416 | 151.489.450 |
| Distribución Utilidades s/Asamb. | | | | | | | | | |
| Reserva Legal | | | | | 1.321.062 | (1.321.062) | | | |
| Dividendos | | | | | | | | (435.582) | (712.940) |
| Depreciación | | | | (1.104.793) | | | (1.104.793) | (1.240.016) | (2.690.488) |
| Resultado del Ej. | | | | | | 25.065.506 | 25.065.506 | 17.813.549 | 18.397.394 |
| Saldo Final | 29.000.000 | 1.709.745 | 30.709.745 | 95.534.858 | 2.068.046 | 78.269.431 | 206.582.080 | 182.621.367 | 166.483.416 |

## NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES

Se considerarán únicamente las notas que resulten relevantes a efectos de la adaptación de los Estados Contables de Supermercados Norte S.A. para su posterior análisis.

**4. Notas sobre las cuentas del Balance y del Estado de Resultados**

*a. Caja*

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | **1996** | **1995** |
| Caja | 5.515.463 | 1.347.570 |
| Efectivo en Bancos | 6.989.598 | 348.864 |
| Documentos a depositar | 1.392.265 | 1.285.093 |
| | 13.897.326 | 2.981.527 |

*b. Cuentas Comerciales a cobrar*

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | **1996** | **1995** |
| **Corriente** | | |
| Tarjetas de crédito | 21.244.438 | 14.854.700 |
| Tickets de venta | 4.671.506 | 3.105.785 |
| En gestión judicial | 1.264.780 | 1.194.519 |
| Otros créditos | 70.922 | 56.382 |
| | 27.251.646 | 19.211.386 |
| **Menos** | | |
| Previsión clientes dudoso cobro | (1.983.706) | (1.935.435) |
| | 25.267.940 | 17.275.951 |
| **No corriente** | | |
| Tarjetas de crédito | 72.959 | 52.612 |
| | 72.959 | 52.612 |

*c. Otras cuentas a cobrar*

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | **1996** | **1995** |
| **Corriente** | | |
| Adelantos a Directores | 996.000 | 2.411.312 |
| Préstamos a Directores | 1.131.737 | - |
| Adelantos al Personal | 82.342 | 29.726 |
| Créditos impositivos | 688.540 | 1.577.832 |
| Gastos pagados por adelantado | 411.439 | 312.068 |
| Préstamos al Personal | 382.283 | 277.104 |
| Otros | 215.175 | 317.227 |
| | 3.907.516 | 4.925.269 |
| **No corriente** | | |
| Créditos con Seguridad Social | 83.548 | 115.853 |
| Depósitos en garantía | 24.937 | 33.789 |
| | 108.485 | 149.642 |

*d. Stocks*

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | **1996** | **1995** |
| Mercadería | 54.305.544 | 47.846.283 |
| Mercadería pendiente de facturación | 2.494.350 | 346.881 |
| Mercadería en tránsito | 1.433.633 | 1.820.119 |
| | 58.233.527 | 50.013.283 |

*e. Cuentas comerciales a pagar*

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | **1996** | **1995** |
| Proveedores locales | 135.094.064 | 110.922.120 |
| Proveedores extranjeros | 1.013.056 | 347.108 |
| Honorarios de Directores y Auditores | 1.296.000 | 6.751.307 |
| | 137.403.120 | 118.020.535 |

**12. Información adicional sobre los estados contables**

*a. Activos Fijos*

| | | | | | Amortización | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | | Corriente Año | | | |
| **Cuenta principal** | Valor al inicio del ejercicio | Aumentos o Transferencias | Disminu-ciones | Valor al cierre del ej. | Acum. al inicio del ejercicio | Deducciones del ejercicio | Tasa | Amortizac. del ejercicio | Acum. al cierre del ej. | Neto Resultante al 30 Junio 96 | Neto Resulta al 30 Junio |
| Terreno | 79.348.232 | 7.166.613 | - | 86.514.845 | - | - | - | - | - | 86.514.845 | 79.348 |
| Edificios | 128.209.698 | 37.230.798 | - | 165.440.496 | 11.361.039 | - | 1,67 | 2.799.455 | 14.160.494 | 151.280.002 | 116.848 |
| Total Propiedades | 207.557.930 | 44.397.411 | - | 251.955.341 | 11.361.039 | - | - | 2.799.455 | 14.160.494 | 237.794.847 | 196.196 |
| Herramientas | 27.244.963 | 6.569.947 | - | 33.814.910 | 17.188.377 | - | 20 | 4.847.474 | 22.035.851 | 11.779.059 | 10.056 |
| Muebles y Utiles | 3.846.191 | 409.873 | - | 4.256.064 | 3.216.622 | - | 20 | 293.103 | 3.509.725 | 746.339 | 629 |
| Rodados | 2.145.042 | 146.886 | (62.988) | 2.228.940 | 1.358.397 | (46.077) | 20 | 289.822 | 1.602.142 | 626.798 | 786 |
| Instalaciones | 26.500.933 | 7.770.783 | (14.800) | 34.256.916 | 16.636.017 | (14.800) | 20 | 4.955.970 | 21.577.187 | 12.679.729 | 9.864 |
| Trabajos en curso | 31.353.075 | (788.147) | (477.215) | 30.087.713 | - | - | - | - | - | 30.087.713 | 31.353 |
| Mejoras s/Inmuebles | 981.921 | - | - | 981.921 | 981.921 | - | - | - | 981.921 | - | |
| Adel. Compras bs. uso | 7.004.137 | 1.988.204 | (5.714.030) | 3.278.311 | - | - | - | - | - | 3.278.311 | 7.004 |
| Total al 30 Jun '96 | 306.634.192 | 60.494.957 | (6.269.033) | 360.860.116 | 50.742.373 | (60.877) | - | 13.185.824 | 63.867.320 | 296.992.796 | |
| Total al 30 Jun '95 | 235.498.824 | 71.395.659 | (260.291) | 306.634.192 | 40.504.153 | (12) | - | 10.238.232 | 50.742.373 | - | 255.891 |

*b. Activos Intangibles*

| Cuenta principal | Valor al inicio del ejercicio | Aumentos | Valor al cierre del ejercicio | Amortización: Acum. al inicio del ej.ercicio | Amortización: Corriente Año: Tasa % | Amortización: Corriente Año: Amort. del ej. | Amortización: Acum. al cierre del ej. | Neto Resultante al 30 Junio 96 | Neto Resultante al 30 Junio 95 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Marcas | 225.789 | 43.288 | 269.077 | 117.998 | 20 | 51.971 | 169.969 | 99.108 | 107.791 |
| Fondo de comercio | 94.470 | 0 | 94.470 | 0 | 20 | 18.894 | 18.894 | 75.576 | 94.470 |
| Gastos preoperativos | 0 | 5.840.569 | 5.840.569 | 0 | 33 | 1.177.860 | 1.177.860 | 4.662.709 | 0 |
| Total al 30 Junio 1996 | 320.259 | 5.883.857 | 6.204.116 | 117.998 | 0 | 1.248.725 | 1.366.723 | 4.837.393 | 0 |
| Total al 30 Junio 1995 | 293.990 | 26.269 | 320.259 | 72.633 | 0 | 43.365 | 117.998 | 0 | 202.261 |

*c. Inversiones*

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | **1996** | **1995** |
| **Inversiones Corrientes** | | |
| Bonos Argentinos | 464.071 | 384.993 |
| **Inversiones no Corrientes** | | |
| Acciones en Manulana S.A.C.I.F.e I | - | 1.112.597 |

*d. Otras Inversiones*

| | Ejercicio cerrado al 30 de junio | |
|---|---|---|
| | **1996** | **1995** |
| **Inversiones Corrientes** | | |

| | | |
|---|---|---|
| Plazos Fijos | | |
| | 4.019.623 | 17.116.249 |
| **Total Corrientes** | | |
| | **4.019.623** | **17.116.249** |
| | | |
| **Inversiones no Corrientes** | | |
| Terrenos | | |
| | 105.524 | 121.975 |
| **Total no Corrientes** | | |
| | **105.524** | **121.975** |

*e. Previsiones y Provisiones*

**Al 30 de Junio de 1996**

| Concepto | Al inicio del Bce | Adiciones del ej | Deducc. del ej | Efectos Inflac. | Cierre del Bce |
|---|---|---|---|---|---|
| **Deducciones de activos** | | | | | |
| Previsión clientes dudoso cobro | 1.935.435 | 51.926 | 0 | 3.655) | 1.983.706 |
| **Total** | **1.935.435** | **51.926** | **0** | **(3.655)** | **1.983.706** |
| **Incluidos como pasivos** | | | | | |
| Provisiones para contingencias y juicios | 3.741.056 | 713.530 | 0 | 0 | 4.454.586 |
| **Total** | **3.741.056** | **713.530** | **0** | **0** | **4.454.586** |

**Al 30 de Junio de 1995**

| Concepto | Al inicio del Bce | Adiciones del ej | Deducc. del ej | Efectos Inflac. | Cierre del Bce |
|---|---|---|---|---|---|
| **Deducciones de activos** | | | | | |
| Previsión clientes dudoso cobro | 3.373.392 | 308.051 | (1.682.718) | (63.747) | 1.935.435 |
| **Total** | **3.373.392** | **308.051** | **(1.682.718)** | **(63.747)** | **1.935.435** |
| **Incluidos como pasivos** | | | | | |
| Provisiones para contingencias y juicios | 2.573.392 | 1.167.664 | 0 | 0 | 3.741.056 |
| **Total** | **2.573.392** | **1.167.664** | **0** | **0** | **3.741.056** |

| | 1996 | % | 1995 | % |
|---|---|---|---|---|
| **ACTIVO FIJO** | **302,233,026** | **74.06** | **257,478,294** | **73.52** |
| INMOVILIZACIONES FINANCIERAS | 105,524 | 0.03 | 1,234,572 | 0.35 |
| *EXTRAFUNCIONAL* | *105,524* | *0.03* | *1,234,572* | 0.35 |
| | | | | |
| Acciones de Manulana S.A. | 0 | 0.0 | 1,112,597 | 0.32 |
| Terrenos | 105,524 | 0.03 | 121,975 | 0.03 |
| | | | | |
| MATERIAL | 296,992,796 | 72.78 | 255,891,819 | 73.06 |
| *FUNCIONAL* | *296,992,796* | *72.78* | *255,891,819* | *73.06* |
| | | | | |
| Herramientas | 33,814,9104 | 8.29 | 27,244,963 | 7.78 |
| Muebles y Utiles | 4,256,064 | 1.04 | 3,846,191 | 1.10 |
| Rodados | 2,228,940 | 0.55 | 2,145,042 | 0.61 |
| Instalaciones | 34,256,916 | 8.39 | 26,500,933 | 7.57 |
| Adelantos p/ compras de bs. uso | 3,278,311 | 0.80 | 7,004,137 | 2.00 |
| Mejoras s/Inmuebles | 981,921 | 0.24 | 981,921 | 0.28 |
| Trabajos en curso | 30,087,713 | 7.37 | 31,353,075 | 8.95 |
| Edificios | 165,440,496 | 40.54 | 128,209,698 | 36.61 |
| Terrenos | 86,514,845 | 21.20 | 79,348,232 | 22.66 |
| Sub-total Material Funcional | 360,860,116 | 88.43 | 306,634,192 | 87.55 |
| Amortización Acumuladas | 63,867,320 | 15.65 | 50,742,373 | 14.49 |
| Total Material Funcional | 296,992,796 | 72.78 | 255,891,819 | 73.06 |
| | | | | |
| INMATERIAL | 4,837,393 | 1.19 | 202,251 | 0.06 |
| *FUNCIONAL* | *4,837,393* | *1.19* | *202,251* | *0.06* |
| | | | | |
| Marcas | 269,077 | 0.07 | 225,789 | 0.06 |
| Fondo de comercio | 94,470 | 0.02 | 94,470 | 0.03 |
| Gastos preoperativos | 5,840,569 | 1.43 | 0 | 0.00 |
| Sub-total Inmaterial Funcional | 6,204,116 | 1.52 | 320,259 | 0.09 |
| Amortización Acumulada | 1,366,723 | 0.33 | 117,998 | 0.03 |
| Total Inmaterial Funcional | 4,837,393 | 1.19 | 202,261 | 0.06 |
| | | | | |
| CREDITOS | 108,485 | 0.03 | 149,642 | 0.04 |
| *FUNCIONAL* | *108,485* | *0.03* | *149,642* | *0.04* |
| | | | | |
| Créditos con Seguridad Social | 83,548 | 0.02 | 115,853 | 0.03 |
| Depósitos en garantía | 24,937 | 0.01 | 33,789 | 0.01 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| OTROS ACTIVOS | 188,828 | 0.05 | 0 | 0.00 |
| *EXTRAFUNCIONAL* | *188,828* | 0.05 | *0* | 0.00 |
| **TOTAL ACTIVO** | **408,095,988** | **100.0** | **350,228,178** | **100.0** |

| | 1996 | % | 1995 | % |
|---|---|---|---|---|
| **PASIVO** | | | | |
| **TOTAL EXIGIBLE** | **201,513,908** | **49.38** | **167,606,811** | **47.86** |
| EXIGIBLE CORTO PLAZO | 163,833,588 | 40.15 | 135,740,493 | 38.76 |
| *CICLICOS* | *157,240,979* | *38.53* | *131,945,093* | *37.67* |
| Proveedores locales | 135,094,064 | 33.10 | 110,922,120 | 31.67 |
| Proveedores extranjeros | 1,013,056 | 0.25 | 347,108 | 0.10 |
| Honorarios directores y auditores a | 1,296,000 | 0.32 | 6,751,307 | 1.93 |
| pagar | 10,350,381 | 2.54 | 9,917,810 | 2.83 |
| Remuneraciones y cargas sociales | 9,487,478 | 2.32 | 4,006,748 | 1.14 |
| Cargas Fiscales | | | | |
| | *6,952,609* | *1.62* | *3,795,400* | *1.08* |
| *EXPRESOS* | 6,592,609 | 1.62 | 3,795,400 | 1.08 |
| Préstamos obtenidos | | | | |
| | 37,680,320 | 9.23 | 31,866,318 | 9.1 |
| EXIGIBLE DE LARGO PLAZO | | | | |
| | 32,986,260 | 8.08 | 28,109,200 | 8.03 |
| Préstamos obtenidos | 4,454,586 | 1.09 | 3,741,056 | 1.07 |
| Provisiones para contingencias y juicios | 239,474 | 0.06 | 16,062 | 0.01 |
| Otros pasivos | | | | |
| | 206,582,080 | 50.62 | 182,621,367 | 52.14 |
| FONDOS PROPIOS | | | | |
| | 30,709,745 | 7.53 | 30,709,745 | 8.77 |
| Capital Social | | | | |
| | *97,602,904* | *23.92* | *97,386,635* | *27.81* |
| *RESERVAS* | 95,534,858 | 23.41 | 96,639,651 | 27.59 |
| Reserva por revaluación de activos | 2,068,046 | 0.51 | 746,984 | 0.21 |
| Reserva legal | | | | |
| | *78,269,431* | *19.18* | *54,524,987* | *15.57* |
| *RESULTADOS* | 53,203,925 | 13.04 | 54,524,987 | 15.57 |
| Resultados acumulados | 25,065,506 | 6.14 | 0 | 0.00 |
| Resultado del ejercicio | | | | |

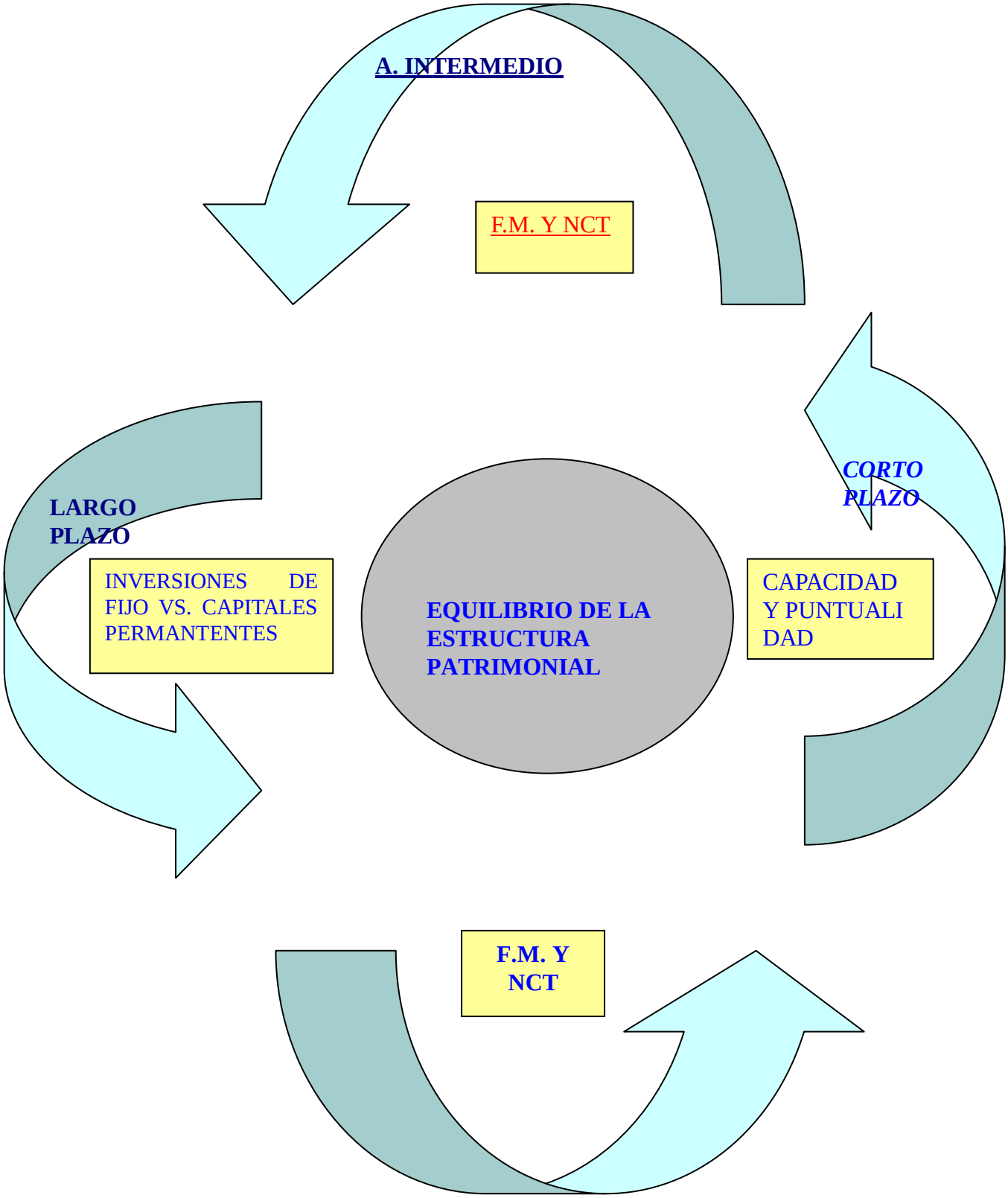
| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 206,582,080 | 50.62 | 182,621,367 | 52.14 |
| TOTAL FONDOS PROPIOS | 408,095,988 | 100.0 | 350,228,178 | 100.0 |
| TOTAL PASIVO | | | | |

## ANALISIS FINANCIERO DE EMPRESAS

Una vez recopilada la información sobre los hechos económicos acontecidos en la empresa durante un período determinado, y ordenada la misma siguiendo el criterio detallado en los capítulos anteriores, se estará en presencia del material necesario para iniciar el proceso de análisis y evaluación empresarial propiamente dicho.

En el proceso de análisis, y con el objeto de establecer un método con el que abordar el estudio y diagnóstico de cualquier empresa, distinguiremos la evaluación de la **ESTRUCTURA PATRIMONIAL** de la evaluación de la RENTABILIDAD DE LA **ESTRUCTURA ECONOMICA**, y la el **POTENCIAL DE CRECIMIENTO**, llegando a establecer conclusiones en forma conjunta de los tres factores, al final del proceso.

## EQUILIBRIO DE LA ESTRUCTURA PATRIMONIAL



Plantearemos la búsqueda del equilibrio y la coherencia entre las inversiones y su fuente de financiación.

BALANCE: ESQUEMA DE MASAS PATRIMONIALES

El Balance es la representación esquemática de la estructura financiera. En él están plasmadas unas magnitudes que denominaremos masas patrimoniales y que hacen referencia a grupos de elementos homogéneos que componen la estructura financiera. Es posible identificar tres sectores diferenciados en un balance que identificaremos bajo las denominaciones siguientes:

Estructura Financiera de largo plazo.
Estructura Financiera de corto plazo.
Estructura Financiera intermedia.

La estructura financiera de una empresa está representada, por el conjunto de inversiones que la empresa posee en elementos del Activo fijo, ya sean maquinarias, edificios, instalaciones, o inversiones financieras, o en elementos del circulante como materias primas, productos terminados, clientes, créditos varios etc. Y por otro lado, las fuentes de recursos o fondos con los que se financian las inversiones de fijo y de circulante. Este conjunto de fuentes de financiación, está representado por los accionistas, cuando de fondos propios se trata y por exigibles, cuando las fuentes provienen de terceros ajenos a la composición accionaria de la empresa. Sobre estos dos conceptos necesariamente recae una igualdad en la medida en que el total de las inversiones con que una empresa cuenta, tiene una fuente de financiación.
Dicho en otros términos, para que una empresa cuente en su activo, por ejemplo con una máquina, es necesario que previamente los accionistas hayan aportado el capital para su adquisición, o sea fondos propios, o un tercero lo haya hecho, lo que daría lugar a la presencia de exigibles.

Estructura financiera de largo plazo:

En este módulo de análisis, los aspectos bajo estudio estarán comprendidos en el análisis patrimonial fijo, una visión financiera de largo plazo, que comprende las masas patrimoniales que se señalan a continuación.

En el análisis de largo plazo, el énfasis está puesto sobre las inversiones en el largo plazo y los recursos o capitales permanentes. Se tendrá como principal objetivo, concluir respecto al equilibrio entre las masas patrimoniales. Este equilibrio estará representado en una serie de indicadores que se considerarán a tal efecto.

El equilibrio de la estructura financiera de largo plazo vendrá dado por la relación existente entre las inversiones que tienden a transformarse en líquido en un periodo superior al ciclo de maduración, y las fuentes de financiamiento que se transforman en exigibles en vencimientos superiores a dicho plazo. Recordemos que el ciclo de maduración mide el tiempo que transcurre desde que se adquiere la materia prima, en una empresa industrial, hasta que la misma es transformada, almacenada como producto terminado, vendida, y finalmente cobrada. Este proceso expresado en unidad de tiempo, es el ciclo de maduración. Vale la pena comentar que en empresas de tipo comercial, el ciclo de maduración no incluirá la etapa de producción, pero si tendrá una fase comercial, y otra financiera. Finalmente una empresa de servicio, que no presente actividad ni de producción, ni stocks de productos, el ciclo de maduración, abarcará la fase financiera.

La financiación de una máquina amortizable en diez años con recursos proveniente de la utilización de descubierto bancario, es un caso extremo que sirve para ilustrar una operación de desequilibrio, en la medida en que la obligación de cancelación del pasivo contraído va a resultar anterior a la generación de liquidez de la inversión. No se debe perder de vista que la representación final de un balance es la representación a un momento de un conjunto de decisiones de inversión y financiación.

El gráfico precedente muestra una estructura de largo plazo equilibrada en la que todas las inversiones en fijo están financiadas por capitales permantes.

Estructura Financiera de Corto Plazo:

El análisis patrimonial del circulante, amplifica las inversiones del activo circulante en el corto plazo y los recursos exigibles en el mismo término, para poder concluir respecto a la solvencia de la empresa. En este sentido, se estará apuntando al aspecto de garantía, posibilidad de respaldar el total de deudas de corto plazo con inversiones líquidas, y al aspecto de puntualidad, posibilidad de hacer frente a las deudas anteriores en tiempo, es decir, al vencimiento, y no mas allá del mismo.

Estructura Financiera Intermedia:

Entre el estudio de la estructura financiera de largo plazo (de fijo) y la de corto plazo (el análisis de circulante), se presenta una zona de estudio del balance que constituye el elemento clave para la determinación de la existencia o no de equilibrio financiero en una empresa. Se trata de la estructura financiera intermedia.
La viabilidad de cualquier empresa está condicionada a cumplir al menos dos requisitos, uno está referido a la estructura económica, concretamente el resultado de explotación. Podrá tener la mas sólida estructura financiera pero si el resultado de explotación es negativo, y no es posible revertir ese signo, indefectiblemente, este factor terminará por afectar negativamente a la estructura financiera, en la medida en que los resultados negativos, irán consumiendo los fondos propios, que forman parte de los capitales permanentes, y finalmente se llegará a una situación de desequilibrio entre las inversiones y las fuentes de financiación. El otro requisito que hace a la viabilidad de una empresa es el equilibrio de la estructura intermedia.

Tanto el análisis patrimonial fijo, como el análisis intermedio y el análisis del circulante, se estudiarán bajo las perspectivas de tres momentos o períodos de tiempo diferentes. Esto significa que el mismo contenido, que de hecho constituye el elemento central del diagnóstico financiero, será estudiado bajo una perspectiva histórica, considerando cuál fue la evolución por la que atravesó la empresa hasta llegar al momento actual. Una perspectiva presente, en la que se desarrollará un diagnóstico financiero sobre el último período analizado, y finalmente una perspectiva de futuro, en la que se pondrá énfasis en la capacidad de crecimiento de la empresa.

Cada una de estas visiones empleará instrumentos e indicadores diferentes, sin embargo, el objetivo principal será la búsqueda del equilibrio de la estructura financiera de la empresa, en el pasado, en la actualidad, y en el futuro.

**PRIMERA APROXIMACION A LA EVALUACION DEL EQUILIBRIO FINANCIERO**.

El equilibrio financiero de una empresa vendrá dado por la coherencia entre las inversiones que la misma realiza para el desarrollo de su actividad y los recursos que obtiene como fuentes de financiación de dichas inversiones.
Para analizar la existencia o no de dicha coherencia, y por ende de un equilibrio entre inversiones y recursos, en primer lugar, es necesario manifestar que las inversiones que la empresa realiza, contabilizadas bajo la denominación de activos, constituyen un conjunto de bienes que presentan una fuerza interna hacia la liquidez. Ya sea que se trate de activos circulantes o activos fijos, la tendencia es a ser transformados en dinero. Mientras que por otro lado, y en oposición al concepto anterior, las fuentes de financiación o recursos, denominados contablemente pasivo y patrimonio neto, presentan una fuerza interna hacia la exigibilidad. Los recursos deben ser devueltos. El grado de exigibilidad vendrá dado por el tiempo que debe transcurrir hasta que un recurso se vuelve exigible, es decir a su vencimiento.

Según el criterio contable todo lo que entra a la empresa es igual a lo que sale, es decir el balance presenta siempre una igualdad. El total del activo será igual al total del pasivo más el patrimonio neto. Esto no quiere decir, que este balance se encuentre en equilibrio desde el punto de vista cualitativo.
Desde el criterio financiero, se debe entender el activo como un conjunto de elementos y bienes, puestos en funcionamiento con el objetivo de obtener ganancias. Se trata de la aplicación operativa de los fondos, materializada en depósitos de productos, maquinaria, herramientas, instalaciones, stocks, cuentas a cobrar, etc. En contraposición a este tipo de inversiones es posible mencionar la inversión clásica financiera, en depósitos de plazo fijo, acciones y otros títulos.
Estas aplicaciones son efectuadas por las empresas con el objeto de crear mayor riqueza.

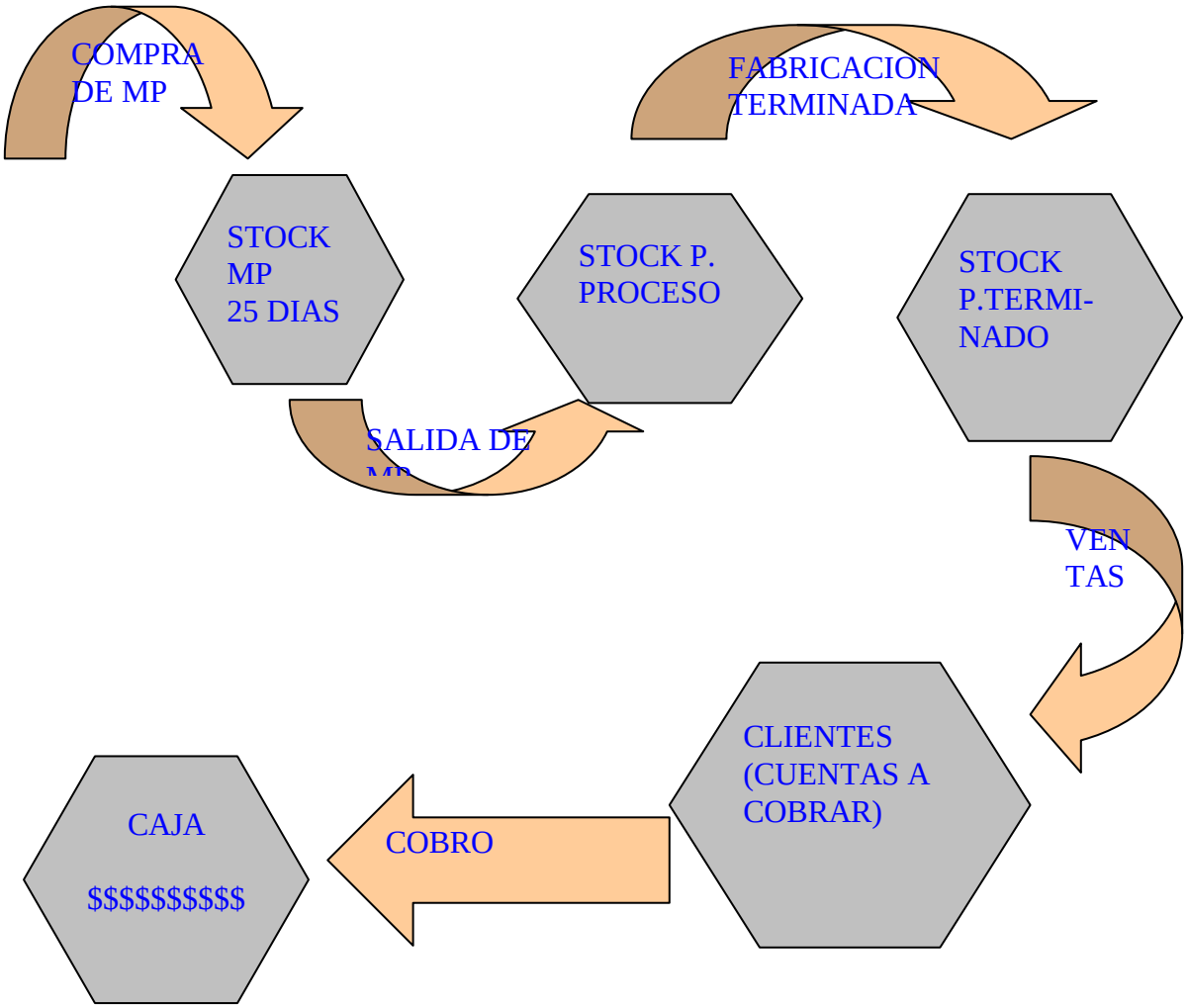
Bajo esta misma perspectiva es posible definir al pasivo respondiendo a la pregunta: ¿quién es el dueño del activo? La lista de propietarios, que responde a la clasificación de mas o menos exigibles, podría iniciarse con los accionistas, capital propio, quienes son a su vez los propietarios legales de todo el activo. Y podría continuar con deudas a largo plazo, que integran las fuentes de financiación de los activos, y que según el aspecto estrictamente legal podrían ser propietarios del activo ante un eventual impago de la empresa y posterior ejecución de los bienes de la misma.

El activo o riqueza puesta en funcionamiento, lleva aparejado un proceso de generación de liquidez. Tiene una fuerza interna que lo lleva a transformarse en líquido.

Cabría hacer una diferenciación entre los procesos de transformación en líquido del el activo circulante y del el activo fijo.

En el primero se genera la liquidez por medio del ciclo de maduración.

Un saldo inicial de 1.000 pesos en caja sirven para la adquisición de materias primas, y para el pago de mano de obra, mediante la cual se obtendrán en una primera instancia productos en proceso de fabricación, y en una instancia posterior en productos terminados. Productos que serán vendidos en 1.300 pesos a determinados clientes e ingresarán en el activo bajo la denominación de cuentas a cobrar. Finalmente, y transcurrido el plazo otorgado a los clientes como financiación, la cuenta es cobrada, y por tal motivo ingresan en caja 1.300 pesos. El proceso que se acaba de describir se denomina ciclo de maduración. En la medida que la empresa logre acortar cada uno de los procesos que se describieron, conseguirá, un proceso de transformación de efectivo más rápido.




Según el esquema arriba descripto, toda actividad ejecutada en el proceso de elaboración de un producto o servicio, y en su posterior venta y cobro, desemboca en la inmovilización de recursos financieros en forma de stocks. La actividad de producir, genera una inmovilización de productos en proceso, la actividad de vender, genera una inmovilización de cuentas a cobrar o clientes. Dichas inmovilizaciones pueden ser expresadas en términos temporales, días, meses, años. La suma de todos los tiempos de inmovilización del producto de

las actividades resultantes de la operación empresarial, es el ciclo de maduración. Cuanto más extenso sea dicho ciclo, o sea cuanto más días transcurran desde que se inicia el proceso de producción o elaboración de un servicio, hasta que se cobra por la venta o la prestación del mismo, más negativos serán sus efectos financieros y económicos.
En el aspecto financiero los efectos vendrán dados por la necesidad de fondos que genera el proceso de inmovilización descripto. A mayor ciclo de maduración, mayor necesidad de recursos. En el aspecto económico es posible mencionar la existencia de costos asociados a las distintas inmovilizaciones. Mantener durante un período mayor de tiempo stocks de productos terminados, implica, mayores costos de almacenaje, de seguro, de vigilancia, etc.
El ciclo de maduración representa entonces el tiempo de permanencia de los activos circulantes en la empresa, hasta que son transformados en líquidos.

Así como el activo circulante se transforma en líquido a través del ciclo de maduración, el activo fijo tiene también su proceso de transformación en dinero, a través del concepto de la amortización.
En una empresa cuyo estado de resultado sea como el que sigue:

| | |
|---|---|
| Ventas | 1.000 |
| Costo de ventas | 500 |
| Amortización | 200 |
| Resultado neto | 300 |

se pueden observar las siguientes relaciones:
El resultado neto total es 300 pesos. La empresa financieramente esta generando dinero o caja por 500 pesos, esto es el cash flow teórico, bajo el supuesto que no hubiera crecimiento, ni inversiones en activo fijo ni

cancelación de préstamos. En resumen, la empresa gana 300 pero genera caja por 500. El importe que la empresa podría distribuir entre sus accionistas en concepto de dividendos, suponiendo que no se deban pagar impuestos, sería 300, nunca se podría realizar una distribución de dividendos superior al resultado afectado por amortizaciones. Esto es una forma indirecta de constituir una reserva, esos 200 pesos de amortización, es muy probable que no tengan una contrapartida directa de caja, no estarán en efectivo, sin embargo, están distribuidos entre los distintos rubros del activo. Es decir, no han salido del patrimonio de la empresa. Esos 200 pesos, de gastos no erogados, sino se materializan directamente en caja, estarían puestos en activos que eventualmente se podrían realizar, a efectos de transformarlos en efectivo.

En términos generales se puede concluir que todos los activos están afectados por la tendencia a la liquidez. Todo el negocio está orientado a esa transformación en líquido, y en términos de la búsqueda del equilibrio, cuanto más rápidamente se concrete dicha transformación mejor.

Cuando se producen retrasos en los procesos de transformación es cuando comienzan los desequilibrios financieros. Al retrasarse el proceso de fabricación del producto por falta de materias primas, al alargarse el plazo de cobro a clientes por falta de liquidez en el mercado, al incrementarse los días de permanencia de stocks en depósitos por retraimientos en la demanda, se está generando un alargamiento del ciclo de maduración y en consecuencia una mayor necesidad financiera. Alguien deberá financiar esos mayores activos inmovilizados.

El equilibrio financiero dependerá de la capacidad de la empresa para adaptarse a esos desajustes en los procesos de maduración del activo circulante.

El pasivo presenta una fuerza interna o una tendencia a la exigibilidad. Y en este sentido es posible distinguir los rubros de menor exigibilidad conformados por los fondos propios y los exigibles de largo plazo de aquellos exigibles de corto plazo. Es conveniente destacar el tratamiento a efectos de análisis económico financiero, de las reservas (para pérdidas, para contingencias,

amortizaciones, etc.). Si bien es cierto que ninguno de estos conceptos es exigible hoy por terceros, cabe decir que las mismas tienen un mayor carácter de exigibilidad que el capital propio, por la ocurrencia del hecho que originó la reserva.

Entre los exigibles es necesario distinguir aquellos que se gestionan por única vez, y al vencimiento se produce su conclusión, denominados expresos, y su característica principal es que llegado el vencimiento, será necesario negociar nuevamente su concesión. Los créditos de carácter cíclicos, por el contrario, cuyo ejemplo mas claro es el de proveedores, se vuelven a generar automáticamente después de su vencimiento. No es necesario negociarlos por que están sujetos al mantenimiento de un cierto nivel de actividad en el caso de proveedores. Otro caso claro de pasivo cíclico, es el de las entidades de recaudación tributaria. El impuesto a las ganancias se abona a los cuatro meses de la ficha de cierre de cada ejercicio sin necesidad de negociar específicamente esta condición. El iva se ingresa a los 30 días de la fecha de confección de la liquidación.

Conciliando los dos conceptos hasta aquí expuestos, es posible entender que el equilibrio financiero de una empresa existirá en la medida en que la tendencia a la exigibilidad del pasivo coincida con la tendencia a la liquidez de los activos. Es decir cuando un pasivo se haya transformado en exigible, es necesario que un activo se haya convertido en líquido.

En extremo podría establecerse que la financiación de la materia prima debería ser suficiente en el tiempo como para que la empresa la pueda transformar, vender y cobrar. Si el ciclo de maduración es de 107 días, como en el caso antes descripto, debería obtenerse financiación cíclica de proveedores, por ese mismo lapso de tiempo.

## VISION GLOBAL DE LA ESTRUCTURA PATRIMONIAL

Antes de abordar el estudio de la estructura patrimonial bajo el esquema arriba detallado (largo, intermedio y corto), es necesario tener una visión global de la misma.
En primer lugar y haciendo uso de la clasificación del balance según sus componentes de fijo y circulante, es importante detectar, que clase de estructura patrimonial tenemos delante. Para ello, los siguientes ratios nos ayudarán, a completar esta primera visión general.

1.- Activo Fijo/Activo Total.
2.- Activo Circulante/Activo Total.

Estas proporciones nos darán una primera idea del tipo de inversiones que la empresa en cuestión pone en funcionamiento para obtener su resultado económico. Es lógico esperar que empresas industriales muestren una mayor concentración en Activos Fijos, mientras que empresas de tipo comercial o de servicios, hagan lo propio en relación a inversiones en circulante. En este punto es importante contar para el análisis con información del sector, específicamente, con balances de empresas competidoras, que nos permitan obtener un índice del sector, y en su caso estudiar la coincidencia y divergencia del mismo respecto a la empresa estudiada.
Esta primera lectura debería continuar con un repaso de los principales componentes de cada grupo.

3.- Bienes de Uso/ Activo Fijo
4.- Inversiones / Activo Fijo
5.- Stocks / Activo Circulante
6.- Créditos / Activo Circulante

Esta lectura inicial debería efectuarse para dos o más ejercicios económicos, para permitirnos tener una idea de evolución de los componentes principales de las inversiones que está efectuando la empresa.
Ya en esta primera instancia es posible detectar, cambios importantes en la composición de las inversiones, y lo que es más importante, nos permitirá comenzar a formular las preguntas que orientarán el análisis posterior.
Una empresa que pasa de tener inversiones mayoritariamente de circulante, a fijo, además de haber experimentado un cambio en la explotación de su negocio, deberá plantearse un interrogante respecto a la evolución sufrida por los recursos financieros utilizados para afrontar dichas inversiones. Se hace evidente que el cambio arriba descripto debe llevar aparejado un cambio en los recursos utilizados, bajo riesgo de incurrir en desequilibrios financieros.

Diversificación de Inversiones: Proporción de inversiones extrafuncional, en relación al total de Activos. Este indicador muestra en que medida la empresa está derivando fondos hacia actividades que no constituyen el core business. Se trata en definitiva de cuantificar el grado de diversificación que está llevando a cabo la empresa. El paso siguiente a este análisis será el estudiar en que sector o sectores de actividad se está diversificando, cuales son las perspectivas de dichos sectores, verificar si se trata de una actividad planificada en función a la formulación de políticas empresariales explícitas, etc. Poner de manifiesto esta situación supondrá a su vez entender que tipo de recursos son los mas apropiados para financiar un proceso de diversificación de actividades económicas. En general, los emprendimientos de diversificación requieren recursos de largo plazo, así provengan de fondos propios o de exigibles, teniendo en cuenta el ciclo de vida del proyecto en el que se está incursionando. En este sentido, el equilibrio financiero puede verse afectado, cuando se distraen recursos cíclicos que financian capital de trabajo de la actividad de explotación principal de la empresa, para financiar emprendimientos relacionados con una actividad de reciente iniciación.

Supongamos que una empresa, que se dedica a la actividad de la construcción y financia sus obras con anticipos de clientes, decide iniciar un negocio de Plantación y venta de citrus.
Bajo su esquema financiero, es posible advertir que en determinados momentos de la actividad de construcción, la empresa cuenta con un excedente financiero, por el superávit temporal entre las cuotas cobradas por los inmuebles prevendidos y las erogaciones necesarias para la construcción de dichos inmuebles.
El ingreso a una nueva actividad, la plantación de citrus, de acuerdo a todas las consideraciones realizadas, requiere de la definición de los recursos o fuentes de financiación más apropiadas. La empresa en cuestión, diversificó su actividad con los excedentes de la actividad principal. Si embargo el ciclo de vida de la plantación de citrus, supone un plazo de cuatro años hasta el inicio de la explotación, momento a partir del cual, se inicia la recuperación de la inversión.
Por este motivo la empresa no pudo mantener el equilibrio entre la tendencia a la liquidez de sus inversiones y la tendencia a la exigibilidad de sus recursos. La derivación de recursos hacia una nueva actividad no fue acompañada de la utilización de recursos adecuados. Finalmente, y como era de esperar, los anticipos de clientes se volvieron exigibles, la entrega de inmuebles se hizo inminente y la inversión extrafuncional debió ser vendida en un mal momento a un valor muy inferior al de adquisición, con una pérdida que absorbió la utilidad generada por la actividad de construcción. El efecto es muy claro de apreciar por lo simple del caso, sin embargo, esta misma idea llevada a un conjunto de actividades extrafuncionales, con distintos ciclos de vida de sus productos, en mas de una ocasión, genera confusión en la decisión financiera.

Así como hemos abordado en forma general la lectura de los principales rasgos de las inversiones, debemos hacer los propio, respecto a las fuentes de financiación utilizadas. En tal sentido, la lectura debería iniciarse con el estudio del endeudamiento.

Cuando se hace referencia al endeudamiento, se alude al nivel de incidencia que tienen los recursos externos, dentro de la financiación del total de activos que la empresa posee. Esta relación se puede cuantificar a través de distintos ratios. Cualquiera de ellos sirven a nuestros intereses, lo importante es la interpretación de los mismos.

EXIGIBLE / CAPITAL PROPIO

Este ratio se puede leer como: pesos de deuda utilizados por cada peso de fondos propios.
Si una empresa estuviera financiando sus activos en igual proporción con deuda y con fondos propios, el resultado de este ratio sería uno.

Por el contrario, si se tratara de una empresa con una estructura de financiación conservadora, donde los capitales propios representaran el doble de los pasivos exigibles, el ratio sería igual a 0,5.

Por último, una estructura de financiación que utilice el triple de exigible que de fondos propios, presentaría un con un ratio de endeudamiento igual a 3.

Otra forma de cuantificar el endeudamiento sería:

EXIGIBLE / ACTIVO TOTAL

Bajo este ratio los tres ejemplos arriba descriptos darían como resultado los siguientes índices: en el primer caso 0,5, en el segundo 0,33 y en el último caso 0,75. La interpretación de este ratio en el primer caso sería, que el 50% de los fondos utilizados para la financiación de las inversiones, es deuda.
Otra manera de encontrar en los textos la medición del endeudamiento, es bajo el ratio:

ACTIVOS / CAPITAL PROPIO

Es el cociente utilizado en el estudio del apalancamiento o leverage financiero que se estudiará mas adelante. En este caso los resultados que arrojarían los casos antes presentados son: 2; 1,5 y 4.
La interpretación de este indicador será que a mayor valor del ratio, mayor endeudamiento. El ratio igual a 2 significa que uno de cada dos pesos de inversión, está financiado por capitales propios, lo que significa, que el otro peso es deuda. Cuando el indicador es cuatro, su significado es que el 25% de los fondos utilizados para financiar las inversiones, son propios.

En cualquiera de los casos, y de manera independiente de la forma en que se los esté calculando, el nivel de endeudamiento está alertando sobre el grado de garantía que una empresa ofrece a sus acreedores. Por este motivo es que este índice no abre ninguna cuestión sobre la capacidad de pago de la empresa, en cuanto a cumplimiento puntual de sus obligaciones. Tampoco se puede concluir respecto a cuestiones de equilibrio financiero, no es posible hablar de nivel de endeudamiento bueno o malo. En todo caso se podrá concluir en el sentido de endeudamiento alto o bajo, en relación a la garantía que ofrecen los activos a sus acreedores.
Un ratio de valor igual a uno puede considerarse bajo y denota capacidad adicional de endeudamiento, los valores cercanos a uno serán considerados igual, sin embargo, los valores cercanos a dos, indican un nivel de endeudamiento que comienza a ser alto y obviamente los valores superiores a dos suponen niveles muy altos, e incluso podrían considerárselos críticos, porque la empresa ha agotado su capacidad de endeudamiento futuro y porque prácticamente todo su activo se encuentra en manos de los acreedores. Cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento, como en el caso presentado de endeudamiento 3, menor será la garantía que otorguen los activos de la empresa, bajo un extremo supuesto de liquidación.

Aunque de una lectura rápida de la estructura financiera esquematizada arriba, se podría inferir que el activo cubre el total de exigibles EEEE, los acreedores

saben perfectamente que esta situación se presenta en el supuesto de empresa en funcionamiento. Pero cuando se está en el supuesto de una empresa con dificultades de pago, y en un caso extremo, cuando se está en una situación de liquidación, los activos de la empresa suelen perder valor, en general el valor de realización forzada suele ser inferior al valor de libro de los activos. En esta situación, cuanto mayor es el número o importancia de los acreedores entre quienes repartir la garantía del activo, menor será la seguridad que la empresa está ofreciendo a sus acreedores.

Complementando el estudio anterior acerca del nivel de endeudamiento, es importante leer en el balance cual es la naturaleza del mismo, para tener una primera idea de su grado de exigibilidad. No es igual que toda la deuda sea de corto plazo a que la misma conforme los capitales permanentes.
Por otra parte, es preciso conocer también la naturaleza del acreedor o prestamista. No tiene el mismo efecto que las deudas presenten en su mayoría garantías reales, a que las mismas sean a sola firma, y también es muy diferente la negociación que pueda establecerse, en caso de dificultades financieras, frente a un acreedor que sea un proveedor industrial o una entidad bancaria)
Finalmente, es más fácil para la empresa convivir con endeudamiento de tipo cíclico o automático que con exigibles de tipo expreso.
Como se explicó anteriormente, el recurso cíclico, si bien tiene un vencimiento a corto plazo, al momento del mismo el crédito se renueva automáticamente. Son créditos asequibles con cierta facilidad. Mientras que la financiación expresa presenta un vencimiento de carácter fijo y no supone una renovación espontánea o automática de dicho crédito.

La elección de un nivel de endeudamiento óptimo, es una de las decisiones más relevantes en la vida de una empresa, desde la perspectiva económica y financiera. Dicha elección dependerá de diversos factores, y es muy posible

que algunos de los mismos vayan cambiando a lo largo del tiempo. Los factores que cualquier empresa debería evaluar en la instancia de la definición de su nivel de endeudamiento, tienen en algunos casos relación directa con la propia empresa pero en otros, son cuestiones sobre las que la misma no puede incidir.

La situación económica general del país y específicamente su nivel de riesgo, tiene un efecto sobre el costo de la deuda que la empresa podría contraer. Cuando mayor sea el riesgo país, mayor será el costo del crédito, y en definitiva, mayor será la tasa de interés que una empresa deberá pagar por sus deudas.

En el mismo sentido podemos mencionar, la política monetaria aplicada por el gobierno, las expectativas respecto a la tasa de inflación, la evolución probable del tipo de cambio en el que está tomados los créditos de la empresa, etc.

El régimen impositivo, tiene un efecto relevante sobre la decisión de endeudamiento. Los intereses pagados por las empresas en concepto de gastos financieros de las deudas asumidas, son deducibles en la liquidación del impuesto a las ganancias. Por este motivo, aquellas empresas que arrojan un resultado positivo, y deberían pagar el impuesto a los beneficios correspondientes, el endeudamiento, le provocaría un ahorro en la liquidación del mismo.

Supuesto 1

| | |
|---|---|
| Deuda que devenga interés | 300 |
| Resultado de Explotación | 100 |
| Intereses | 30 |
| Beneficio imponible | 70 |
| Impuesto a las Ganancias | 21 |
| Beneficio Neto | 49 |

Supuesto 2:

Endeudamiento: cero.

| | |
|---|---|
| Resultado de explotación | 100 |
| Interés | 0 |
| Resultado Imponible | 100 |
| Impuesto (30%) | 30 |
| Beneficio Neto | 70 |

Ahorro en el pago de Impuesto a las ganancias por el uso de endeudamiento externo: $30 - $21 = $9. O dicho de otra manera, en el primer supuesto, el costo real de la deuda es: $30 - $9 = $ 21.

El costo de la deuda nominal (i) para esta empresa: i= 30/300 = 0,10= 10%
El costo de la deuda real: (1-t) x i = (1-0,30) x 0,10 = 0,07 = 7%.
O, $21/$300 = 0,07 = 7%.

El riesgo empresarial es otro elemento que definirá la tasa de interés que la empresa deberá pagar por el crédito tomado, y por tal motivo, también incidirá en nivel de endeudamiento.
El riesgo empresarial, es uno de los componentes del riesgo total de la empresa, el otro es el riesgo financiero. El primero, también denominado riesgo económico, viene dado por el grado de estabilidad del resultado de explotación u operativo. Estaríamos evaluando la posibilidad de ocurrencia del resultado antes de intereses y resultados extraordinarios. La fluctuación de la demanda, los cambios en los precios de los insumos, el avance tecnológico, la obsolescencia de la maquinaria utilizada en el proceso productivo, son algunas de las causas que inciden en el nivel del riesgo económico. Cuanto más expuesta se encuentra una empresa a cambios en el resultado de explotación, por alguno de los factores antes mencionados, mayor será su nivel de riesgo económico, y como consecuencia de este, estará sujeta al pago de una tasa de interés mas elevada.

**ESTRUCTURA FINANCIERA DE LARGO PLAZO.**

El análisis patrimonial de largo plazo es la primera apertura del análisis del equilibrio de la estructura patrimonial que tendrá como objeto de estudio, los rubros principales componentes del activo fijo y los recursos financieros utilizados en el largo plazo.
Se trata de detectar las características sobresalientes de esta parte del balance, a través del estudio de los aspectos siguientes:

♦ Nivel de liquidez de las inversiones en activo fijo: Al igual que el aspecto anterior, el grado de liquidez del activo fijo influye en el tipo de recursos a obtener para su financiación y por tal motivo incide en el equilibrio de la estructura financiera. Tal como se desarrolló en el apartado correspondiente, cabe recordar que el proceso de transformación de las inversiones del activo fijo en líquido, se materializa a través de la amortización. De aquí que cuanto más larga es la vida útil de una inversión, más consolidado es ese bien y por lo tanto, mayor el plazo de su tendencia a la liquidez. Para ponerlo en términos prácticos, una inversión edilicia, tenderá a la liquidez en más tiempo que una inversión en mobiliario, y sin embargo, ambas inversiones componen el activo fijo. La primera presenta en general una vida útil de cincuenta años, es el plazo de tiempo que requiere para constituir el fondo de reserva para su sustitución, mientras que los muebles, presentan una vida útil de entre seis y diez años. Es claro que en los casos comentados el edificio es mas consolidado que el mobiliario, a partir de lo cual, las fuentes de financiación deberán ser coherentes con esta característica.
Como se viene detallando entonces, dentro del activo fijo se presentan distintos niveles de consolidación. Lo que este aspecto de estudio intenta advertir es que tipo de inversión es la que prevalece: la de mayor consolidación o la de mayor liquidez. Y a partir de este punto revisar la coherencia, respecto a las fuentes de financiación utilizadas.

♦ Garantía de los activos: Es un indicador que mide la relación entre los bienes materiales o inmateriales consistentes, respecto al total de inversiones en fijo. En este caso el interés es conocer el grado de garantía crediticia de las inversiones en fijo que presenta la empresa. Se parte del supuesto de que son los bienes materiales, de cuya realización se podría obtener un valor sustancial, los que otorgan garantía crediticia. En tal sentido, se excluyen de esta relación a los bienes inmateriales que no son realizables. Ejemplos de este tipo de bienes lo constituyen, los gastos amortizables, que en caso de liquidación de la empresa se transforman directamente en gastos, y se presentan como inversión, por el hecho que se trata de gastos que afectan a mas de un ejercicio. Gastos de publicidad, legales, de constitución societaria, etc. Cualquiera de estos gastos que figuran en los balances como activos, a la hora de intentar transformarlos en líquido, no será posible porque antes se convertirán en pérdidas.

Las investigaciones y los desarrollos llevados a cabo por la empresa, en la medida en que no estén concluidos, van siendo activados en inmateriales. Estas inversiones en caso de liquidación de la empresa, si no fueran realizables, se convertirían en pérdidas.

El indicador del grado de materialidad, avanza sobre un tema relacionado con la solvencia como capacidad de cancelar exigibles, mas que con el equilibrio financiero, y las tendencias a la liquidez y exigibilidad. Siempre desde una perspectiva de largo plazo.

También cabe mencionar que muchas empresas poseen activos inmateriales con verdadero valor de realización, es el caso de marcas reconocidas, desarrollos tecnológicos, patente de invención, etc. en estos casos el activo inmaterial se consideraría consistente, y de esta manera se sumaría al valor de los materiales a efectos de cuantificar el nivel de garantía.

♦ Recursos de largo plazo: Cuantificar los capitales permanentes es el primer paso para evaluar el equilibrio financiero en el largo plazo. Los mismos estarán integrados por las deudas utilizadas por la empresa con vencimiento en el largo plazo y por los fondos no exigibles. En esta última categoría se

encuentran todos los componentes del patrimonio neto, es decir el capital social, las reservas y los resultados

RECURSOS PERMANENTES= DEUDA DE LP + NO EXIGIBLES

NO EXIGIBLES = PATRIMONIO NETO

El indicador que utilizaremos para medir la importancia de los recursos de largo plazo será:

RECURSOS PERMANENTES/TOTAL DE RECURSOS

- Financiación Interna:

En contraposición al concepto de endeudamiento, la Financiación Interna, incluye aquellas magnitudes que se constituyen jurídicamente como no exigibles generadas por la propia empresa. La misma demuestra la capacidad que posee la empresa de generar internamente fondos y su voluntad de retenerlos. El volumen de financiación interna que presenta un Balance, en un momento determinado, es la suma de las reservas constituidas. A estos efectos consideraremos que las previsiones y las amortizaciones acumuladas tienen la característica de reservas. Recordemos que ambos conceptos impiden la distribución de dividendos, mediante el castigo al resultado del ejercicio bajo el concepto de un gasto no erogable. Tienen en definitiva el mismo mecanismo que cualquier reserva y la diferencia radica, en que se constituyen con un fin específico. Los resultados acumulados también integran el concepto de Financiación Interna, ya que los mismos en la medida en que no tengan una aplicación específica (dividendos, impuestos), fuera de la empresa, son reservas.

Los resultados generados por una empresa tienen distintas aplicaciones. Algunas de ellas suponen una salida de fondos y otras significan una reinversión en la misma. Entre las primeras podemos destacar el pago de impuestos sobre beneficios y la distribución de dividendos.
Cuando el resultado no se distribuye, y se mantiene dentro de la empresa, se realiza bajo el concepto de reservas. Las mismas, como se mencionó en su momento, constituyen la voluntad de ahorro por parte del empresario en un ejercicio y pueden ser clasificadas según su origen en dos grandes grupos: las obligatorias, que vienen definidas por ley o por acuerdo de socios, en los estatutos de la empresa, y las voluntarias que se constituyen sin límite de monto, generalmente como respuesta a una propuesta del directorio.
Los otros conceptos que vienen a sumarse a la noción de financiación interna, son la amortización y las provisiones. En ambos casos se trata de resultados no distribuidos.
Los indicadores que dan cuenta de la importancia de la financiación interna, se pueden sintetizar en:

FI = Amortizaciones Acumuladas + Reservas + Previsiones

Importancia relativa de la FI:

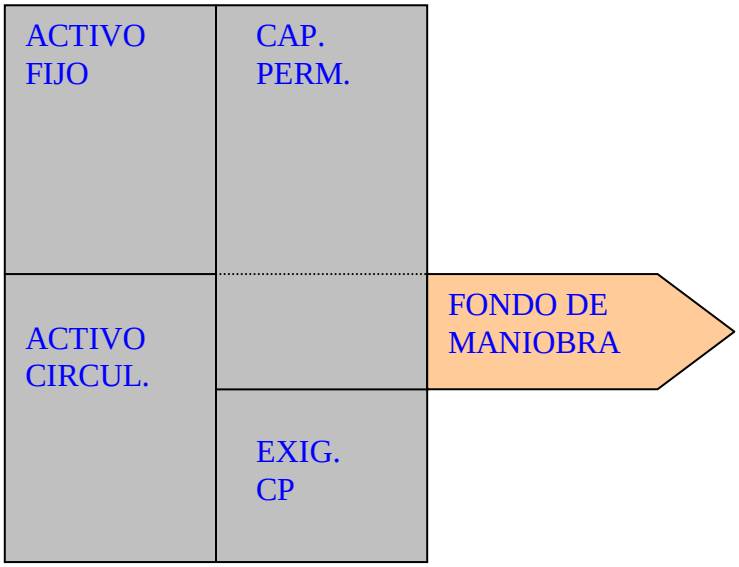
FI / (FI +Capital social), nos señala cual es la proporción en los recursos propios (no exigibles) de fondos generados por la propia empresa.

FI/ TOTAL DE FONDOS, indicará la importancia relativa de la FI respecto al total de fuentes utilizadas por la empresa.

.- Fondo de Maniobra: La conclusión respecto al equilibrio de la estructura patrimonial en el largo plazo, surgirá de enfrentar las inversiones de fijo, con los capitales permanentes, o sea, las deudas de largo plazo y los no exigibles.
De la confrontación de estos dos elementos surge el concepto de fondo de maniobra. El equilibrio patrimonial en el largo plazo vendrá dado en la medida

en que las inversiones en fijo estén íntegramente financiadas por recursos permanentes. Si los recursos de tipo permanente son superiores a las inversiones en fijo, el excedente, es un fondo de maniobra positivo. El mismo será utilizado en la financiación de activo circulante. Cuanto mayor sea el fondo de maniobra, mayor será la garantía de los acreedores de circulante.

Si, en cambio, las inversiones en fijo son superiores a los recursos de largo plazo, habrá una situación de desequilibrio en el largo plazo, representada por la existencia de un fondo de maniobra negativo.




A efectos de evaluar la importancia del fondo de maniobra de la empresa, el mismo será dividido en el total del activo circulante. De esa forma dos empresas con igual fondo de maniobra, supongamos de 500 pesos, tendrán diferente situación de equilibrio patrimonial, según que dicha suma represente el 10% del activo circulante o represente el 50% del mismo.

## ESTRUCTURA FINANCIERA INTERMEDIA

Es frecuente observar que las empresas planifican y ponen mucho énfasis en decisiones de inversión y sus fuentes de financiación cuando éstas son de tipo fijo. La compra de una máquina, el cambio de instalaciones, el traslado de una fábrica, son decisiones que afectan a la empresa en el largo plazo, y sobre ellas en general se realiza un profundo procedimiento de análisis. Son decisiones que se apoyan en ampliaciones de capital, o toma de préstamos externos. Estas decisiones están ubicadas en la estructura de largo plazo del balance, los activos fijos por un lado y los capitales permanentes por el otro.

Sin embargo, las decisiones que están vinculadas al corto plazo, es decir, al activo circulante, se toman con menor profundidad en su análisis, en caso que éste se realice.

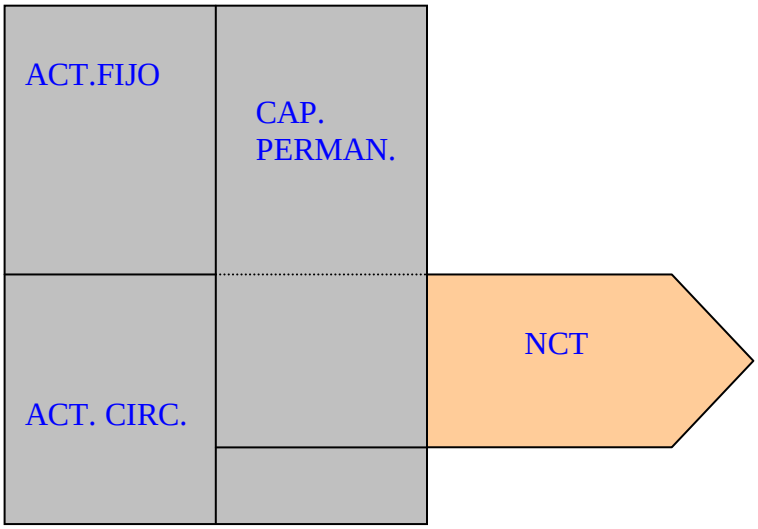
El Activo Circulante presenta una relación directa con la cifra de ventas y esa relación está sustentada en el hecho que para vender es necesario tener inversiones en Circulantes. En el caso de una empresa industrial, para llegar a la operación de venta, es necesario contar con stocks de productos terminados, asimismo, para contar con stocks de productos terminados, será necesario la elaboración de los mismos, lo cual llevará a la necesidad de stocks de productos en proceso, y para abastecer a dicho proceso de elaboración, se deberá contar con cierto stock de materia prima. El objetivo, en la administración de esta relación, será hacer frente a todas las operaciones de venta con el mínimo de stock posible. En un extremo de esta relación estará la venta bajo pedido, en donde la inmovilización en concepto de stock es inexistente. Otro elemento del activo circulante que sigue la misma suerte que la venta es la cuenta clientes. Si la empresa vende a un plazo de treinta días, siempre tendrá inmovilizado una doceava parte de la cifra anual de ventas como componente del activo circulante.

El activo circulante, por tener esa relación directa con la venta, presenta otra característica que lo distingue, es una inversión de carácter permanente. En la medida en que la cifra de ventas se mantenga en el tiempo, la inversión en activos circulantes, también lo hará. De aquí es posible inferir que si la cifra de ventas aumenta, la inversión en activo circulante aumentará, así como una caída en la cifra de ventas provocará una disminución en la cifra invertida en circulante.

Partiendo de la característica de inversión permanente que le hemos asignado al activo circulante, debemos asociarlo con una fuente de financiación que presente esa cualidad, es decir, que sea permanente. Cuando estamos trabajando en el área del corto plazo, los recursos que presentan esa características, son aquellos que hemos definido como cíclicos. Son

permanentes por que son recursos renovables. Están sujetos al nivel de actividad de la empresa. Tomemos por caso el crédito de los proveedores. El mismo se renueva automáticamente, en la medida que no se supere el límite de crédito otorgado. Esa renovación automática, le confiere precisamente el carácter de recurso permanente de corto plazo.

Al enfrentar las inversiones en circulante con los recursos de corto plazo cíclicos, estamos poniendo en juego el equilibrio de la estructura patrimonial en el corto plazo. El activo circulante debería utilizar como fuente de financiación recursos permanentes, y en el corto plazo, estos son los cíclicos. Cuando los recursos cíclicos no son suficientes, para financiar la inversión en activos circulantes, se genera la Necesidad de Capital de Trabajo (NCT). Es decir, la NCT es la diferencia entre el activo circulante y los recursos cíclicos de corto plazo.




Del esquema arriba presentado, surge claramente que si la empresa contara con recursos cíclicos en igual medida que activos circulantes, no presentaría NCT. Sin embargo, en la mayoría de las empresas el activo circulante es superior a la financiación cíclica. En este punto es importante conocer los

indicadores generales del sector, para tener un punto de referencia en el análisis. Así como concluíamos que el activo circulante es una inversión de tipo permanente, y que los recursos cíclicos, también lo son, vamos a inferir que la necesidad de capital de trabajo, también es de tipo permanente, en la medida en que la cifra de venta se mantenga estable.
Cabe aclarar que una empresa puede actuar en dos direcciones para reducir la necesidad de capital de trabajo. Una es lograr mayor eficiencia en la administración del circulante, es decir, lograr mantener la misma cifra de ventas inmovilizando menores inversiones de stocks y créditos. Este aspecto será profundizado, en el estudio de las rotaciones, para evaluar la puntualidad de la empresa. La otra dirección es obtener mas crédito de carácter cíclico. Lograr mas días de financiación de parte de los proveedores, significa reducir directamente la necesidad de capital de trabajo.

Supongamos una estructura de necesidad de capital de trabajo como la siguiente:

| | |
|---|---|
| Stocks | 100 |
| Clientes | 90 |
| Proveedores | 120 |

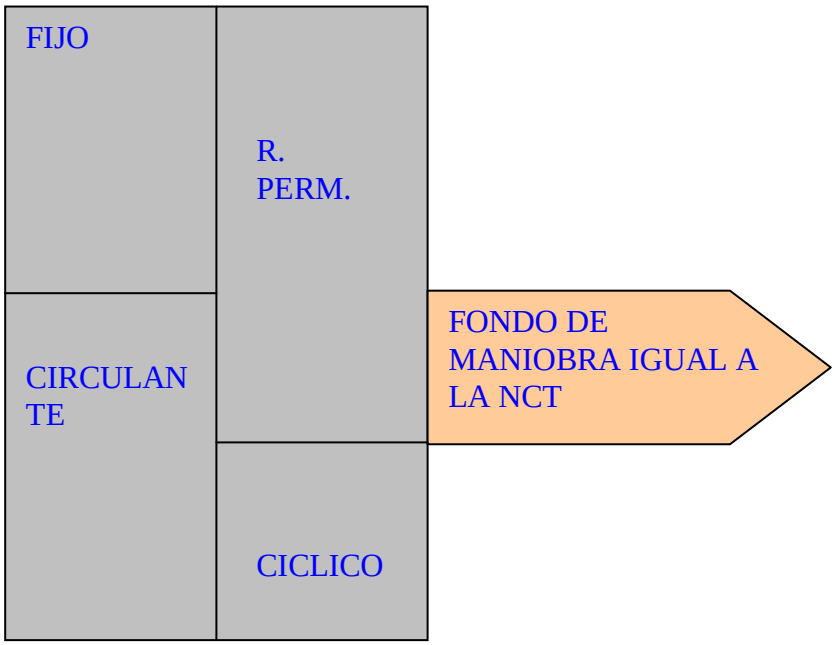
Para un nivel de ventas de 1.000

La necesidad de capital de trabajo será de 70 que, en términos relativos a las ventas, representa un 7%.

Si la empresa lograra reducir el saldo de clientes, como consecuencia de una reducción el plazo de financiación que les otorga, la necesidad de capital de trabajo sería:

| | |
|---|---|
| Stocks | 100 |
| Clientes | 40 |
| Proveedores | 120 |

Para el mismo nivel de ventas de 1.000, la necesidad de capital de trabajo sería 20, que en términos relativos representaría un 2% sobre ventas.
Lograr que la NCT haya disminuido de 70 a 20, supone para la empresa, una menor necesidad de búsqueda de recursos permanentes y, como se verá mas adelante, supone potenciar la rentabilidad de la estructura económica.
La reducción de la NCT, sea por disminución de inversión en circulante, o por obtención de recursos cíclicos, es una misión vital del área financiera de cualquier empresa. Es por eso necesario fijar indicadores de eficiencia a partir de la idea de minimizar la necesidad de capital de trabajo, que den cuenta de la productividad lograda en cada área funcional, en esa dirección.
La pregunta que surge a continuación es como debe financiarse la necesidad de capital de trabajo, que no pudo ser eliminada, manteniendo un principio de equilibrio de la estructura patrimonial.
Recordemos que la necesidad de capital de trabajo es de tipo permanente, por lo tanto deberá ser financiada por recursos de tipo permanente. Por otra parte recordemos el concepto de fondo de maniobra. El mismo representa el exceso de capitales permanentes, en relación a las inversiones en fijo.
De aquí surge claramente que el equilibrio de la estructura patrimonial se constatará en la medida en que la necesidad de capital de trabajo, esté financiada por fondo de maniobra.




La estructura que presentamos arriba, es completamente ideal. Lo cierto es que los recursos de fondo de maniobra no siempre son suficientes para financiar la necesidad de capital de trabajo.

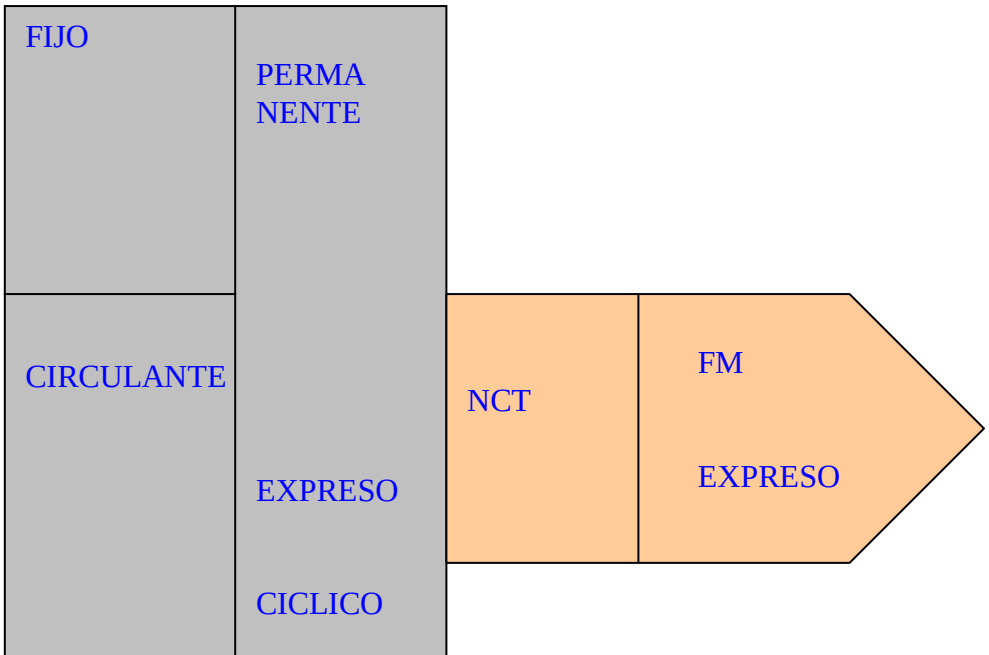
Habiendo agotado los recursos de fondo de maniobra y los cíclicos y habiendo contenido la inversión en activo circulante, la empresa se verá obligada a recurrir a los recursos expresos para financiar la NCT ¿Por qué se manifiesta está situación en términos negativos? Simplemente porque los recursos expresos presentan la característica opuesta a la necesaria para financiar necesidades de capital de trabajo, esto es, son transitorios. Los recursos expresos, como se estudió, son fuentes que tienen un vencimiento puntual y expreso, y en dicho vencimiento, la empresa lo tiene que cancelar. Una vez cancelado deberá negociar nuevamente las condiciones de su renovación, teniendo en consideración para eso, la situación del contexto económico, la liquidez del mercado, la tasa de interés, y un sin número de consideraciones (factores, aspectos) que afectarán la decisión final de la institución crediticia.

El vencimiento expreso, le da entonces, un carácter de recurso transitorio, no permanece en el tiempo, acompañando a las necesidades de tipo permanente como lo son las de capital de trabajo, sino que por el contrario tienen una duración acotada.

Este tipo de recursos será adecuado para la financiación de necesidades de tipo transitorias, por estacionalidad, por venta extraordinaria, por lanzamiento de un nuevo producto que supone una explosión de venta en una primera fase, y una estabilización posterior. En todos estos casos donde la necesidad se origina pero en un plazo de tiempo remite, es coherente desde el punto de vista de la estructura financiera recurrir a este tipo de fuentes.

Sin embargo, el financiar con recursos expresos necesidades de capital de trabajo de tipo permanente atenta contra la estabilidad de la empresa. Se estaría poniendo en juego la viabilidad de la misma.

En el momento de proceder a la clasificación de los recursos en cíclicos y expresos para su análisis, es más importante tener en cuenta la realidad financiera del recurso que el nombre del mismo. En determinados casos un proveedor de quien la empresa tiene conocimiento de su delicada situación financiera y de su posibilidad de discontinuidad empresarial, puede constituirse en una fuente expresa de financiación, y perder completamente su carácter de cíclico. Por el contrario, préstamos personales a la empresa, cuando se conoce la posibilidad permanente de renovación como si de una línea de descuento se tratara, constituyen un recurso de tipo cíclico aunque su nombre así no lo exprese.

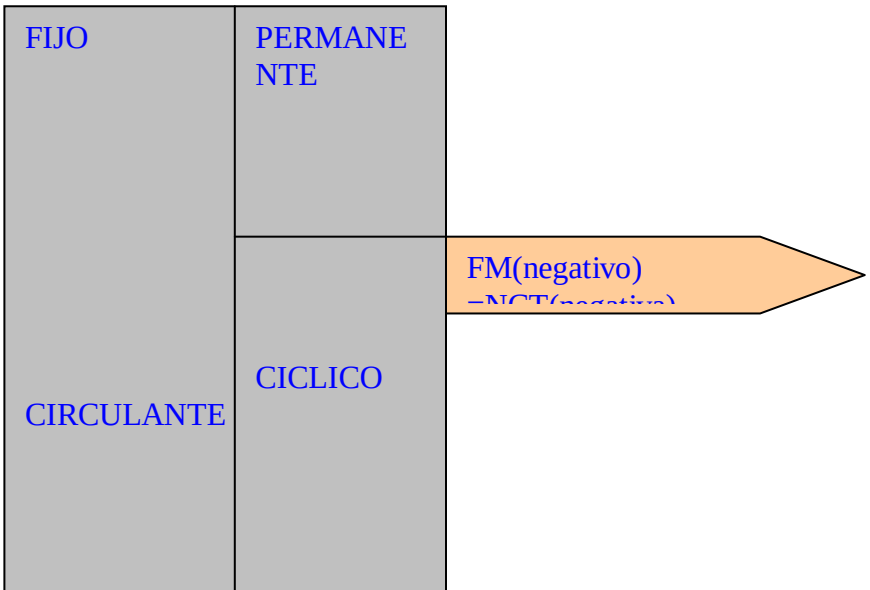


NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO= FM + RECURSOS CP ACICLICOS

La utilización de recursos expresos para hacer frente a la financiación de la NCT, constituye en general una decisión de último recurso, cuando la empresa está en funcionamiento e ingresó en está situación de manera no planificada. Indudablemente ese recurso expreso a su vencimiento se transformará en exigible, sin posibilidad de renovación, mientras que la inversión en activo circulante se mantendrá en el tiempo en la medida en que no disminuya el nivel de actividad de la empresa. Como ya hemos mencionado la utilización de recursos expresos es admisible para hacer frente a necesidades de tipo transitorio, que así como el recurso utilizado, es por un tiempo perfectamente conocido.

El caso de las grandes superficies presenta una situación atípica en relación a los que venimos desarrollando hasta aquí. Es frecuente encontrar en sus estados financieros, inversiones de activos circulantes financiadas íntegramente con exigibles cíclicos, es decir los proveedores están aportando los recursos suficientes para financiar las mercaderías que ponen a la venta, pero no sólo hacen frente con esa fuente de financiación al activo circulante, sino que también financian parte de su inversión de largo plazo, con exigibles cíclicos, es decir, presentan una NCT y un FM negativos. Sin embargo, esta característica que en cualquier otro sector de actividad representaría un punto débil, en el caso de estas empresas, es considerada una fortaleza. ¿Por qué?

La respuesta está, en la evaluación que hagamos de una estructura financiera en la que la inversión de largo plazo está financiada con recursos cíclicos.



Cualquier sector de la economía está sujeto a los cambios en el nivel de actividad. Los recursos cíclicos están relacionados con ese nivel de actividad. En la medida en que la cifra de ventas se mantenga estable, lo mismo ocurre con las inversiones en activo circulante, y la financiación de los cíclicos. Por esta razón es coherente financiar circulantes con cíclicos. Cuando la cifra de ventas cae, también cae la inversión en circulante, y la correspondiente financiación del cíclico, sin embargo, la inversión en activo fijo se mantiene constante. De allí que financiar inversión en fijo con recursos cíclicos trae aparejado un alto riesgo, por que dicha fuente está sujeta al mantenimiento del nivel de actividad. Los supermercados, en general, cuentan con dos factores que contrarrestan ese riesgo, uno es el gran poder de negociación que tienen con sus proveedores (devoluciones, notas de débito, alargamiento de plazos, consignación, cobro por ubicación en góndolas, aporte para inauguración de locales, etc.), y otro es la estabilidad de sus cifras de ventas, al tratarse en su mayor parte de productos de consumo indispensable.

Esta situación la podemos comprobar en los estados contables de Supermercados Norte presentados arriba.

| **Supermercados Norte en millones** | **95** | **96** |
|---|---|---|
| Activo Circulante | 106 | 93 |
| A Fijo | 302 | 257 |
| ACTIVO | 408 | 350 |
| Ex. Cíclico | 157 | 132 |
| Expresos | 7 | 4 |
| Capitales Permanentes | 244 | 214 |
| RECURSOS | 408 | 350 |
| | | |
| NCT | -51 | -39 |

| | | |
|---|---|---|
| FM | -58 | -43 |
| Expresos | 7 | 4 |
| Ventas | 991 | 856 |
| NCT/VTAS | -5,15% | -4,56% |

Tanto en el año 96 como en el 95, NORTE presentaba una NCT negativa. Los recursos cíclicos eran superiores a las inversiones en circulantes en el año 96, por una valor de 51 millones de pesos. Ese excedente de recursos era utilizado en la financiación del fondo de maniobra negativo. En el año 96 las inversiones en fijo superaban a los recursos de largo plazo, en un valor de 58 millones de pesos.

La estructura financiera de Norte presentaba la característica que estamos describiendo. Los 58 millones de déficits de fondos de largo plazo, son financiados con 51 millones de excedente de fondos proveniente de recursos cíclicos, y por 7 millones de recursos expresos.

**ESTRUCTURA DE CORTO PLAZO.**

Continuando con el análisis del equilibrio de la estructura patrimonial, vamos a introducirnos a continuación en el estudio de los aspectos más relevantes de las inversiones y los recursos de corto plazo.
En este sector de la estructura patrimonial son dos los factores que determinan el equilibrio. El primero es la garantía que otorgan a los acreedores de corto plazo, las inversiones en activos circulantes. Este aspecto da cuenta de la solvencia de la empresa, y como es lógico deducir, cuando mayor sean los activos de corto plazo, es decir aquellos que se transforman en líquido en menor tiempo, en relación a los exigibles que se convierten en tales en el corto plazo, mayor será la garantía con que cuenten dichos acreedores. Se estaría evaluando en este caso la solvencia de la empresa en el corto plazo. Sin embargo, podría ocurrir que el total de las inversiones en circulante fueran suficientes para garantizar y en su caso cancelar el total de exigibles en el corto plazo, pero que las velocidades de conversión de unos y otros, no le permitiera a la empresa ser puntual al afrontar sus obligaciones.
Nos podríamos encontrar con empresas sólidas, desde el punto de vista de la garantía hacia los acreedores, pero impuntuales en el cumplimiento de las obligaciones de pago al vencimiento.

Existen indicadores que apuntan a medir la solvencia de la empresa. Centrando la garantía en el corto plazo, es posible distinguir indicadores de cobertura, en donde el propósito es determinar en que medida las inversiones en circulante, con las que cuenta la empresa, son suficientes como para satisfacer a los acreedores de corto plazo. El proceso de análisis de cobertura se inicia considerando el total de los activos circulantes con relación al total de exigibles de corto plazo:

A CIRCULANTE/ PASIVO CIRCULANTE

Un coeficiente igual a uno significa que la empresa posee suficientes inversiones en circulante como para hacer frente a las deudas más exigibles en el tiempo. Si el coeficiente es mayor que uno, el significado es que hay un excedente de garantía a los acreedores de corto plazo, y finalmente si el coeficiente es inferior a uno, querría decir que la realización del activo circulante no sería suficiente para hacer frente y cancelar la totalidad de las deudas a corto plazo.

Sobre la base del coeficiente anterior es posible elaborar algunas alternativas, que permitan conocer con mayor profundidad, la capacidad de garantía de la empresa en el corto plazo.

Lo primero que se podría plantear un acreedor, es cual sería la capacidad de hacer frente a los exigibles de corto plazo, tomando solo aquellas inversiones de circulante que están muy cerca de la liquidez. En ese caso el coeficiente de cobertura podría redefinirse como la relación entre:

(ACTIVO CIRCULANTE - STOCKS) /PASIVO CIRCULANTE

En este indicador se están restando en el numerador aquellos activos circulantes menos líquidos, es lo que se denomina hacer más ácida la prueba, o en otras palabras, más exigente.

En esta dirección el siguiente paso es detraer del activo circulante los créditos a clientes, con lo cual se estaría frente al activo más líquido de todas las inversiones con las que opera la empresa, la caja o las disponibilidades. Este índice mostrará que parte del exigible a corto plazo la empresa podría cancelar con el disponible existente a la fecha de cierre o corte considerada.

Como puede apreciarse, el indicador cada vez es más exigente, desde la consideración del total del activo circulante, hasta la consideración únicamente de la caja. Sin embargo, cabe aclarar que este último índice, de caja, no es muy significativo, debido a que el saldo que presenta la caja en un momento determinado, en general no tiene que ver con una política determinada de la empresa sino que es totalmente aleatorio.

(ACTIVO CIRCULANTE–STOCKS-CLIENTES) /PASIVO CIRCULANTE

Se debe insistir en que la solvencia de la empresa mide la posibilidad de la misma de afrontar con sus inversiones circulantes, las obligaciones de corto plazo, es decir las más exigibles. En esta medición deben incluirse tanto los exigibles cíclicos como los expresos, debido a que ambas categorías de deuda, buscan entre otros requisitos de concesión de crédito, la cobertura o garantía crediticia.

Sin embargo, para el equilibrio financiero y por ende para la solvencia de la empresa, no basta con que la misma pueda afrontar sus exigibles en el corto plazo, con sus inversiones más líquidas. Es también necesario que lo haga en el momento en que corresponda es decir a su vencimiento. Hablar de afrontar el exigible al vencimiento, significa, referirse a la puntualidad de la empresa.

El análisis de los estados contables que estamos desarrollando hasta aquí, se basa en el estudio del estado de resultado y el balance. Sin lugar a dudas, la forma de estudiar la puntualidad de pago de una empresa es a través del análisis de su cash flow. El mismo contempla, la relación de cobros y pagos, en lo que respecta a la operación o explotación del negocio, a las inversiones, y a todas las fuentes de financiación. El cash flow de cualquier periodo pasado de una empresa está sintetizado en sus cuentas de disponibilidades. Los cobros a clientes, el pago a proveedores, el pago de sueldos, el pago de servicios de terceros, el cobro de un préstamo, el pago de un crédito, el cobro de un seguro por un siniestro, el pago de una prima de seguro, son solo algunas de las operaciones que día a día se producen en una empresa y que conforman el saldo final que arroja la caja. La puntualidad será consecuencia de la relación existente entre el total de cobros efectuados y el total de pagos desembolsados. Sin embargo al efectuar el análisis de esta cuenta, se estará frente a hechos pasados, y evaluar la puntualidad en función de los mismos es poco consistente. En primer lugar, el saldo de disponibilidades será positivo o nulo, salvo el caso en que la empresa esté utilizando descubierto bancario, y el mismo se exprese en el balance como un saldo en bancos negativo. Esto último no deja de ser un crédito bancario mas, y deberá ser tratado como tal,

es decir como una fuente de financiación. En segundo lugar el análisis de la composición del saldo de disponibilidades no arroja información respecto a lo que se dejó de pagar, y tampoco a lo que no se pagó en término.
La forma de estudiar la puntualidad de una empresa es elaborar una proyección de cash flow, en la que se contemple, según el criterio de caja o percibido, los movimientos de dinero que se esperan en función de la situación inicial de créditos y deudas, y de los movimientos en fijo y circulante estimados para el próximo ejercicio. Este tema será abordado en el capítulo correspondiente a proyecciones financieras.
Sin embargo, sin que podamos llegar a emitir conclusiones categóricas en este sentido, es posible evaluar una tendencia en la puntualidad.

La puntualidad está vinculada al concepto de rotación de los elementos integrantes del activo circulante, y del exigible cíclico. El concepto de rotación proviene de la relación entre un elemento considerado flujo, como son las ventas anuales, que abarca todas las operaciones efectuadas durante un período determinado, y un elemento considerado stock, que mide un saldo a una fecha determinada, aceptando el supuesto que dicho saldo sea significativo, es decir, que se mantiene estable a través del tiempo.
La idea que subyace en un ratio de rotación, es que una empresa requiere de determinado nivel activos circulantes para sostener un determinado nivel de ventas. Por ejemplo, si una empresa vende su producción a 60 días de plazo, y los clientes pagaran puntualmente, las cuentas a cobrar en cualquier día del ejercicio económico serán 60/365, o sea el 16,4% de las ventas anuales. Desde la perspectiva del análisis financiero, podríamos plantear la cuestión de tal manera de obtener el plazo medio de cobro como la relación entre el saldo de clientes y el monto anual de ventas. Y de esta manera estaríamos obteniendo la rotación de clientes.

Con el mismo criterio la rotación general del activo circulante surgiría de la división entre

| VENTAS / ACTIVO CIRCULANTE | |
|---|---|
| | |
| Significa la cantidad de veces o vueltas que las ventas le dan al activo circulante, cuanto mayor es el número de vueltas, mayor es la rotación. | |
| Dos empresas que presenten los siguientes parámetros: | |

| VENTAS / A. Circulante | |
|---|---|
| Empresa A | 1000 / 100 = 10 |
| Empresa B | 1500 / 100 = 15 |

La empresa A vende 10 pesos por cada peso invertido en su activo circulante. Con cien de inversión en activos, es capaz de generar ventas por mil, es capaz de dar diez vueltas a su inversión en activo circulante. Mientras la empresa B, es capaz de dar quince vueltas a su inversión.

Estos mismos ratios pueden ser expresados en términos de días. Si partimos de la base que la cifra consignada como ventas hace referencia a un período anual, es posible inferir que la empresa A da diez veces vuelta sus activos circulantes en un año, en relación a la cifra de ventas. Lo cual supone que sus activos rotan cada 36 días. Dicho de otra forma el tiempo que necesitan los activos circulantes de la empresa desde que ingresa la materia prima para su transformación hasta que la misma sale al mercado y se cobra es de 36 días. En el caso de la empresa B, se estaría en presencia de un periodo más corto, de 24 días. Estos plazos como se puede apreciar surgen de los ratios siguientes.

| | 360 / rotación | A. Circ. / Ventas anuales X 360 |
|---|---|---|
| Empresa A | 360 / 10 = 36 | 100 / 1000 X 360 = 36 |

| | | |
|---|---|---|
| Empresa B | 360 / 15 = 24 | 100 / 1500 X 360 = 24 |

Como se ha podido apreciar hasta ahora, el cálculo de la rotación brinda una primera idea sobre el plazo de conversión de los activos de materia prima a dinero. Este proceso de conversión debe ser abierto en los distintos rubros que componen el activo circulante, y de esta forma se podrían obtener los periodos de conversión o rotación de cada uno de los integrantes del activo circulante. La mayor utilidad de la aplicación de estos ratios radica en la posibilidad de efectuar análisis comparativos entre distintos periodos dentro de una misma empresa, o de periodos similares de empresas diferentes. Que una empresa pase de una rotación de productos terminados de treinta días a cuarenta, está marcando que la empresa ha incrementado el plazo de permanencia de la inversión, y ese aumento deberá ser financiado, por alguna fuente de fondos. Por eso es que el siguiente paso a la cuantificación de la evolución en la rotación, debería ser estudiar las causas de dicha evolución. En el ejemplo mencionado, se podría obedecer a disminución en la cifra de ventas sin proceder al correspondiente ajuste en el ritmo de salida de productos terminados del proceso de fabricación. Por otra parte estas situaciones pueden ser consecuencia de decisiones planeadas o podrían derivarse de causas externas a la voluntad de la empresa. En uno y otro caso lo concreto es que se modificará el requerimiento de financiación de esas inversiones.

Abriendo el ratio general de rotación, es posible obtener el siguiente nivel de detalle:

COMPRAS DE MP

**STOCK DE MATERIA PRIMA**

SALIDA DE MP

STOCK DE MP / SALIDAS DE DEPOSITO DE MP X 365 = DIAS DE PERMANENCIA DE STOCK DE MP

Este ratio viene dominado por un lado por la necesidad de tener un stock de seguridad que no permita interrupciones en el abastecimiento de la producción, que posteriormente se traducirían en ventas no realizadas por falta de productos, y por otro lado la habilidad del departamento de compras de la empresa para conseguir los componentes y primeras materias en tiempo. En situaciones de tensiones de caja o financieras, esta es una variable que debe seguirse con máxima atención, para mantener el menor inmovilizado posible. Otra situación que se puede presentar con relación al tratamiento de stocks de materias primas, es la de mantener los mismos dentro de los depósitos de la empresa, pero que la incorporación como compra se produce recién en el momento de la disposición de los mismos. En este caso quien corre con la inmovilización de estas materias es el proveedor. Dentro de las empresas es frecuente encontrar distintas posiciones respecto al volumen de stock óptimo a mantener. Existen modelos matemáticos que aportan formas de calcular el volumen optimo de stock para determinados parámetros. Desde la perspectiva

del departamento de fabricación en la empresa, la tendencia es a sobrevalorar las necesidades de stock, por el aspecto seguridad, mientras que el departamento financiero, que es quien finalmente tendrá que negociar y acordar con los proveedores, tendrá una tendencia a mantener el menor stock posible. La determinación de políticas claras y precisas de aprovisionamiento, es la forma de evitar conflictos internos.

PROCESO DE PRODUCCION

**STOCK DE PRODUCTO EN PROCESO**

FABRICACION TERMINADA

(STOCK DE PRODUCTO EN PROCESO/PRODUCCION TERMINADA)x365 =

DURACION MEDIA DEL PROCESO DE FABRICACION

En el presente ratio, el factor que está determinando la mayor o menor rotación de productos en fabricación, es la eficiencia del proceso productivo. Falta de capacitación en el personal de fabricación, accidentes durante el proceso, problemas laborales como huelgas y paros, cambios en los procesos, cambios de equipos y maquinarias, son algunos de los motivos que pueden provocar retrasos en la duración media de fabricación.

VENTA A PRECIO DE COSTO

**DEPOSITO DE PRODUCTO TERMINADOS**

(STOCK DE PRODUCTO TERMINADO / VENTAS A PRECIO DE COSTO) X 365 =
DIAS DE PERMANENCIA DEL PRODUCTO TERMINADO HASTA SER ENTREGADO AL COMPRADOR

En este ratio juega un papel fundamental la decisión política de la empresa. Un caso extremo sería el de venta bajo pedido, a partir del cual se inicia el proceso de fabricación. Esta modalidad se puede presentar en sectores con fuerte incidencia artesanal y en casos donde la producción debe ser a medida. La herrería, fabricación de portones, escaleras, claraboyas, la fabricación de calderas para la industria, serían algunos casos en donde se aplica este sistema de fabricación.

La suma de los días de los tres ratios descriptos, arroja la información sobre la duración del proceso económico, es decir la fabricación y la venta. Estaría pendiente, el proceso financiero.

EL PLAZO MEDIO DE COBRO

(CLIENTES / (VENTAS + IVA)) x 365

Cabe aclarar que para que este ratio tenga sentido al ser interpretado, es condición que las ventas tengan una distribución regular a lo largo del año. Ventas con alta estacionalidad distorsionan el resultado a estudiar. Una forma de contrarrestar este efecto es calcular saldos medios. Tomar saldo inicial y final y dividirlo en dos, o los trimestrales y dividirlo en cuatro.

PLAZO MEDIO DE PAGO PROVEEDORES

PROVEEDORES / (COMPRAS+IVA) x 365,

En este ratio aplicaremos el mismo procedimiento que el de clientes.

El estudio de las rotaciones sirven para marcar la tendencia en cuanto a la puntualidad de pago que deberá afrontar la empresa. Alargamientos en los plazos medios, o disminución en el número de vueltas, son llamados de atención respecto a problemas de caja que se podrían generar.

Cuando en los primeros capítulos se hacía referencia al ciclo de maduración, como el mecanismo a través del cual el activo circulante tiende a la liquidez, en realidad no se hablaba de otra cosa mas que de las rotaciones de todos los integrantes del circulante. La suma de cada una de las rotaciones que se detallaron arriba, constituyen el ciclo de maduración del circulante.
Los días de permanencia representan el período de tiempo que transcurre desde que el stock entra al depósito o proceso correspondiente y sale del mismo una vez transformado.
La tendencia al equilibrio financiero en el sentido de la puntualidad, se puede estimar cuando la suma de días surgidas del ciclo de maduración sea inferior al plazo medio de exigibilidad de los pasivos.

## ESTADO DE ORGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS:

Una de las medidas fundamentales para evaluar el equilibrio de la estructura patrimonial, es la relación entre la necesidad de capital de trabajo y la forma de financiación de la misma. Hasta el momento hemos definido su composición, a través de la diferencia entre las inversiones en activo circulante, y los recursos cíclicos de corto plazo. En la medida en que una empresa logre reducir sus inversiones en Circulante o consiga mayor financiación de parte de proveedores o de otras fuentes cíclicas, en relación a un determinado nivel de ventas, logrará contener o reducir su necesidad de capital de trabajo, será mas eficiente. Por otro lado, sabemos que la forma de financiar de manera equilibrada esa NCT, es utilizando fondo de maniobra, es decir el excedente de capitales permanentes respecto a las inversiones en activo fijo que la empresa este utilizando.
Es muy importante conocer la evolución de la NCT a través de distinto momentos de tiempo, así como la evolución de las fuentes de financiación de la misma. Esta información la podemos obtener por medio del manejo de distintos balances de la empresa correspondientes a diferentes momento de tiempo. Esta análisis nos brindará en definitiva información sobre la evolución en el tiempo del equilibrio de la estructura patrimonial, si la misma se ha hecho mas vulnerable o mas sólida respecto al momento anterior tomado como base del estudio.

El estado de origen y aplicación de fondos nos brindará una explicación de la evolución detectada. Este instrumento, nos aportará las causas del mayor o menor equilibrio alcanzado.
La metodología para confeccionar el Estado de Origen y Aplicación de fondos incluye las siguientes fases.

.- Seleccionar dos balances correspondientes al inicio y el final del periodo que se pretende analizar.

.- Calcular las diferencias entre los saldos de las cuentas correspondientes a los balances seleccionados.

.- Clasificar cada una de las diferencias, en origen o aplicación de fondos. Considerando a tal efecto que:

Un aumento en el saldo de una cuenta de Activo y una disminución en el de una cuenta de pasivo, supone una aplicación de fondos

Un aumento en el saldo de una cuenta de Pasivo y una disminución en el de una cuenta de Activo, representa un origen de fondos.

.- Encuadrar las diferencias bajo la clasificación de NCT, Fondo de Maniobra o Recursos Expresos.

.- Evaluar las causas de la evolución del equilibrio patrimonial, en función de los movimiento detectados en cada uno conceptos definidos en el apartado anterior.

El primer punto es detectar el origen del cambio en la NCT. Cuales son las cuentas que provocan esa variación. Podría ocurrir que una empresa esté logrando una reducción en la inversión de Activos circulantes, pero que por otra parte este soportando una pérdida de financiación de los proveedores, y que el efecto neto sea negativo, con lo cual detectaremos el incremento en la NCT, y la causa del mismo. Cabe recordar que una empresa puede estar incrementado su NCT en valor absoluto, pero que en términos relativos a las ventas la misma disminuya. En este caso, si bien estaríamos en presencia de mayor eficiencia operativa, el paso sobre el que estamos avanzando, responde a la pregunta sobre la calidad de la fuente de financiación utilizada.

| Ejercicio n | Ejercicio n+1 |
|---|---|
| Ventas: $ 100.000 | Ventas: $ 150.000 |
| NCT: $ 30.000 | NCT: $ 37.500 |
| FM: $ 24.000 | FM: $ 24.000 |
| R:E:: $ 6.000 | R:E:: $ 13.500 |
| NCT/VENTAS: 30% | NCT/VENTAS: 25% |
| FM/NCT: 80% | FM/NCT: 64% |
| RE/NCT: 20% | RE/NCT: 36% |

Esta empresa nos muestra una mayor eficiencia en la relación NCT sobre ventas, cada peso vendido requiere menor inmovilización de NCT, sin embargo, como consecuencia de su crecimiento, soporta un aumento de la NCT en valor absoluto de $7.500. Observemos finalmente que se produce un importante deterioro en la financiación de la NCT resultante, debido a que el total del incremento fue absorbido con Recursos Expresos.

En el Estado de Origen y Aplicación de Fondos vamos a encontrar el comportamiento de las distintas cuentas que causan estas variaciones.

Las variaciones en el Fondo de Maniobra podríamos encuadrarlas en dos categorías. Las que se derivan de la explotación, que surge del estado de resultados de la empresa nos permite conocer los recursos generados por la actividad normal. Estaría integrado este concepto por el resultado mas aquellos gastos que inciden en ese resultado pero que no suponen una erogación de fondos, como ser las amortizaciones y las previsiones. Esta

información aunque naturalmente la podríamos buscar en el estado de resultados, también es la podemos extraer del balance, en donde está reflejado el resultado del período y las amortizaciones y previsiones.
El otro componente de las variaciones en el fondo de maniobra, es la diferencia entre los fondos de largo plazo, o capitales permanentes y las inversiones en Activo Fijo.

Consideremos el siguiente caso de una empresa, en la que la cifra de ventas para el ejercicio 99 es de $ 600 y en el 00 $ 1.100.

**BALANCE GENERAL AL 31.12.99 Y 31.12.00**

| ACTIVO | | | | PASIVO | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | **1999** | **2000** | **Dif.** | | **1999** | **2000** | **Dif.** |
| **Activo Circulante** | **150** | **190** | | **Exigible C.P.** | **130** | **175** | |
| Caja | 30 | 30 | 0 | Cíclicos | 100 | 118 | |
| Clientes | 50 | 70 | 20 | Proveedores | 90 | 110 | 20 |
| Stocks | 70 | 90 | 20 | DGI | 10 | 8 | -2 |
| **Activo Fijo Neto** | **190** | **230** | | Expresos | 30 | 57 | |
| Máquinas | 120 | 120 | 0 | Ptmos. Accionistas | 30 | 57 | 27 |
| Sistemas | 90 | 140 | 50 | **Exigible L.P.** | **150** | **170** | |
| Amort. Acumul. | -20 | -30 | -10 | Obligaciones | 150 | 170 | 20 |
| **TOTAL ACTIVO** | **340** | **420** | 80 | **Patrimonio** | **60** | **75** | |
| | | | | Capital | 50 | 50 | 0 |
| | | | | Reservas | 10 | 25 | 15 |
| | | | | **TOTAL P Y PN** | **340** | **420** | 80 |

En el caso planteado en este balance podemos observar lo siguiente:

| ESTADO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | **ORIGEN** | | **APLICACIÓN** | |
| **CORTO PLAZO** | Ptmos. Accionistas | 27 | Clientes | 20 |
| | R.E | 27 | Stocks | 20 |
| | | | DGI | 2 |
| | | | Proveedores | -20 |
| | | | NCT | 22 |
| **LARGO PLAZO** | | | Obligaciones | -20 |
| | | | Resultado | -15 |
| | | | Amortiz | -10 |
| | | | Sistemas | 50 |
| | | | FM | 5 |
| TOTAL ORIGEN | | 27 | TOTAL APLICACIONES | 27 |

.- La cifra de NCT sobre ventas experimenta una mejora de 1,8 puntos. Pasa de representar el 8,3%,al 6,5%.

.- La evolución de la estructura financiera en el periodo que va desde el 1.1.2000 al 31.1.2000, sin embargo presenta las siguientes características:

. La NCT en valor absoluto aumenta $22, debido al incremento verificado en la cifra de clientes y en stocks, compensado en la financiación obtenida de proveedores.

. El fondo de maniobra, que debería estar generando los recursos para la financiación de los $22 adicionales de NCT, no solamente, no cumple esa función, sino que se comporta como consumidor de recursos. Efectivamente, los orígenes provenientes de la operación, resultado mas amortizaciones son $ 25, mientras que la diferencia entre otros capitales permanentes y las inversiones en Activo Fijo, asciende a $ 30, (recursos de obligaciones $20 y aplicaciones en sistemas $50).
Es decir estamos en presencia de un fondo de maniobra negativo, donde el total de recursos de largo plazo no es suficiente para financiar las inversiones de fijo.

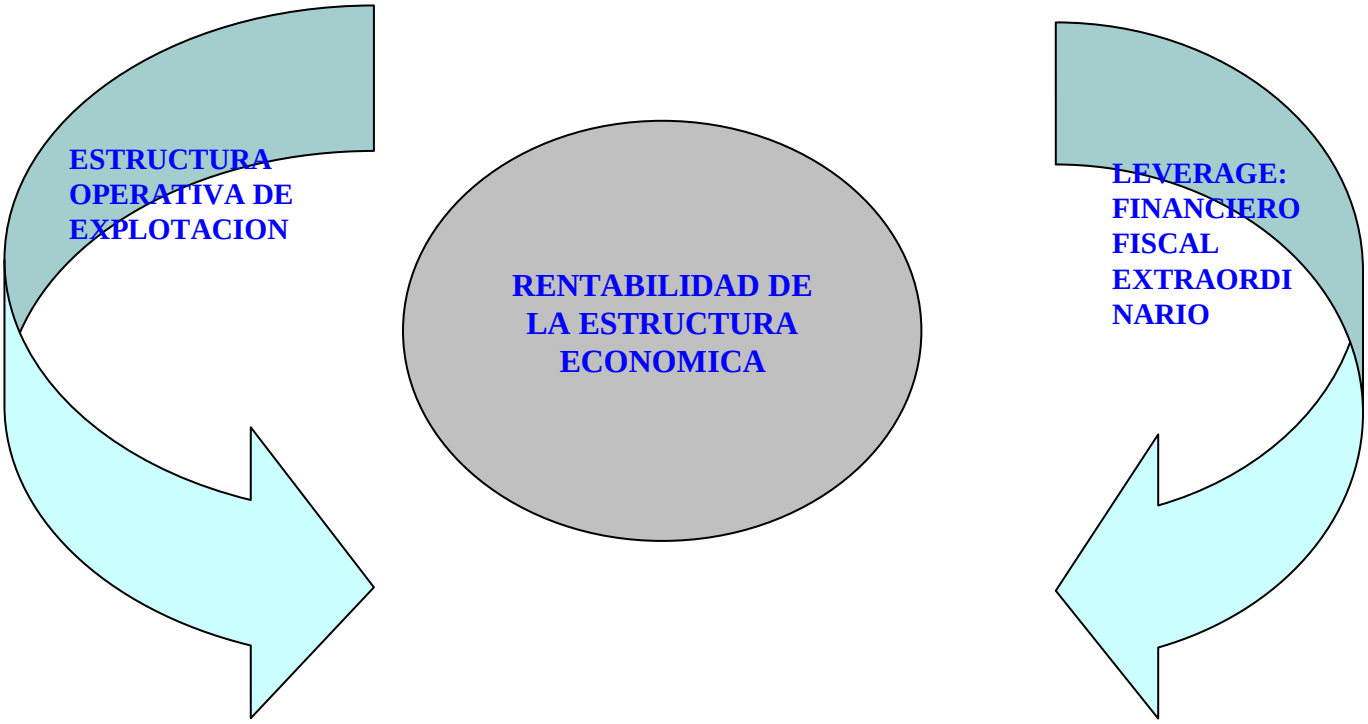
.- Esta empresa se encontró obligada a recurrir a fondos para financiar tanto los $22 de NCT adicional como los $5 de FM negativos. Como podemos advertir en la columna de orígenes, la empresa hizo uso del único recurso que le quedaba, exigibles expresos, por $27.

.- Advertimos un debilitamiento en la estructura financiera, por que lo detallado anteriormente supondrá mayor participación de los RE en la financiación de la NCT, cuestión que atenta contra el equilibrio buscado.
Por otra parte se estaría incrementando la posibilidad de incumplimiento de pago de las obligaciones asumidas, en la medida en que se profundiza la brecha entre necesidades de tipo permanentes y recursos de tipo transitorios.

Los cuadrantes en los que hemos dividido el EOAF, nos permite tener una visión gráfica del movimiento de fondos ocurrido en una empresa en un período determinado.
El ideal en la evolución de cualquier estructura financiera es que las necesidades ubicadas en el cuadrante superior derecho, obtengan financiación de recursos provenientes del cuadrante inferior izquierdo.

| ESTADO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS | | |
|---|---|---|
| | ORIGEN | APLICACIÓN |
| CORTO PLAZO | | |
| LARGO PLAZO | | |

## RENTABILIDAD DE LA ESTRUCTURA ECONOMICA




En el esquema que venimos desarrollando, la rentabilidad de la estructura económica constituye el segundo elemento de estudio y así como hemos desarrollado el tema del equilibrio de la estructura patrimonial, considerando la coherencia entre inversiones y fuentes de financiación, a través del balance, en este caso el centro de atención es el resultado económico, proveniente del estado de resultados.

Ni la mas consolidada estructura patrimonial, es capaz de resistir resultados negativos, ya que antes o después esa estructura patrimonial será afectada. Mas aún, en el largo plazo, tampoco será capaz de resistir rentabilidades

inferiores a las de su sector. Por este motivo no solo vamos a medir el desempeño económico a través del resultado que la empresa es capaz de genera por el desarrollo de su actividad, sino también si existe una proporción equilibrada entre esos resultados y los medios que pone en funcionamiento para su obtención. Desde ya que es importante entender el origen y la composición del resultado de una empresa que por ejemplo fue capaz de obtener un resultado positivo de $ 500.000, respondiendo a preguntas como cuanto inciden los resultados extraordinarios?, cuál es el margen que aporta cada uno de los productos principales del negocio?, hay mayor proporción de costos fijos o de variables?, como fue el comportamiento de los precios?, cuán sostenibles son las ventas de este período?, cual fue el efecto de los impuestos? etc. Sin embargo, estas preguntas deben ser complementadas con el estudio de lo que esta empresa esta invirtiendo para conseguir esos $ 500.000, y en ese caso podremos encontrarnos con indicadores que midan el rendimiento de la inversión. Una inversión de $ 5.000.000, estaría indicándonos un rendimiento del 10%, mientras que una inversión de $4.000.000 nos estaría mostrando un rendimiento del 12,5%. Efectivamente, el rendimiento es una medida de eficiencia en la utilización de la inversión. En el primer caso la empresa será capaz de obtener 10 pesos de ganancia por cada 100 de inversión, en el segundo, la relación será de 12,5 a 100, con lo que está demostrando mayor eficiencia.

## PUNTO DE EQUILIBRIO

El estudio del desempeño económico se basará en una estructura de estado de resultado marginalista que, tal como se describió en párrafos anteriores, presenta los tres elementos básicos:

1. Ventas
2. Costos Variables
3. Costos estructurales

El punto de equilibrio o break even point es la cifra de ventas necesaria para cubrir los costos variables y los costos de estructura. En ese punto la empresa no gana ni pierde.
Para la obtención del punto de equilibrio partimos de la igualdad que presenta el estado de resultados a nivel del resultado operativo o de explotación
.

BENEFICIO = VENTAS - GTOS VARIABLES- GTOS ESTRUCTURA

En el punto de indiferencia el beneficio es igual a cero, o lo que es lo mismo,

VENTAS = GTOS VARIABLES + GTOS ESTRUCTURA

Los costos variables se definen como aquellos que tienen una relación directamente proporcional con las ventas. Representan un tanto por ciento de las mismas. Gtos. Variables =% Var VENTAS

VENTAS = %Var VENTAS + GTOS ESTRUCTURA

VENTAS - %Var VENTAS = GTOS ESTRUCTURA

VENTAS ( 1 - %Var) = GTOS ESTRUCTURA

VENTAS = GTOS ESTRUCTURA / (1 - %Var)

En un caso numérico, se podría presentar lo siguiente:

Gastos de estructura: $ 12.000
Gastos variables: 30% de la cifra de ventas.

VENTAS = 12.000 / 0,70

VENTAS = 17.143

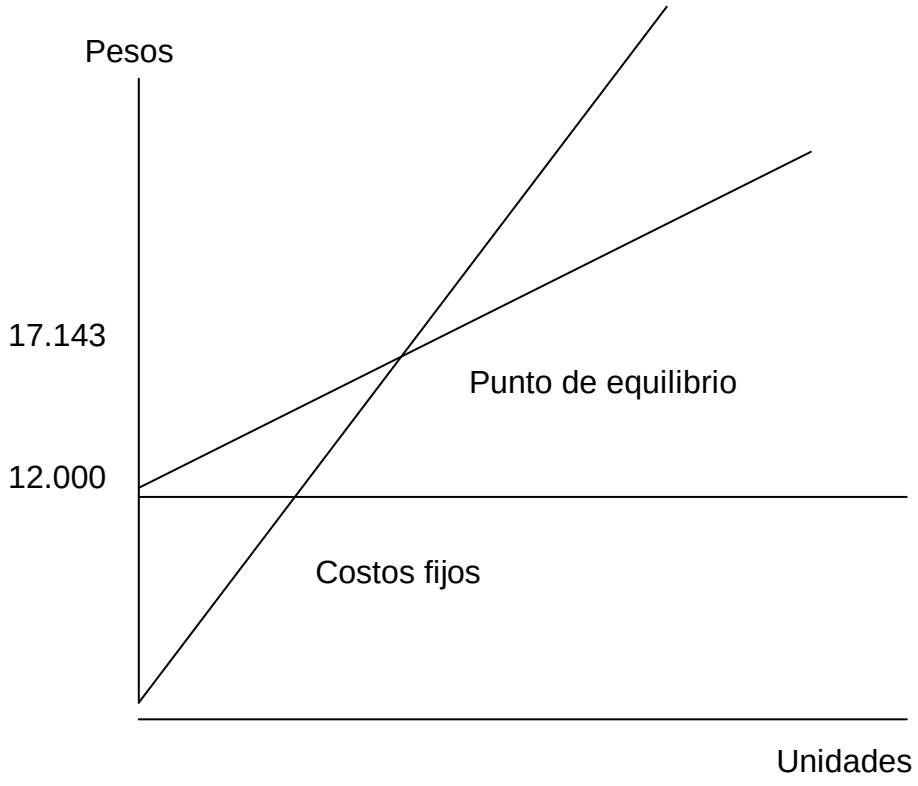
El estado de resultado correspondiente sería:

| | |
|---|---|
| VENTAS | 17.143 |
| GTOS VARIABLES | 5.143 |
| 30% s/ventas | |
| MARGEN DE CONTRIBUCION | 12.000 |
| GTOS. ESTRUCTURA | 12.000 |
| RESULTADO | 0 |

A partir de la obtención de esta cifra de ventas, la empresa por cada peso adicional de ventas obtiene, setenta centavos de ingresos.
Si se quisiera expresar este nivel de punto de equilibrio en términos de unidades físicas, se podría simplemente dividir la cifra de ventas en el precio de venta unitario, o bien ,

VTAS UF = GTOS ESTRUCTURA / (PREC VTA - C.V.UNIT)

El gráfico del punto de equilibrio, se representaría de la siguiente forma




Tal como se ejemplifico arriba, en la medida que los gastos de estructura puedan mantenerse estables, bastará con manejar los incrementos de ventas, para concluir sobre la variación en el resultado final.

| ESTADO DE RESULTADO, t=0 | | ESTADO DE RESULTADO, t=1 |
|---|---|---|
| Ventas | 100 | 120 |
| G. V. | 60 | 72 |
| Mg. | 40 | 48 |
| G.E. | 20 | 20 |

| | | |
|---|---|---|
| Result. | 20 | 28 |

En este caso, manteniéndose el costo de estructura fijo, es posible apreciar que el incremento en el resultado coincide con el porcentaje de contribución marginal sobre el incremento de ventas.

Incremento de ventas $20
Mg. Contribución 40 %
Resultado marginal $28 - $20= $8 o (120 -100) x 40%

Otra aplicación de este cálculo de equilibrio, sería cuantificar las ventas necesarias para obtener un resultado determinado.
Supongamos que una empresa está en equilibrio con unos costos fijos de 50 y un margen de 40%. Si quisiéramos obtener una utilidad de 20,

VENTAS = (50+20) / 0,40 = 175

Las ventas deberían incrementarse a 175 para obtener un resultado positivo de 20.

| ESTADO DE RESULTADO de equilibrio | | ESTADO DE RESULTADO Util.=20 |
|---|---|---|
| Ventas | 125 | 175 |
| G. V. | 75 | 105 |
| Mg. | 50 | 70 |
| G.E. | 50 | 50 |
| Result. | 0 | 20 |

El desarrollo efectuado hasta ahora es eminentemente teórico, puesto que se basa en la premisa de considerar a los costos de estructura como fijos

cualquiera sea el nivel de actividad, y en la práctica no ocurre así. Los costos de estructura se adaptan a distintos escalones de actividad. A una empresa con un nivel de ventas de 100.000 unidades le basta con un depósito de producto terminado en alquiler, sin embargo para un nivel de ventas de 120.000 ese depósito resulta insuficiente, y es necesario alquilar otro. En ambos casos estamos en presencia de costos fijos, sin embargo, los mismos experimentan cambios en función del nivel del negocio.

Relacionando la idea del punto de equilibrio con el cambio que se puede operar en los niveles del costo de estructura, podemos arribar a la idea del ***apalancamiento operativo.*** Consideremos las siguientes situaciones de una empresa:

| INCREMENTO VTAS | | 25% | 20% | 66,7% | 25% |
|---|---|---|---|---|---|
| VENTAS | **80** | **100** | **120** | **200** | **250** |
| C.VARIABLES (50%) | **40** | **50** | **60** | **100** | **125** |
| MG.CONTRIBUCION | **40** | **50** | **60** | **100** | **125** |
| C.ESTRUCTURA | **50** | **50** | **50** | **50** | **90** |
| R.OPERATIVO | **-10** | **0** | **10** | **50** | **35** |
| R.operativo/Ventas | **-12,5%** | **0** | **8,33%** | **25%** | **14%** |
| Variación en R. operativo | | | | **400%** | **-30%** |

Notemos la variación en los resultados operativos ante variaciones en la cifra de ventas. En la situación 1 la empresa se encuentra por debajo del punto de equilibrio y obtiene una pérdida operativa de 10 pesos. El punto de equilibrio esta empresa lo consigue con una cifra de venta de 100 pesos. A partir de aquí se destaca que cuando se produce un incremento del 67% en las ventas, el resultado operativo aumenta un 400%, como consecuencia de apalancarse en los costos de estructura que cada vez son absorbidos en mayor proporción. Sin embargo en la última situación ante un incremento de las ventas de un 25%, el resultado operativo cae un 30% como consecuencia de un incremento

en el nivel de los costos de estructura, en este caso el apalancamiento es negativo. El punto de equilibrio también habrá cambiado, y en lugar de se lo 100 pesos mencionados anteriormente, pasarán a ser 180.

**El apalancamiento operativo es la relación entre el cambio que se produce en el resultado ante cambios en la cifra de ventas como consecuencia de la absorción de los costos de estructura.**

## RESULTADO, RENTABILIDAD Y RENDIMIENTO

La rentabilidad económica es la relación entre el resultado neto total generado por la empresa y la inversión que los accionistas tienen destinada para su obtención. La atracción que pueda generar cualquier empresa hacia sus accionistas estará dada por la posibilidad de mantener en el tiempo el nivel de rentabilidad esperado, y será función del equilibrio de la estructura patrimonial y del potencial de crecimiento.

El resultado por si solo no es suficiente para evaluar la rentabilidad del accionista, sin embargo es fundamental conocer como se está generando, cual fue su evolución en el tiempo, y cuales son las posibilidades de mejoras. Para ello, antes de entrar de lleno en el estudio de la rentabilidad es conveniente hacer una lectura ordenada del estado de resultado.

Esta lectura tiene como base la clasificación del Estado de Resultados que hemos realizado en la página 38.

En el Estado de resultados que desarrollamos a continuación mostramos la distinción entre el resultado operativo o de explotación, y el resto de los componentes del resultado neto.

### RESULTADO: PORCENTAJES VERTICALES Y HORIZONTALES:

Se trata de calcular los distintos porcentajes que representan los diferentes costos y beneficios sobre la cifra de ventas. Comenzaremos efectuado una lectura estática, sobre un ejercicio determinado y posteriormente la complementaremos con un estudio comparativo con otros ejercicios.

| | AÑO 1 | % | AÑO 2 | % | HORIZ.% |
|---|---|---|---|---|---|
| VENTAS | 2,500 | 100.00% | 2,800 | 100.00% | 12% |
| MATERIA PRIMA | 600 | 24.00% | 750 | 26.79% | 25% |
| MANO DE OBRA | 300 | 12.00% | 250 | 8.93% | -17% |
| GTOS. DE FABRICACION | 410 | 16.40% | 520 | 18.57% | 27% |
| COSTOS DE FAB. | 1,310 | 52.40% | 1,520 | 54.29% | 16% |
| COMISIONES | 250 | 10.00% | 280 | 10.00% | 12% |
| DESCUENTOS COMERC. | 85 | 3.40% | 96 | 3.43% | 13% |
| COSTOS VAR. COMERC. | 335 | 13.40% | 376 | 13.43% | 12% |
| MARGEN BRUTO | 855 | 34.20% | 904 | 32.29% | 6% |
| SUELDOS | 100 | 4.00% | 100 | 3.57% | 0% |
| ALQUILERES | 60 | 2.40% | 80 | 2.86% | 33% |
| AMORTIZACIONES | 10 | 0.40% | 10 | 0.36% | 0% |
| SEGUROS | 25 | 1.00% | 30 | 1.07% | 20% |
| COSTOS FIJOS | 195 | 7.80% | 220 | 7.86% | 13% |
| RESUTADO DE EXPLOTACION | 660 | 26.40% | 684 | 24.43% | 4% |
| GASTOS FINANCIEROS | 60 | 2.40% | 50 | 1.79% | -17% |
| RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 600 | 24.00% | 634 | 22.64% | 6% |
| IMPUESTOS | 180 | 7.20% | 190 | 6.79% | 6% |
| RESULTADO NETO | 420 | 16.80% | 444 | 15.86% | 6% |

Este Estado de resultados no muestra un resultado neto en valor absoluto de $ 444, que en términos porcentuales indica que cada cien pesos de venta se obtienen beneficios por 15. Este número aunque es superior al resultado neto del ejercicio anterior (420), nos demuestra a través de análisis vertical, una caída en términos de porcentaje sobre venta del 17% al 15%. Es decir, esta empresa en los períodos comparados perdió margen neto. La pregunta a responder es ¿cuáles son los factores que generaron esa pérdida?.

El resultado de explotación sufre una pérdida de dos puntos sobre ventas, pasa de 26,4% a 24,4%. Rápidamente podríamos advertir que el origen de la mencionada caída está en el costo variable de fabricación, que sufre un incremento del 52,4 al 54,2%. Y entrando en el detalle de esa variación, observamos que el incremento del costo de las materias primas y de los otros gastos de fabricación, no pudo ser compensado con el ahorro conseguido en el costo de la mano de obra. Vemos entonces claramente que la incidencia de la materia prima en la cifra de venta es mayor, cada 100 pesos de venta en el año 1 se consumían 24 de materias primas, mientras que en el año 2, el consumo es 25,8. En este punto con la información disponible solo podemos llegar a este nivel de análisis. Sin embargo podemos dejar planteadas como origen de lo observado, el incremento del precio de los insumos, que no pudo ser trasladado al precio de venta, o una reducción en el precio de venta, habiéndose mantenido constante el costo de los insumos. De cualquier manera, el principal causante de la pérdida de margen de explotación es la evolución sufrida por la relación entre las materias primas y la cifra de ventas.

Que podemos destacar respecto al resto de las variables que componen el resultado de explotación?. En primer lugar observamos un comportamiento muy estable en el costo variable comercial. Tanto las comisiones como los descuentos se comportan como lo que son, es decir, aumenta la cifra de ventas, pero en términos relativos la incidencia de estos gastos sigue constante en un 13,4%.

Podríamos estar tentados a realizar el mismo comentario respecto al comportamiento de los costos fijos, sin embargo, es necesario hacer una

salvedad. En este caso observando las columnas de porcentajes, advertimos que las mismas se mantienen constantes, en torno al 7,8%. Lo cierto es que, tendríamos que esperar que el costo fijo en términos relativos cayera. Como vimos en el tema de apalancamiento operativo, los costos fijos, en la medida que no se supere un escalón de actividad que obligue a pasar a un costo fijo superior, deberían disminuir en porcentaje sobre ventas. O dicho de otra forma, en valor absoluto los 195 pesos, del ejemplo anterior, deberían mantenerse constantes.

Para completar la lectura de porcentajes, podemos observar la última columna del Estado de Resultados anterior. En ella se calcularon las variaciones porcentuales en cada una de las partidas que componen el Resultado, tomando como base el dato del año 1. De esta manera podemos confirmar lo comentado anteriormente, mientras la cifra de ventas aumenta un 12%, el costo de la materia prima lo hace en un 25% y lo otros gastos de fabricación un 27%. Podríamos esperar que bajo esta forma de análisis, el crecimiento de los costos variables respecto al ejercicio anterior, mostrara igual o menor porcentaje que la cifra de ventas. Mientras que el comportamiento de los costos fijos en igual escalón de producción en uno y otro ejercicio, debería arrojar una variación nula.

En forma complementaria al análisis del resultado por porcentajes, vamos a calcular algunos indicadores, que permiten entender algunos rasgos específicos de cada negocio.

$$\textbf{VENTA POR EMPLEADO} = \frac{\textbf{VENTAS}}{\textbf{Nro.EMPLEADOS}}$$

Este indicador debe ser calculado y puesto en comparación con empresas competidoras del mismo sector. Con lo cual es posible hacer un seguimiento de una variable generalmente importante del estado de resultado, no solo en la forma que evoluciona respecto a ejercicios anteriores sino también a la estructura de empleados de empresas del sector.

$$\text{R.EXPLOT. POR EMPLEADO} = \frac{\text{R.EXPLOT.}}{\text{Nro.EMPLEADOS}}$$

Es una variante del indicador anterior, que estaría explicando el aporte de cada empleado al resultado del ejercicio.

$$\text{APORTE DEL PRODUCTO X SOBRE EL TOTAL DE VENTAS} = \frac{\text{VENTA PRODUCTO X}}{\text{VENTA TOTAL}}$$

Si estuviéramos trabajando con un estado de resultado con apertura de productos o negocios, podríamos llegar a determinar en primer lugar cuanto representa la venta de cada producto o negocio en el total de la empresa, para posteriormente cuantificar el aporte que hace cada uno de ellos al margen de contribución total. En este caso nos remitimos nuevamente a la clasificación del estado de resultados que arroja una estructura como la siguiente.

| | PRODUCTO X | PRODUCTO Y | TOTAL |
|---|---|---|---|
| VENTAS | 100 | 300 | 400 |
| COSTO DE VENTAS | 40 | 160 | 200 |
| MARGEN BRUTO | 60 | 140 | 200 |
| COSTO FIJO IMPUTABLE | 20 | 70 | 90 |
| MARGEN DE CONTRIBUCIÓN | 40 | 70 | 110 |
| COSTO FIJO NO IMPUTABLE | | | 70 |
| RESULTADO DE EXPLOTACIÓN | | | 40 |

$$\text{CONTRIBUCIÓN PRODUCTO X} = \frac{\text{MARGEN CONTR. DEL PRODUCTO X}}{\text{MARGEN DE CONTRIB. TOTAL}}$$

En el ejemplo anterior podemos observar que el producto x aporta el 25% de la venta total de la empresa, pero contribuye con un 36% del total de beneficios generados antes de contabilizar los gastos fijos no imputables.
Esto nos está evidenciando las características particulares de cada producto, y en comparación con ejercicios anteriores, permitirá establecer estrategias de mix de productos.

RENTABILIDAD Y RENDIMIENTO:

La evaluación del desempeño económico está íntimamente relacionado, con la cifra de inversión realizada, necesaria para obtener un resultado determinado.
Debe recordarse en esta instancia la diferenciación efectuada entre los activos funcionales y los activos extrafuncionales. Los primeros dan origen a los resultados de explotación u operativos, mientras los segundos son los

generadores de los resultados extraordinarios, que representa la instancia anterior a la obtención del resultado neto total.
El rendimiento (ROA: Return on assets) es la relación existente entre el resultado de explotación y el activo funcional.

**RENDIMIENTO = RESULTADO DE EXPLOT. / ACT. FUNC.**

Este cociente demuestra el nivel de eficacia del activo. El resultado de explotación marcará el término temporal de la medición. Si se está refiriendo al resultado anual, se obtendrá un porcentaje de rendimiento anual.

DESCOMPOSICION DEL RENDIMIENTO

El rendimiento del activo se puede descomponer en dos factores, si se divide y multiplica cada uno de los términos del cociente por las ventas del periodo en cuestión.

**Rendimiento = (Res. Explot/Ventas) x (Ventas/Activo Func.)**

**Rendimiento = Margen x Rotación**

El margen se define como el beneficio que es capaz de generar la empresa sobre cada peso de venta

El margen pone en términos relativos la brecha existente entre las ventas y los costos necesarios para conseguir las mismas. Estamos considerando en todo momento el resultado de explotación independientemente de cómo se financia la inversión de activos necesaria para su obtención.

La rotación del activo, mide las ventas que genera cada peso invertido. Cuanto menor sea la inversión en activo funcional, mayor será el rendimiento.

Una rotación igual a tres significa que por cada peso invertido en activo, se venden 3 en un año, o lo que es lo mismo, las ventas son el equivalente a tres veces el activo.

Cuando el margen de beneficio es muy similar en un sector entre las empresas competidoras, la diferencia en el rendimiento viene dada por la capacidad del management de administrar la inversión de activos.

La cifra de rendimiento viene dada por la relación de los dos factores, y en muchas ocasiones un margen de ganancias muy bajo, se contrarresta con una alta rotación.

Un rendimiento del 30% puede obtenerse mediante una combinación de 6% de margen de beneficio y 5 vueltas de rotación, o por un margen del 2% que se genera 15 veces en el año.

El desglose del ratio de rendimiento en margen y rotación no solo brinda gran claridad al análisis del desempeño económico de la empresa en un momento determinado, sino que amerita un análisis dinámico que permitirá concluir sobre la evolución por separado de cada una de las magnitudes.

El análisis de la rotación general entre el activo funcional y la cifra total de ventas, llevará posteriormente a profundizar en el mismo a través del desglose o la apertura del mismo.

Por otra parte el otro factor que origina cambios en el rendimiento, es el margen de explotación. El análisis de la evolución del mismo supone estudiar el origen de los cambios acaecidos en cada uno de los elementos componentes del estado de resultados.

**RENTABILIDAD:**

La rentabilidad (ROE, return on equity) es la relación entre el beneficio neto y los capitales propios. Si bien los fondos propios no tienen exigibilidad jurídica, esto es, ningún accionista puede exigir la devolución a una fecha determinada del capital social por el aportado, están sometidos constantemente a la evaluación de la rentabilidad que los mismos generan. Ningún accionista mantendrá y menos aún aumentará su participación en una empresa que no le brinda lo que para dicho accionista es una retribución mínima sobre el capital invertido. Cada accionista tendrá su propia exigencia sobre la rentabilidad. Esta exigencia vendrá marcada por el costo de oportunidad, es decir lo que está dejando de percibir por no invertir en otra alternativa de riesgo similar.
El otro elemento que compone la rentabilidad, es el beneficio neto total, el resultado después de gastos financieros y de resultados extraordinarios y de impuestos. El resultado neto, es el interés final del accionista.
De allí que así como el ratio de rendimiento ponía en contraste el resultado de explotación con los activos funcionales, o aquellos activos que sirven para obtenerlos. El ratio de rentabilidad enfrenta el resultado neto total con la inversión que está siendo financiada por los accionistas.

$$\text{RENTABILIDAD} = \frac{\text{BENEFICIO NETO}}{\text{FONDOS PROPIOS}}$$

Si bien el equilibrio de la estructura patrimonial, es uno de los elementos para sostener la rentabilidad de la estructura económica, a través del crecimiento de la cifra de negocio, puede ocurrir, que problemas en la estructura

económica terminen afectando, el equilibrio patrimonial. Como anticipamos en los primeros capítulos, existe una estrecha relación entre los temas que constituyen la columna vertebral del modelo de análisis que estamos desarrollando.

Ante una caída en la demanda o incremento en el costo de cierto insumo, se estarían generando un menor margen de explotación, lo que traería como consecuencia menor liquidez. La pérdida de liquidez llevaría a una mayor necesidad de fondos, y por lo tanto a acudir a endeudamiento. Esto a su vez tendrá un efecto sobre los gastos financieros, y automáticamente sobre el margen neto. De nuevo menor liquidez, lo que también se traducirá en retrasos con proveedores, menor poder de negociación con los mismos, por lo tanto menor eficiencia en costos, que llevará a una retracción en el margen. Finalmente se genera un efecto negativo en la rentabilidad del accionista, lo que a su vez, es un freno a nueva inversión.

El proceso que acabamos de describir, pone de relieve la estrecha relación existente entre la estructura económica y la estructura patrimonial o financiera.

Por lo hasta aquí expuesto podemos sintetizar que la rentabilidad se diferencia del rendimiento, en que mientras este último amplifica la eficiencia de la actividad funcional de la empresa, la rentabilidad atiende a los intereses últimos del accionista. En este sentido es posible advertir que debe existir una relación directa entre uno y otro concepto. Cabría incluso adelantar, que a mayor rendimiento, los accionistas obtendrán una mayor rentabilidad.

Observemos el siguiente cuadro.

| CASO: | ACTIVO | CAP. PROP. | EXIG. | BNE | GF | BNT | RDTO.% | RENTAB.% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 500 | 500 | 0 | 75 | | 75 | 15 | 15 |

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2 | 500 | 200 | 300 | 75 | 12%<br>36 | 39 | 15 | 19.5 |
| 3 | 500 | 200 | 300 | 75 | 16%<br>48 | 27 | 15 | 13.5 |

En el caso 1 estamos delante de una empresa con un activo total de 500 pesos, íntegramente financiado con capitales propios. Por tal motivo, al no utilizar deuda, los gastos financieros son nulos. El resultado operativo en el supuesto es 75 pesos, y coincide en este caso con el beneficio neto. Notemos entonces que el rendimiento que surge de relacionar el resultado de explotación 75 con el activo 500, es 15%, igual que la rentabilidad, que surge de relacionar el beneficio neto con el capital propio.

En el caso 2, cambia la estructura de financiación de la empresa. Y en lugar de financiar todo el activo con capital propio, la empresa utiliza una estructura financiera donde el 40% son capitales propios y el 60% es deuda. En este caso el beneficio neto ya no es igual al beneficio de explotación, porque se devengan gastos financieros como consecuencia del uso de la deuda. La tasa que paga la empresa por los fondos de terceros es del 12%, lo que le genera intereses por 36. En este caso la rentabilidad 39/200=19.5% es superior al rendimiento 75/500=15%. Notemos también, que el resultado de explotación se mantiene constante, debido a que no depende de la estructura financiera.

En el caso 3, la empresa sigue como en el caso 2 usando 40% de fondos propios y 60% de deuda. Sin embargo en este caso, la tasa que paga por los fondos de terceros asciende al 16%. Los gastos financieros resultantes $48, hacen que el resultado de explotación, que tampoco sufre alteración por la estructura financiera, se convierta en un resultado neto de 27$. En este caso la rentabilidad 27/200=13.5% es inferior al rendimiento, 75/500=15%.

Estos tres casos nos revelan la relación existente entre el rendimiento y la rentabilidad. Tenemos un caso en donde el rendimiento es igual a la rentabilidad, otro en donde es superior, y un tercero donde es inferior. En los tres casos el factor que está determinando el sentido de la relación, es la

utilización de deuda de terceros. En el caso 1 donde la empresa se financia íntegramente con fondos propios, la rentabilidad es igual al rendimiento. En el caso 2, la empresa comienza a utilizar deuda, y también se observa una brecha entre la rentabilidad y el rendimiento. En este caso la rentabilidad es mayor al rendimiento. Por último en el caso 3, la empresa también usa deuda, pero la rentabilidad resulta inferior al rendimiento.

Podemos ver que cuando el rendimiento de los activos es superior al costo de la deuda, a la empresa le beneficia tomar deuda de terceros ya que esos fondos puestos a trabajar en la empresa obtienen un rendimiento superior.

Sin embargo en el caso 3, el costo de la deuda es el 16%, mientras que el rendimiento de los activos es el 15%. Esta diferencia provoca que la rentabilidad se vea castigada respecto al rendimiento.

En el caso 2 cuando la tasa del costo de deuda es inferior al rendimiento, la rentabilidad obtenida por los accionistas es superior al rendimiento.

El factor por el cual cambia la rentabilidad en función de la utilización de deuda, es el apalancamiento o leverage financiero. El mismo será neutro, positivo, o negativo, en función de la relación que exista entre la tasa de Interés y el rendimiento.

Para cuantificar el apalancamiento es posible hacer el cociente entre la rentabilidad y el rendimiento. Si ese cociente es igual a uno, el apalancamiento es neutro, si es mayor que uno, es positivo, y finalmente si es menor que uno, el apalancamiento es negativo.

Cabe en este punto que hagamos dos observaciones. En primer lugar así como las estructuras financieras son dinámicas, las tasas de la deuda también. Esto quiere decir que si una empresa tiene una relación positiva entre tasa de deuda y rendimiento, es posible que con el uso de mayor deuda, la tasa aumente y llegue un momento que esa relación favorable a la rentabilidad deje de serlo. Entre otras razones, a mayor endeudamiento, mayor riesgo, y al ser el riesgo uno de los componentes de la tasa de interés, el costo de la deuda aumentará. Por otro lado, como puede observarse en el cuadro anterior, la rentabilidad de los accionistas en la situación 2 es el 19.5%, superior a la rentabilidad de la situación 1 del 15%. Sin embargo es importante destacar

desde la perspectiva del accionista, que en la situación 1 tiene una inversión de 500 pesos mientras que en la situación 2, su inversión es de 200 pesos. La pregunta que se debe hacer el accionista es que tasa de rentabilidad obtiene de los 300 pesos que libera. Sin entrar a considerar riesgos específicos de cada inversión, lo cierto es que, en la situación 2, a los 300 pesos que libera, debería exigirles como mínimo una rentabilidad del 12%.
De esa manera estaría en iguales condiciones de rentabilidad que en la situación 1.

SITUACIÓN 1: RENTABILIDAD: 15% SOBRE 500 INVERTIDO

SITUACIÓN 2: RENTABILIDAD 19,5% SOBRE 200 INVERTIDO EN LA EMPRESA.

RENTABILIDAD MINIMA EXIGIDA A LOS 300 PESOS LIBERADOS: 12%

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 200: 40% | X | 19.5 | = | 7.8% |
| 300: 60% | X | 12 | = | 7.2 |
| 500 : 100% | | | = | 15% |

**FACTORES DE LA RENTABILIDAD.**

En este apartado vamos a desagregar el concepto de rentabilidad (Beneficio /Fondos Propios), de tal manera de poder entender su comportamiento y evolución a lo largo de distintos ejercicios económicos. Utilizaremos como base la desagregación desarrollada por Antoni Parés, que en un documento interno de ESADE, explicaba con la siguiente igualdad.

**RENTABILIDAD = RENDIMIENTO X APAL. FINANCIERO X APAL. FISCAL**

BN./FP.=(B.EXP / ACTIVO)X( ACTIVO/FP) X (BAT/B .EXP) X BN./BAT

En primer lugar encontramos el rendimiento de las inversiones, medida a través del cociente ya conocido entre el resultado de explotación y el activo puesto en funcionamiento para conseguir dicho beneficio. Cuanto mayor sea el rendimiento, mayor será la rentabilidad de los accionistas. Este ratio permite apreciar en que medida el negocio en sí mismo funciona mejor o peor en contraste con lo acaecido en otros ejercicios.

El denominador del cociente que determina el rendimiento de la empresa, es el activo funcional. Mejorar la rentabilidad a través del rendimiento, supone la posibilidad de actuación, sobre dicho denominador, es decir, sobre la inversión

necesaria para que la empresa funcione. Cuanto menor es el activo funcional, mayor será el rendimiento.

Bajo la perspectiva financiera, el mantener esas inversiones inmovilizadas o aplicadas a la obtención de beneficios, supone un costo de oportunidad para la empresa. O la imposibilidad de destinar esos fondos a la obtención de otro rendimiento. El rendimiento es entonces la relación entre cada peso del activo, y cada peso de ganancias obtenida de la utilización del mismo

El tamaño de la inversión en circulante, concentrada generalmente en existencias de materias primas, productos en proceso, productos terminados, cuantas a cobrar y efectivo en caja, dependerá en muchos casos de intereses contrapuestos de distintas gerencias dentro de una empresa. Aquí también se presenta la regla que a menor inversión mayor eficiencia, sin embargo, los intereses contrapuestos en ocasiones desafían esa regla, y provocan ciertas contradicciones. El departamento comercial pugnará por tener el mayor stock de seguridad, para no dar faltantes de productos ante un pedido determinado. Sin embargo el departamento financiero, conocedor de que cada peso destinado a una inversión requiere de su correspondiente fuente de financiación, y detrás de ella hay un costo financiero que afrontar, intentará limitar en la medida de lo posible la inversión en cuestión. Y los mismos argumentos pueden proyectarse a cada una de las inversiones mencionadas. El stock de productos en proceso pondrá en contraposición los intereses del departamento de producción con finanzas, el stock de cuentas a cobrar hará lo propio entre ventas y finanzas. En este caso el argumento de los vendedores, suele ser que a mas plazo de pago otorgado, mayor será la venta. Sin embargo se presenta nuevamente la situación de inmovilización de capital, en este caso en derechos, más líquido que los stocks anteriores, pero finalmente inversiones, que requerirán del correspondiente recurso financiero. Un caso extremo de trabajo sin stocks de productos terminados, es la modalidad de fabricación bajo pedido. En estos casos la orden se dispara en el momento en que el pedido del cliente ha llegado, y es por ello que bajo esta modalidad, el stock de productos terminados es inexistente.

El equilibrio vendrá dado por la capacidad de la empresa por no mantener mas inmovilizaciones que las que son absolutamente necesarias para el funcionamiento de la empresa.
En síntesis, otra vía de mejorar el rendimiento de los activos y por ende la rentabilidad de los fondos propios, es minimizar las inversiones operativas.

En segundo lugar el apalancamiento financiero, que resulta de la relación entre dos factores.

ACTIVO/F.PROPIOS. Es una medida del endeudamiento de la empresa. Cuanto mayor sea este ratio, mayor será el nivel de endeudamiento. En el otro extremo, un ratio igual a uno significará que el total de las inversiones de la empresa están siendo financiadas por fondos propios. Es de esperar que cuanto mayor sea el grado de endeudamiento, menor será la garantía para terceros, mayor el riesgo, y por lo, mas caro los recursos utilizados.

B.EXPLOT./BAT. Este ratio indica la medida en que los gastos financieros castigan al resultado de explotación. Un ratio igual a uno indicaría que los gastos financieros en esta empresa son nulos. Por el contrario cuanto más cercano a cero sea este ratio, mayor es la incidencia de los gastos financieros sobre el resultado neto total.
En la medida en que el nivel de endeudamiento aumenta, también lo harán los gastos financieros en valor absoluto, y de la relación entre ambos surgirá un valor mayor, igual o menor a uno. Ese factor medirá el apalancamiento financiero. Se comprobará además que este factor depende de la relación existente entre la tasa de gastos financieros y el rendimiento de los activos.
Cómo mejorar la rentabilidad a partir de la combinación de estos dos factores?
En primer lugar hay que advertir que para potenciar la rentabilidad es necesario que el producto de los dos términos del factor sea superior a la unidad. Y también que la relación entre ambos términos es antagónica. Razonando esta relación, se entenderá que cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento, mayor será el efecto del costo financiero sobre el resultado

antes de intereses, por lo cual el beneficio después de gastos financieros sobre el beneficio antes de gastos financieros será un coeficiente menor.

El endeudamiento marca su nivel a través de un coeficiente, donde la independencia financiera total, arroja un resultado igual a uno. En la medida que se comienza a utilizar deuda, el coeficiente comienza a ser mayor que uno. En el otro extremo, si los gastos financieros fueran inexistentes, el coeficiente del gasto correspondiente sería igual a uno, en la medida que se utiliza deuda, y la misma genera gastos financieros, el coeficiente comienza a ser menor que uno.

De la combinación de los dos factores, se obtendrá la potenciación de la rentabilidad, si es mayor que uno, o el castigo de la misma, si es menor que uno.

Mejorar la rentabilidad no tiene por que estar asociado a la idea de bajo endeudamiento. Por el contrario una forma de potenciar la rentabilidad es utilizando deuda. Justamente en la medida en que la deuda utilizada devengue un costo financiero inferior al rendimiento que se obtiene de los activos, la rentabilidad resultará superior al rendimiento. Esto es hacer uso del apalancamiento financiero, o efecto leverage. Es obvio que cuanto menor sea el costo financiero mayor será el efecto positivo sobre la rentabilidad, sin embargo, el costo financiero en forma aislada no puede significar un parámetro de decisión. Es necesario ponerlo en términos relativos, y esto se hace, al compararlo con el rendimiento.

En síntesis, otra forma de mejorar la rentabilidad de una empresa es trabajar con el aspecto financiero, buscando una estructura potenciadora en la que la relación entre endeudamiento y costo de la deuda sea favorable. Lo cual supone que este último sea inferior al rendimiento de los activos.

Es importante aclarar que utilizar recursos de terceros tarde o temprano, en pequeñas y medianas empresas tiene un límite. Cada peso adicional de deuda genera un mayor riesgo para el prestamista, en la medida que las garantías serán cada vez menores, lo cual desembocará en un incremento en la tasa de interés.

En tercer lugar, se nos presenta el efecto de la Estructura impositiva, BN/BAT. Este factor mide el efecto del impuesto sobre los beneficios en el resultado neto total de la empresa. Fluctúa entre cero y uno.

| ESTADO DE RESULTADOS | 1,999 | | 2,000 | |
|---|---|---|---|---|
| | IMPORTE | % | IMPORTE | % |
| VENTAS | 13,000 | 100.00 | 15,000 | 100.00 |
| | | | | |
| Exist. Inicial | 150 | 1.15 | 200 | 1.33 |
| Compras | 2,000 | 15.38 | 3,600 | 24.00 |
| Exist. Final | 200 | 1.54 | 250 | 1.67 |
| C.M.V. | 1,950 | 15.00 | 3,550 | 23.67 |
| Mg Bruto | 11,050 | 85.00 | 11,450 | 76.33 |
| | | | | |
| | | | | |
| Sueldos Fijos | 5,500 | 42.31 | 6,600 | 44.00 |
| Impuestos y tasas | 500 | 3.85 | 500 | 3.33 |
| Alquileres | 360 | 2.77 | 360 | 2.40 |
| Amortizaciones | 640 | 4.92 | 740 | 4.93 |
| Total Gastos Fijos | 7,000 | 53.85 | 8,200 | 54.67 |
| Resultado de Explotación | 4,050 | 31.15 | 3,250 | 21.67 |
| | | | | |
| Gastos Financieros | 1,500 | 11.54 | 1,800 | 12.00 |
| Resultado Antes de Impuestos | 2,550 | 19.62 | 1,450 | 9.67 |
| | | | | |
| Impuestos | 250 | 1.92 | 300 | 2.00 |
| Resultado Neto | 2,300 | 17.69 | 1,150 | 7.67 |

| **BALANCE ORDENADO** | **1999** | | **2000** | |
|---|---|---|---|---|
| **ACTIVO** | | | | |
| | **IMPORTE** | **%** | **IMPORTE** | **%** |
| ***ACTIVO CIRCULANTE*** | ***4,400*** | ***14%*** | ***2,848*** | ***11%*** |
| | | | | |
| **DISPONIBILIDADES** | **2,500** | **8%** | **1,500** | **6%** |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | | |
| **CREDITOS** | **1,700** | **5%** | **1,098** | **4%** |
| Clientes | 1,500 | 5% | 1,020 | 4% |
| Clientes dudoso cobro | 200 | 1% | 78 | 0% |
| | | | | |
| **STOCKS** | **200** | **1%** | **250** | **1%** |
| | | | | |
| ***ACTIVO FIJO*** | ***26,600*** | ***86%*** | ***23,920*** | ***89%*** |
| | | | | |
| **INMATERIAL** | **12,080** | **39%** | **6,000** | **22%** |
| **FUNCIONAL** | **12,080** | **39%** | **6,000** | **22%** |
| Marcas | 12,080 | 39% | 6,000 | 22% |
| | | | | |
| **MATERIAL** | **14,520** | **47%** | **17,920** | **67%** |
| Bienes de Uso | **16,000** | **52%** | **20,880** | **78%** |
| - Amortizac. Acum. Bs de Uso | 1,480 | 5% | 2,960 | 11% |
| | | | | |
| **TOTAL ACTIVO** | **31,000** | **100%** | **26,768** | **100%** |
| | | | | |
| **PASIVO** | | | | |
| | | | | |
| **TOTAL EXIGIBLE** | **19,500** | **63%** | **21,700** | **81%** |
| ***EXIGIBLE CORTO PLAZO*** | ***9,500*** | ***31%*** | ***8,500*** | ***32%*** |
| | | | | |
| ***EXIGIBLE LARGO PLAZO*** | **10,000** | ***32%*** | **13,200** | ***49%*** |
| **PATRIMONIO NETO** | **11,500** | **37%** | **5,068** | **19%** |
| **TOTAL P Y PN** | **31,000** | **100%** | **26,768** | **100%** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | **Variación** | **1,997** | **1,998** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| ***Rentabilidad*** | | | |
| Beneficio Neto | | 2,300.00 | 1,150.00 |
| Capitales Propios | | 11,500.00 | 5,068.00 |
| **BN / Cap. Propios** | **13%** | **20.00%** | **22.69%** |
| ***Rendimiento*** | | | |
| Resultado de Explotación | | 4,050.00 | 3,250.00 |
| Activo Funcional Neto | | 31,000.00 | 26,768.00 |
| **Result. expl/ ACTIVO** | **-7%** | **13.06%** | **12.14%** |
| ***Apalancamiento Financiero*** | | | |
| ***Endeudamiento*** | | | |
| Activo Total | | 31,000.00 | 26,768.00 |
| Cap. Propios | | 11,500.00 | 5,068.00 |
| **AT /CP** | **96%** | **2.70** | **5.28** |
| ***Costo de deuda*** | | | |
| BAT | | 2,550.00 | 1,450.00 |
| B.Explotación | | 4,050.00 | 3,250.00 |
| **BAT / Result. Expl.** | **-29%** | **0.63** | **0.45** |
| | **39%** | **1.70** | **2.36** |
| | | **0.08** | **0.08** |
| ***Apalancamiento Fiscal*** | | | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Resultado Antes de Impuestos | | 2,300.00 | 1,150.00 |
| Beneficio Neto | | 2,550.00 | 1,450.00 |
| **BNT /BAT** | **-12%** | **0.90** | **0.79** |

En el ejemplo que desarrollamos arriba, podemos destacar las siguientes observaciones respecto a la rentabilidad de los accionistas de la empresa en cuestión:

En primer lugar, observamos que la rentabilidad del accionista aumenta en el año 00 respecto al ejercicio 99, de un 20% a un 22,7%, es decir un incremento del 13% en la tasa. Esta es concretamente la medida que será evaluada por el accionista en comparación con una inversión alternativa.

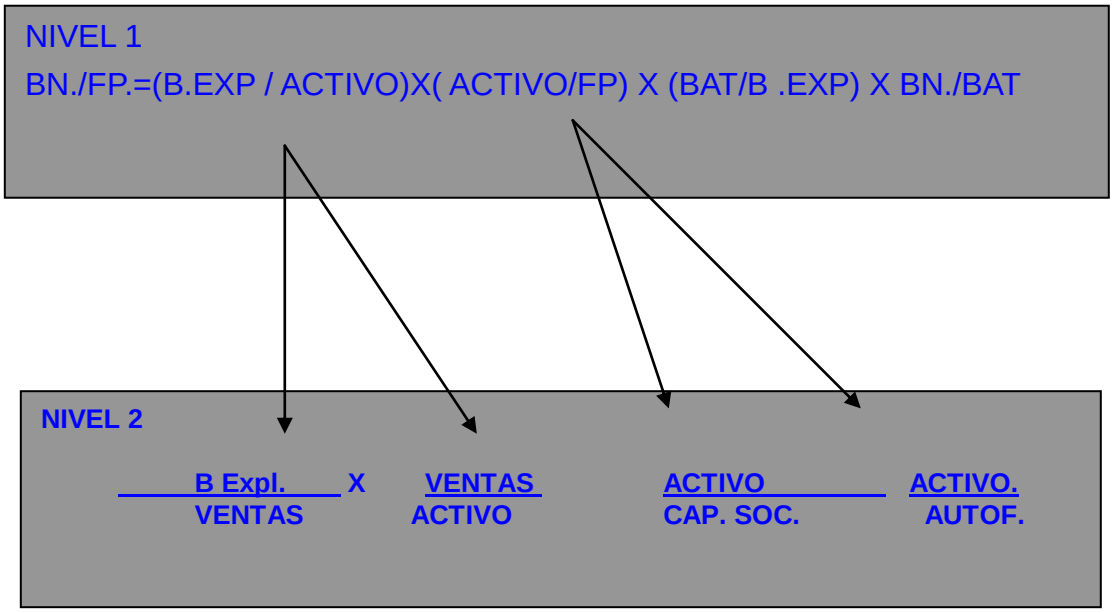
¿Cómo se explica el incremento antes enunciado?
Vemos un comportamiento distinto entre los tres factores que componen la rentabilidad.
El rendimiento sufre una mínima variación negativa, mientras en el 99, cien pesos de activos eran capaces de generar beneficios de explotación por 13,06 en el 00 esa cifra cayo a 12,14. Aunque el rendimiento se comporte de manera estable, será necesario desagregar los componentes del mismo para ver si existen compensaciones entre los mismos.

En el año 99 la empresa aprovechaba una relación positiva entre la tasa que pagaba por sus deudas con terceros, y el rendimiento obtenido de los fondos invertidos en el negocio. Podemos deducir esta situación por el factor mayor que uno que resulta de relacionar el nivel de endeudamiento (2.7) (o 63% de deuda) y el costo de la deuda (0,63). Del producto de ambos factores resultaba un apalancamiento positivo de 1,7.
Observemos que ocurrió en el año 00 en relación a este apalancamiento. Se observa un cambio sustancial en la estructura de deuda. Si bien la empresa

decreció de manera significativa en inversiones, (de 31000 a 26768), por otro lado paso a tener un nivel de endeudamiento de coeficiente 5,28, o lo que el lo mismo, el activo está financiado en un 81% por deuda. La empresa sustituyó fondos propios con deuda de terceros. El otro factor que explica el apalancamiento financiero, paso de 0.63 a 0.45, es decir, observamos, un mayor castigo de los gastos financieros respecto a los beneficios. Simplificando la estimación de tasas, podemos advertir que los gastos financieros representan el 7,7% del total de deuda, en el 99 y el 8.3% en el 00. La tasa en ambos ejercicios es inferior al rendimiento de los activos, de allí que la utilización de mas deuda, en el segundo año potenció la rentabilidad de los accionistas.

Sin embargo, como ya se adelantó en el desarrollo de este concepto, es de esperar que la tasa de interés de la deuda tomada, aumente a medida, que la deuda se incrementa.

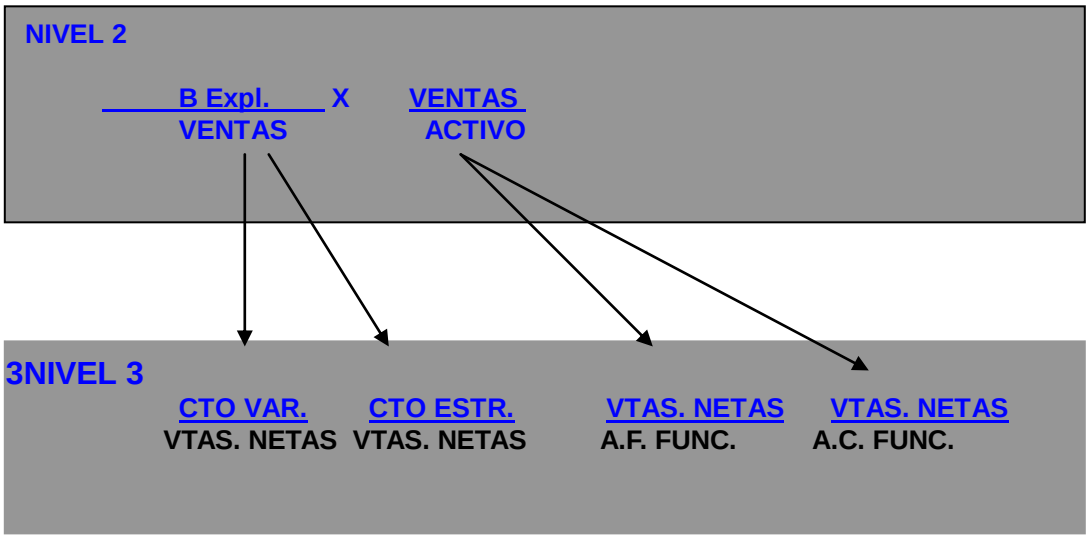
Por último, en el ejemplo presentado, observamos un cambio cambios en el efecto impositivo. En el ejercicio 99 la incidencia del impuesto a las ganancias era un 10% sobre el resultado de la empresa, mientras que en el 00 la incidencia es del 21%.




El nivel 2 del análisis de la rentabilidad de Parés, desagrega el factor de rendimiento en sus dos componentes. Dividiendo y multiplicando el cociente de rendimiento por la cifra de ventas, obtenemos el margen de beneficio y la rotación del activo.

Buscar una mejora en el rendimiento de una empresa según lo que nos muestra la desagregación anterior, significa actuar en cualquiera de las dos direcciones. O mejorar el margen, es decir lograr que las ventas que realiza la empresa aporten un mayor beneficio, estamos refiriéndonos al beneficio de explotación. O lograr mantener menor inversión en activos para un nivel de ventas determinado. Esta relación podemos verla cuando llega la época de liquidación de temporada, por ejemplo en el rubro de indumentaria, cuando las empresas sacrifican margen de contribución, con las rebajas de precios, a cambio de lograr mayor rotación.

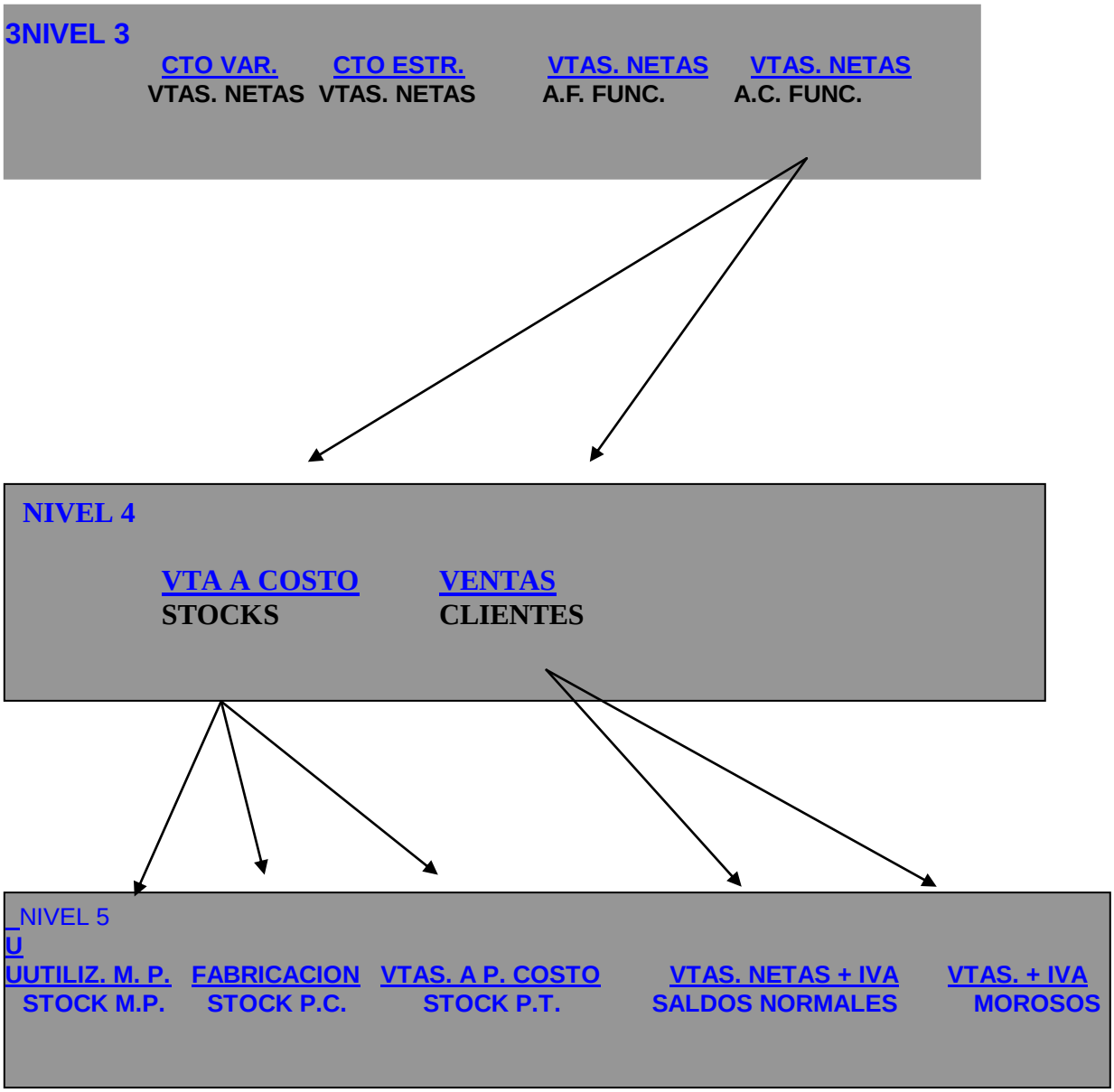
**El nivel de endeudamiento en el**




El nivel 3 supone profundizar en el estudio del margen y la rotación. El margen es estudiado desde la evolución de los costos variables y costos fijos sobre la venta, lo que nos dará una idea clara del tipo de estructura económica que tenemos delante, y como fue en los ejercicios analizados, el comportamiento de la estructura de costos.

La rotación es observada en función de las inversiones en fijos y circulantes, siendo importante destacar cual es la que ejerce mayor influencia sobre la rotación global. Si estamos delante de una empresa con una composición de inversiones 90% fijo y 10% circulante, aunque se produzcan cambios muy bruscos en los días de permanencia del circulante, el efecto sobre el total de la rotación será, muy bajo.

En el mismo sentido de la apertura que estamos exponiendo, podemos desagregar aún mas los conceptos de rotación, hasta el punto de llegar al mayor detalle posible de las mismas.




En el ejemplo que venimos desarrollando, la aplicación del nivel 2 nos arrojaría los siguientes indicadores.

| **NIVEL 2** | | | | **1999** | | **2000** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Resultado Operativo | | | | 4,050 | | 3,250 |
| Ventas | | | | 13,000 | | 15,000 |
| **Margen** | **Result. Op / Ventas** | | **-30%** | **31%** | | **22%** |
| | | | | | | |
| Ventas | | | | 13,000 | | 15,000 |
| Activo Funcional Neto | | | | 31,000 | | 26,768 |
| **Rotación** | **Ventas / AFN** | | **34%** | **0.42** | | **0.56** |

| | | | | **1999** | | **2000** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **NIVEL 3** | | | | | | |
| Costos Variables | | | | 1,950 | | 3,550 |
| Ventas | | | | 13,000 | | 15,000 |
| **Margen Variable** | **Ctos Vbles / Ventas** | | **58%** | **15%** | | **24%** |
| | | | | | | |
| Costos Fijos | | | | 7,000 | | 8,200 |
| Ventas | | | | 13,000 | | 15,000 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Margen Fijo** | **Ctos Fijos / Ventas** | | **2%** | **54%** | | **55%** |
| | | | | | | |
| Ventas | | | | 13,000 | | 15,000 |
| Activo Fijo Funcional | | | | 14,520 | | 17,920 |
| **Rotación Fijo** | **Ventas / AFF** | | **-7%** | **0.90** | | **0.84** |
| | | | | | | |
| Ventas | | | | 13,000 | | 15,000 |
| Activo Circulante Funcional | | | | 4,400 | | 2,848 |
| **Rotación Circulante** | **Ventas / ACF** | | **78%** | **2.95** | | **5.27** |

Podemos apreciar que la causa de la pérdida de margen radica en el comportamiento de la relación costo variable sobre ventas. Esto significa que se está produciendo un incremento en el costo de los productos vendidos no trasladado al precio de venta, o, directamente disminución en el precio de venta.

Por otro lado cabe destacar el comportamiento de los costos fijos, que muestran un porcentaje estable en los dos años. En realidad si bien, no hay por este lado un efecto negativo en relación al margen, cabría haber esperado, que el costo fijo se mantuviera como tal a nivel de valor absoluto, con lo cual se hubiera conseguido, una mayor absorción de los mismos por parte del margen bruto de beneficio

Por otra parte, el incremento en la rotación observada en el nivel anterior, tiene su explicación en el circulante, mientras que la rotación del fijo sufre un retraso.

Observemos que el circulante pasa de 2,95 a 5,27 pesos de venta por cada peso de activo, del 99 al 00. Mientras que cada peso invertido en fijo genera 90 centavos de venta en el 99 y 84 centavos en el 00.

| **NIVEL 4** | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Ventas + IVA | | | | 15,730 | | 18,150 |
| Saldos Clientes | | | | 1,700 | | 1,098 |
| **Rotación Clientes días** | **Ventas+IVA / Clientes** | | **-44%** | **39** | | **22** |
| Costo de Venta | | | | 1,950 | | 3,550 |
| Stocks de Mercadería | | | | 200 | | 250 |
| **Rotación Stocks días** | **CMV / Stocks** | | **-31%** | **37** | | **26** |
| Compras | | | | 2,000 | | 3,600 |
| Saldo Proveedores* | | | | 550 | | 700 |
| **Plazo Medio Pago días** | **CMV / Proveedores** | | **-29%** | **100** | | **71** |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **NIVEL 5** | | | | | | |
| Ventas + IVA | | | | 15,730 | | 18,150 |
| Clientes Normales | | | | 1,500 | | 1,020 |
| **Rotación Clientes Normales + IVA / Clientes Normales** | | **Ventas** | **-41%** | **35** | | **21** |
| | | | | **dias** | | **dias** |
| Ventas + IVA | | | | 15,730 | | 18,150 |
| Clientes Morosos | | | | 200 | | 78 |
| **Rotación Clientes Morosos + IVA / Clientes Morosos** | | **Ventas** | **-66%** | **5** | | **2** |
| | | | | **dias** | | **dias** |

Tanto en el nivel 4 como en el nivel 5, podemos hacer una lectura con mayor profundidad de las observaciones arriba efectuadas. Iremos haciendo distintas aperturas sobre el activo circulante, hasta poder concluir respecto al comportamiento de los elementos que lo componen.

Sobre la base del análisis de la rentabilidad de la estructura económica, hemos incorporado en el modelo dos factores que tienen efecto sobre la rentabilidad del accionista y que consideramos deben ser identificados por separado, para tener una mejor comprensión del comportamiento de la misma.

En primer lugar, vamos distinguir en el apalancamiento financiero, entre la deuda que es generadora de intereses, deuda financiera, de aquella que no lo es, deuda no financiera. La primera es la causante de los intereses o gastos financieros que son reflejados en el estado de resultados contable, entre ella cabe mencionar, deuda bancaria, moratoria impositiva, acreedores de bienes

de uso, entre otras. Entre las deudas no financieras, podemos destacar a los proveedores, cuya financiación no contempla un interés explícito en muchos casos, pero si un interés implícito. Si el proveedor estuviera dispuesto a conceder a la empresa un descuento por pago de contado, ese descuento, sería el interés por la financiación otorgada. Sin embargo los días de plazo que concede la DGI para efectuar el pago del impuesto a las ganancias desde su devengamiento, no tiene recargo alguno, y si la empresa decidiera pagarlo, un mes antes de su vencimiento, no tendría descuento alguno.
Vamos a diferenciar entonces la deuda financiera de la deuda no financiera. Y de esa forma presentaremos un apalancamiento de deuda financiera, integrado por un factor ya conocido que es el costo de la deuda, ahora financiera, y otro factor que es el nivel de endeudamiento financiero.
Por otra parte, para completar el apalancamiento financiero total, presentaremos el efecto de las deudas no financieras. En este caso cabe comentar que la obtención de la información sobre el costo de la deuda no financiera, es mas difícil de obtener, ya que no surge directamente de los estados contables.

En segundo lugar, introduciremos el efecto de las inversiones financieras, en la rentabilidad. Como podemos apreciar en el ejemplo abajo desarrollado, las inversiones financieras tienen un factor positivo que viene determinado por el interés que las inversiones devengan, ese factor será el cociente entre los beneficios antes y después de ingresos financieros. En contrapartida a ese factor, tendremos la inversión o los recursos puestos en juego para la obtención de dichos ingresos. Este factor será medido por medio de un indicador de derivación de recursos. A mayor derivación de recursos hacia inversiones financieras, se esperará mayores ingresos, ambos factores se contraponen para llegar a determinar si estas inversiones tienen un apalancamiento positivo o negativo en la rentabilidad del accionista.

$$\frac{\text{B. neto}}{\text{CP}} = \frac{\text{B. expl.}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{CP}} \times \frac{\text{B a t}}{\text{B. expl.}} \times \frac{\text{B. neto}}{\text{B a t}}$$

| Rentabilidad de los fondos propios | Rendimiento de explotación | Efecto. Financiera | Efecto Impositivo |
|---|---|---|---|

$$\frac{\text{B.neto}}{\text{CP}} = \frac{\text{B.expl.}}{\text{Act. Func.}} \times \frac{\text{Activo}}{\text{(CP + DNF)}} \times \frac{\text{Baift}}{\text{B expl.}} \times \frac{\text{(CP + DNF)}}{\text{CP}} \times \frac{\text{Act. Func.}}{\text{Activo}} \times \frac{\text{Bat}}{\text{Baift}} \times \frac{\text{B.neto}}{\text{Bat}}$$

B. neto/CP= Rentabilidad de los Fondos Propios

R. Explotación/Activos Funcionales = Rendimiento de los Activos

Activo/(CP+DNF) = Endeudamiento Deuda Financiera

Baift/B.explot. = B. antes de ingresos financieros e impuestos / B.explotación

(CP+DNF)/CP = Endeudamiento Deuda no financiera

Act. Func./Activo = Grado de derivación de inversiones

Bat/Baift = Beneficio antes de impuestos sobre beneficio antes de ingresos financieros e impuestos. Mide el efecto de los ingresos financieros.

B.neto/Bat = Efecto del impuesto a las ganancias.

Presentamos a continuación el mismo caso desarrollado en páginas anteriores, pero con mayor detalle en la información. Destaquemos:

1.- Costo de la mercadería vendida: Los $ 1.950 reflejados en el estado de resultado anterior, se componen de $ 1.650 de CMV y $ 300 de sobreprecio por financiación en el año 97. En el ejercicio 98, el costo total de $ 3.550, se compone de $ 2.850 de CMV, y $680 de sobreprecio.

2.- Gastos financieros: En el estado de resultados anterior se exponía el resultado neto entre gastos e ingresos. La composición es como sigue:

| | 1997 | 1998 |
|---|---|---|
| NETO S/ EERR | 1500 | 1800 |
| GASTOS FINANCIEROS | 2000 | 2500 |
| INGRESOS FINANC. | 500 | 700 |

| | 1,999 | | 2,000 | |
|---|---|---|---|---|
| | IMPORTE | % | IMPORTE | % |
| **VENTAS** | **13,000** | **100.00** | **15,000** | **100.00** |
| | | | | |
| Exist. Inicial | 150 | 1.15 | 200 | 1.33 |
| Compras | 1,700 | 13.08 | 2,920 | 19.47 |
| Exist. Final | 200 | 1.54 | 250 | 1.67 |
| C.M.V. | 1,650 | 12.69 | 2,870 | 19.13 |
| **Mg Bruto** | **11,350** | **87.31** | **12,130** | **80.87** |
| | | | | |
| | | | | |
| Sueldos Fijos | 5,500 | 42.31 | 6,600 | 44.00 |
| Impuestos y tasas | 500 | 3.85 | 500 | 3.33 |
| Alquileres | 360 | 2.77 | 360 | 2.40 |
| Amortizaciones | 640 | 4.92 | 740 | 4.93 |
| **Total Gastos Fijos** | **7,000** | **53.85** | **8,200** | **54.67** |
| **Resultado de Explotación** | **4,350** | **33.46** | **3,930** | **26.20** |
| | | | | |
| **Sobreprecio compra cta cte** | **300** | **2.31** | **680** | **4.53** |
| **Resultado de Explotación S/S** | **4,050** | **31.15** | **3,250** | **21.67** |
| | | | | |
| **Gastos Financieros** | **2,000** | **15.38** | **2,500** | **16.67** |
| **Resultado Antes de IF y de Impuestos** | 2,050 | **15.77** | 750 | **5.00** |
| | | | | |
| Ingresos Financieros | 500 | 3.85 | 700 | 4.67 |
| **Resultado Antes de Impuestos** | **2,550** | **19.62** | **1,450** | **9.67** |
| | | | | |
| Impuestos | 250 | **1.92** | 300 | **2.00** |
| **Resultado Neto** | **2,300** | **17.69** | **1,150** | **7.67** |

3.- Exigible de Corto Plazo: Se informa sobre la apertura entre financiero y no financiero. En el ejercicio 97 de los $9.500 de deuda de corto plazo, $5.500 eran financieros y $4.000 no financieros. En el ejercicio 98, $3.500 eran financieros y $5.000 no financieros.

4.- Activo Fijo: Se introduce una inversión financiera extrafuncional, en reemplazo de el activo inmaterial Marcas.

| **ACTIVO** | | **1999** | | **2000** | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | **IMPORTE** | **%** | **IMPORTE** | **%** |
| ***ACTIVO CIRCULANTE*** | | ***4,400*** | ***14%*** | ***2,848*** | ***11%*** |
| | | | | | |
| **DISPONIBILIDADES** | | **2,500** | **8%** | **1,500** | **6%** |
| | | | | | |
| **CREDITOS** | | **1,700** | **5%** | **1,098** | **4%** |
| Clientes | | 1,500 | 5% | 1,020 | 4% |
| Clientes dudoso cobro | | 200 | 1% | 78 | 0% |
| | | | | | |
| **STOCKS** | | **200** | **1%** | **250** | **1%** |
| | | | | | |
| ***ACTIVO FIJO*** | | ***26,600*** | ***86%*** | ***23,920*** | ***89%*** |
| | | | | | |
| **INMOVILIZACIONES FINANCIERAS** | | **12,080** | **39%** | **6,000** | **22%** |
| **Extrafuncional** | | **12,080** | **39%** | **6,000** | **22%** |
| Inversiones | | 12,080 | 39% | 6,000 | 22% |
| | | | | | |
| **MATERIAL** | | **14,520** | **47%** | **17,920** | **67%** |
| Bienes de Uso | | **16,000** | **52%** | **20,880** | **78%** |
| - Amortizac. Acum. Bs de Uso | | 1,480 | 5% | 2,960 | 11% |
| | | | | | |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **TOTAL ACTIVO** | | **31,000** | **100%** | **26,768** | **100%** |
| | | | | | |
| **PASIVO** | | | | | |
| | | | | | |
| **TOTAL EXIGIBLE** | | **19,500** | **63%** | **21,700** | **81%** |
| ***EXIGIBLE CORTO PLAZO*** | | ***9,500*** | ***31%*** | ***8,500*** | ***32%*** |
| | | | | | |
| **FINANCIERO** | | **5,500** | **18%** | **3,500** | **13%** |
| **NO FINANCIERO** | | **4,000** | **13%** | **5,000** | **19%** |
| | | | | | |
| ***EXIGIBLE LARGO PLAZO*** | | **10,000** | ***32%*** | **13,200** | ***49%*** |
| **PATRIMONIO NETO** | | **11,500** | **37%** | **5,068** | **19%** |
| **TOTAL PASIVO Y PN** | | **31,000** | **100%** | **26,768** | **100%** |

| | | **Variación** | **1999** | **2000** |
|---|---|---|---|---|
| ***Rentabilidad*** | | | | |
| Beneficio Neto | | | 2,300.00 | 1,150.00 |
| Capitales Propios | | | 11,500.00 | 5,068.00 |
| **BN / Cap. Propios** | | **13%** | **20.00%** | **22.69%** |
| ***Rendimiento*** | | | | |
| Resultado de Explotación | | | 4,350.00 | 3,930.00 |
| Activo Funcional Neto | | | 18,920.00 | 20,768.00 |
| **Result. expl/ AFN** | | **-18%** | **22.99%** | **18.92%** |
| ***Apalancamiento Deuda Financiera*** | | | | |
| ***Endeudamiento*** | | | | |
| Activo Total | | | 31,000.00 | 26,768.00 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Cap. Propios + Deudas No Financieras | | 15,500.00 | 10,068.00 |
| **AT / (CP + DNF)** | **33%** | **2.00** | **2.66** |
| ***Costo de deuda*** | | | |
| Resultado Antes de IF y de Impuestos | | 2,050.00 | 750.00 |
| Resultado de Explotación S/S | | 4,050.00 | 3,250.00 |
| **Result Neto Fin / Result. Op.** | **-54%** | **0.51** | **0.23** |
| | **-39%** | **1.01** | **0.61** |
| | | | |
| ***Apalancamiento Deudas No Financieras*** | | | |
| Cap. Propios + Deudas No Financieras | | 15,500.00 | 10,068.00 |
| Capitales Propios | | 11,500.00 | 5,068.00 |
| **(CP + DNF) / CP** | **47%** | **1.35** | **1.99** |
| ***Costo de deuda no financiera*** | | | |
| Resultado de Explotación S/S | | 4,050.00 | 3,250.00 |
| Resultado de Explotación | | 4,350.00 | 3,930.00 |
| **Result Neto Fin / Result. Op.** | **-11%** | **0.93** | **0.83** |
| | **31%** | **1.25** | **1.64** |
| ***Apalancamiento Ingresos Financieros*** | | | |
| Activo Funcional | | 18,920.00 | 20,768.00 |
| Activo Total | | 31,000.00 | 26,768.00 |
| **(CP + DNF) / CP** | **27%** | **0.61** | **0.78** |
| ***Ingreso Financiero*** | | | |
| Resultado Antes de Impuestos | | 2,550.00 | 1,450.00 |
| Resultado Antes de IF y de Impuestos | | 2,050.00 | 750.00 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| **Result Neto Fin / Result. Op.** | **55%** | **1.24** | **1.93** |
| | **98%** | **0.76** | **1.50** |
| | | | |
| | | | |
| ***Apalancamiento Fiscal*** | | | |
| Resultado Antes de Impuestos | | 2,300.00 | 1,150.00 |
| Beneficio Neto | | 2,550.00 | 1,450.00 |
| **BNT / Result. Antes Imp.** | **-12%** | **0.90** | **0.79** |

Con los cambios introducidos en el balance y estado de resultados, podemos observar que la evolución de la rentabilidad entre el ejercicio 99 y 00, es la misma que la determinada en el ejemplo anterior, experimenta un incremento del 13%, pasando de 20% al 22,7%. Sin embargo, respecto al análisis del ejemplo antes desarrollado, debemos resaltar que la explicación de la rentabilidad y su evolución, es distinta.

¿Cómo se explica en este caso el incremento de la rentabilidad?

En primer lugar, en este ejemplo los factores que explican la rentabilidad son el rendimiento, el efecto de la deuda financiera, de la deuda no financiera, el efecto de los ingresos extrafuncionales (financieros), y el efecto impositivo.

El rendimiento sufre una variación negativa, mientras en el 99, cien pesos de activos eran capaces de generar beneficios de explotación por 22,99 en el 00 esa cifra cayo a 18,92. Esta disminución del 18% deberá ser explicada por medio de los niveles que desarrollan el comportamiento del margen y la rotación.

En relación al apalancamiento financiero, cabe intentar una explicación segregando el efecto de las deudas financieras del de las no financieras.

En el caso de las primeras observamos una evolución negativa. En el 99 la relación entre nivel de endeudamiento y costo de la deuda respecto al rendimiento, arrojaba un coeficiente neutro. Una deuda de coeficiente 2, contra un costo de deuda de coeficiente 0.51, no provocaba efectos, ni positivos ni negativos, sobre, a la rentabilidad de los accionistas. Sin embargo, en el 00, podemos apreciar, que la empresa hace uso de mayor endeudamiento financiero, alcanzando un coeficiente 2,66, pero en contrapartida, se agrava sustancialmente el efecto de los gastos financieros en el resultado, haciendo que el coeficiente 0.51 del 99 sea 0,23 en el 00. el efecto conjunto de estos dos factores en el 2000, 0,61, al ser menor que uno provoca un castigo en la rentabilidad de los accionistas.

El efecto de las deudas no financieras experimenta una evolución positiva en los años estudiados. En el 99 el nivel de deuda no financiera tenía un factor 1,35 que crece a 1,99 en el 2000. Mientras que los costos asociados a este endeudamiento, pasan de un coeficiente 0,93 a 0,83. Podemos observa que el factor positivo, crecimiento de la deuda, es superior al factor negativo, mayor incidencia del costo de la deuda. Y por ese motivo la evolución del factor pasa del 1,25 al 1,64.

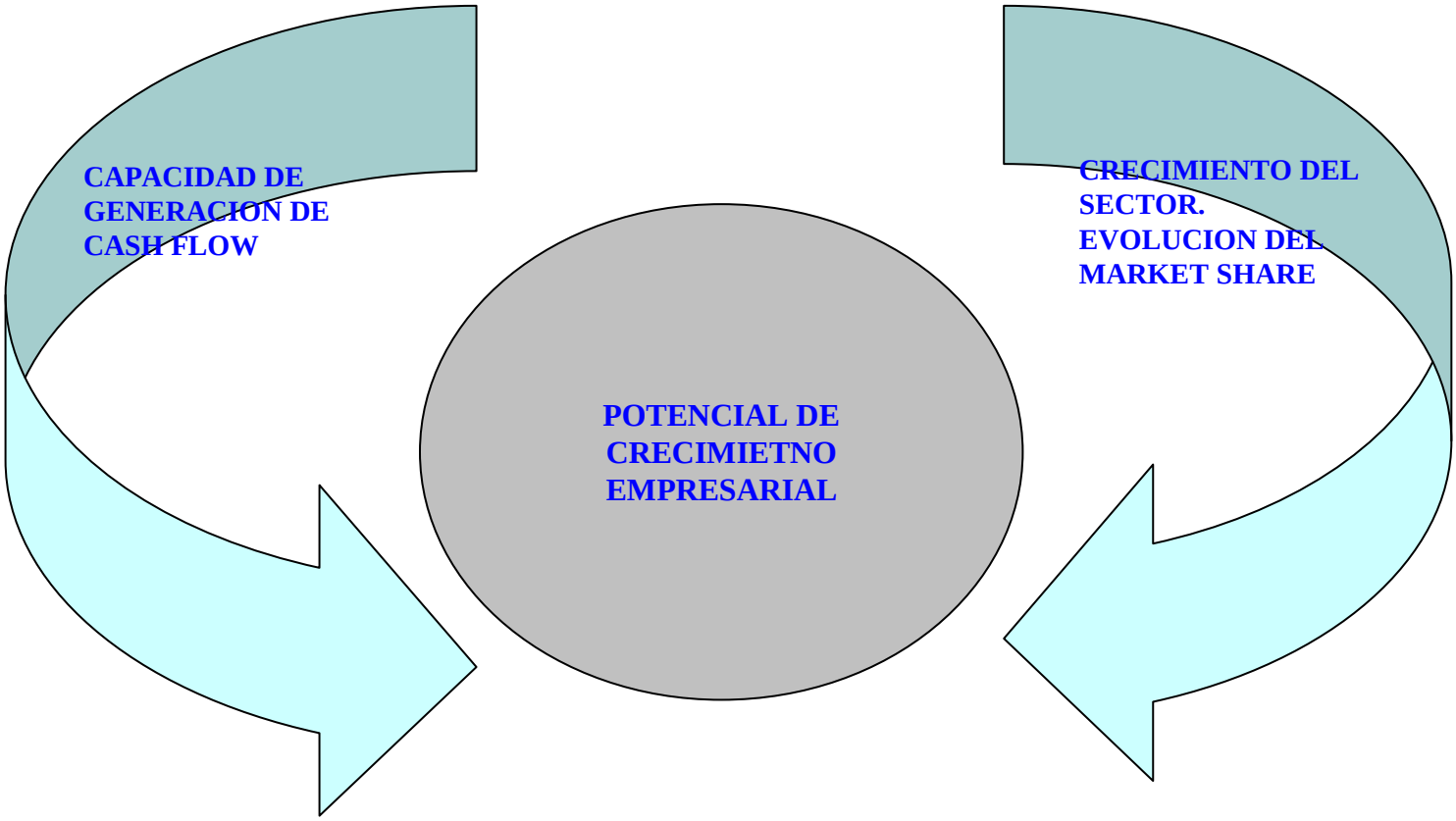
El apalancamiento financiero total está compuesto por un factor negativo originado en la deuda financiera, (0,51 a 0,23) y un factor positivo, originado en la deuda no financiera (1,25 a 1,64).
El efecto de los ingresos extrafuncionales, arroja una evolución positiva. La relación entre el nivel de derivación de recursos (0.61 en el 99 a 0.78 en el 2000), y el ingreso proveniente de esa derivación (1.24 en el 99 a 1.93 en el 2000), mejoran la rentabilidad del accionista. El coeficiente en el año 99 era negativo, 0.76, y se transforma en positivo, 1.50, en el 2000.

Finalmente, el efecto impositivo, sufre un castigo del 12%. Mientras que en el 99 la empresa afrontaba una tasa de impuestos sobre beneficios del 10%, en el 2000 la misma creció al 21%.

Para resumir esta lectura conjunta del origen de la rentabilidad de los accionistas, podemos resaltar, que mientras en los años comparados el rendimiento de explotación, el apalancamiento de la deuda financiera, y el apalancamiento impositivo, sufren una evolución desfavorable, la misma se va mas que compensada con el apalancamiento de la deuda no financiera y el apalancamiento de los ingresos financieros.

A partir de esta lectura, cabría hacer una evaluación crítica de la evolución relatada. Sin bien la evolución conjunta fue positiva, el corazón del negocio, analizado por medio del rendimiento de explotación nos muestra una tendencia preocupante. La rentabilidad del accionista no se puede sostener en el medio plazo en factores extrafuncionales, No parece coherente sufrir un apalancamiento de deudas financieras negativo mientras se obtiene un apalancamiento positivo de ingresos financieros.
Estas observaciones constituyen solo una pauta para iniciar un proceso mas profundo de diagnóstico con la herramienta usada.

## POTENCIAL DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA.



La rentabilidad del accionista, como la relación entre el beneficio final que obtiene de una empresa, en relación a la inversión que tiene inmovilizada para su obtención, lo llevará a mantenerse en el negocio en cuestión o emigrar hacia inversiones en negocios alternativos con rentabilidad mas atractivas. Aunque no debemos perder de vista que los negocios son procesos dinámicos que cambian permanentemente. Y en este sentido ocurre que la medida de la rentabilidad en forma aislada, resulta absolutamente incompleta. Es necesario conocer el potencial de crecimiento de la empresa que estamos evaluando, y crecimiento quiere decir incremento de la cifra de ventas. Este potencial de crecimiento es lo que delineará el comportamiento de la rentabilidad futura. En este punto es donde se hace imprescindible conocer y entender la estructura financiera de una empresa, y el equilibrio de la misma. Cualquier empresa en crecimiento, requerirá como consecuencia del mismo de mayor inversión, ya sea en instalaciones, maquinarias, depósitos, etc. o en stock de productos terminados, de cuentas a cobrar a clientes, etc. La pregunta que se deriva a continuación es cuales serán las fuentes de financiación para afrontar el crecimiento. Y si la estructura financiera actual permite ese crecimiento.

El crecimiento empresarial es una forma de mantener e incrementar la rentabilidad de los accionistas. Puede generar, economías de escala, posibilidad de absorción de mayores costo de estructura y mejoras en el poder de negociación de la empresa.

En cualquier caso en que una empresa se desenvuelva en un sector económico competitivo, tendrá restricciones para incrementar su participación de mercado. Sus competidores, probablemente tengan la misma intención de ocupar una mayor cuota del mercado en cuestión. Este hecho constituye en sí mismo un motivo para desarrollar y formular una estrategia empresarial, que logre implementar los objetivos de crecimiento trazados.

Nuestro punto de vista respecto al crecimiento, está acotado a una perspectiva financiera. Y podríamos formularlo bajo la premisa de no tener restricciones desde el sector competitivo en el corto plazo. O dicho de otra manera, si el mercado y la competencia aceptaran una mayor participación de nuestros productos, podríamos con la estructura financiera que presenta la empresa, hacer frente a ese crecimiento?.

Vale la pena incluir en este el punto el concepto de crecimiento sostenible, para dirigirnos hacia el terreno financiero. Estamos haciendo referencia a alcanzar un nivel de ventas que se va a mantener en el tiempo, y no al caso de un nivel de venta puntual que se produce por única vez como excepción.
Recordando los conceptos desarrollados en el análisis de la Necesidad de Capital de Trabajo, diremos que existe en cualquier empresa una estrecha relación entre la inversión en activos circulantes y la cifra de ventas. Para ejemplificar esta cuestión, supongamos que una empresa otorga financiación a sus clientes, por un plazo de 45 días. Supongamos también que esa empresa vende $120.000 en el año. Esta empresa tendrá en promedio, cuentas a cobrar a clientes, por $15.000. Esta inversión que la empresa mantiene inmovilizada en sus activos, tiene una contrapartida de recurso que la está financiando. Esos $ 15.000 son una inversión de tipo permanente en la empresa, en la medida en que la cifra de venta se mantenga estable, por lo tanto requerirá de recursos de tipo permanentes. Y en esta categoría incluíamos a los recursos provenientes del fondo de maniobra, o a recursos de corto plazo pero cíclicos. Hacíamos especial énfasis que los recursos expresos resultan incompatibles con estas necesidades financieras, por su carácter de transitorios. Solo podrían ser utilizados en la financiación de necesidades puntuales. Llevemos ahora este ejemplo a un proceso de empresa en crecimiento. Si las ventas crecieran en un 50%, y el plazo de cobro a los clientes se mantuviera, tendríamos la situación siguiente. Ventas por $ 180.000, y cuentas a cobrar por el equivalente a 45 días de venta, esto es $ 22.500. Necesariamente la dirección de la empresa debería plantearse, que recursos serán utilizados para financiar, los $ 7.500 de inversión adicional en

cuentas a cobrar. No estamos en este ejemplo poniendo en cuestión la posibilidad de crecer un 50%, desde la perspectiva del mercado y la competencia, estamos buscando un límite a la posibilidad de crecimiento, desde una perspectiva financiera. Ese límite vendrá dado por la capacidad de la empresa de obtener recursos permanentes, equivalentes a las necesidades generadas.

Asimismo, debemos resaltar que un incremento de ventas también provocará bajo el mismo esquema anterior, mayores inversiones en otros elementos del activo circulante.

Por otra parte podrá producirse mayor necesidad de inversión en Activo Fijo, en maquinarias e instalaciones, para hacer frente al incremento en la producción, en depósitos, para el almacenamiento de mayor cantidad de materias primas, productos terminados, etc. Esto cuando en el anterior nivel de producción la empresa esté en un punto de saturación. Si por el contrario tiene capacidad ociosa, tanto de maquinaria como de depósitos, la inversión en este próximo nivel de ventas no será necesaria en Activo Fijo. De cualquier manera, en algún punto de la producción bajo esta premisa de crecimiento, será necesaria una inversión en este tipo de bienes.

En ambos casos, tanto en el de Activos Fijos como en el de la Necesidad de Capital de Trabajo, la empresa se enfrenta a una situación en la que el crecimiento trae aparejado, mayor inversión, y la mayor inversión, sin lugar a dudas trae aparejado, necesidad de recursos financieros.

El crecimiento para poder ser sostenible en el tiempo deberá mantener la regla del equilibrio patrimonial. Si no existe coherencia entre las inversiones adicionales, generadas por el crecimiento, y los recursos utilizados para su financiación, el crecimiento puede derivar en una situación de crisis financiera, en donde aunque la demanda esté asegurada desde el punto de vista comercial, resulte imposible llegar al final de este proceso por cuestiones de liquidez.

Es posible llevar este análisis a una formulación matemática, donde se buscará obtener el crecimiento potencial. El modelo de Zimmer, utiliza para llegar a ese resultado, la siguiente igualdad

$$b \times V (1+gp)+A + Fp > I+D+( Ec- Er)+ f V (1+gp) - f V$$

**D: dividendos**
**A: Amortización del ejercicio**
**Ec: deuda vencida en el ejercicio**
**Er: renovación de deuda**
**fV(1+gp)-Fv: necesidad adicional en concepto de capital de trabajo**
**b: tanto por uno de beneficio neto sobre ventas**
**f: tanto por uno de necesidad de capital de trabajo sobre ventas**
**V: Ventas del ejercicio anterior.**
**Fp: Fondos Propios.**
**I: Inversiones.**
**AGRUPANDO Y DESPEJANDO gp, OBTENEMOS:**

$$I + D + (Ec - Er) + fV + fV\,gp - fV = bV + bV\,gp + A + FP$$

$$gp\,(fV - bV) = bV + A + FP - I - D - (Ec - Er)$$

$$gp = [bV + A + FP - I - D - (Ec - Er)] / V (f - b)$$

El modelo contempla que la gp o tasa de crecimiento potencial es el resultado de igualar las inversiones a realizar en el periodo estudiado, con los recursos con que se cuenta para el mismo.

Esta fórmula contempla un punto de partida en equilibrio financiero, y la igualdad hace referencia a los movimientos que van a ocurrir en el ejercicio en cuestión.

El beneficio que se obtendrá en ese ejercicio, mas los gastos no erogables, mas los aportes de los accionistas, deberán ser suficientes para financiar las inversiones adicionales en activo fijos y en capital de trabajo. El término exigible que se cancela menos exigible que se renueva, puede ser un consumidor o un generador de fondos, según se cancele mas o menos de lo que se renueve. Este término hace referencia al largo plazo. Es decir a los exigibles que forman parte de los capitales permanentes. En ningún caso la fórmula debe incluir los recursos expresos, ya que los mismos no podrán sostener un crecimiento sostenible. Todos los componentes del modelo están vinculados a la estabilidad de la estructura financiera.

El beneficio, la amortización, y el aporte de los accionistas, forman parte de los fondos propios que componen los capitales permanentes. Cualquiera de ellos aporta recursos de fondo de maniobra. Dentro de la variable f, expresada como necesidad de capital de trabajo sobre ventas, se contemplan los recursos cíclicos, también de tipo permanentes.

El modelo contempla el crecimiento bajo la premisa de financiar el aumento de necesidad de capital de trabajo, **fV(1+gp)-Fv,** con fondo de maniobra.

Así como las variables de inversión y recursos hacen referencia a su comportamiento en el año sobre el que estamos estimando el potencial de crecimiento, es necesario determinar los valores probables de tasa de beneficio, b, y tasas de necesidad de capital de trabajo, f, para dicho periodo.

Si históricamente la empresa mantuvo una tasa b del 9%, una posibilidad es utilizar dicho valor, aunque puede ocurrir que sea necesario ajustar esa tasa, en función de determinados hechos que vayan a suceder en el ejercicio que estamos trabajando. Lo mismo cabría decir para la utilización de la f. Si los

gerentes estiman que se podrán obtener mas días de financiación de los proveedores, ese dato debe ser utilizado para el cálculo de la f.

En el caso de un empresa pequeña o mediana, podemos adaptar la ecuación de crecimiento a un modelo simplificado, donde usaríamos las siguientes premisas.

**D = CERO. NO SE PAGAN DIVIDENDOS O NO SE RETIRAN BENEFICIOS.**
**A = I LA CUOTA DE AMORTIZACION PERMITE CUBRIR LAS NECESIDADES DE INVERSION EN MATERIA DE REPOSICION O MANTENIMIENTO.**
**Ec = Er. LA DEUDA QUE VENCE SE RENUEVA.**
**FP = CERO. LOS SOCIOS NO APORTAN NUEVO CAPITAL.**

**Bajo estos supuestos el crecimiento potencial sería:**

$$gp = 1 / (f/b - 1).$$

Determinemos el crecimiento potencial de una empresa cuyos datos son los siguientes:

**<u>Balance año n</u>**

VENTAS: 400

| | |
|---|---|
| NCT<br>100<br><br>ACTIVO FIJO NETO<br>400 | C.PERM.<br>500 |

Beneficio neto: 40

b =40/400=10%

f =100/400=25%

gp = 1 / ((0,25/0,10) - 1) = 67%

Si lleváramos la venta al límite máximo de crecimiento calculado, al final del ejercicio siguiente, nos encontraríamos con un balance como el que sigue,

**Balance año n+1**

si gr=67%

VENTAS: 400x1,67=667

B. neto: 10 %X 667=67

NCT =25%x667=167

| | |
|---|---|
| NCT<br>167 | C.PERM.<br>500<br>BENF.EJ.<br>67 |
| ACTIVO FIJO NETO<br>400 | |

Cuando el crecimiento alcanza su potencial, el total de las inversiones adicionales de NCT, son cubiertas en su totalidad por el beneficio del ejercicio generado. En el caso de arriba, ante un crecimiento del 67%, calculado como límite máximo, el total de NCT adicional $67 está financiada por el beneficio del ejercicio $67. El límite de crecimiento se produce en el nivel donde el total de recursos alcanza exactamente para financiar las necesidades adicionales de inversión.
En este caso la empresa habrá aprovechado al máximo su posibilidad de crecimiento,

Que pasaría si la empresa creciera en realidad a una tasa superior a la tasa potencial.

Si gr=100%

**Balance año n+1**

VENTAS: 400x2=800

B. neto: 10 %X 800=80

NCT =25%x800=200

| | |
|---|---|
| NCT<br>200 | C.PERM.<br>500<br>BENF.EJ.<br>80 |
| ACTIVO FIJO NETO<br>400 | |

En este caso al ser la tasa de crecimiento real gr mayor que la tasa de crecimiento potencial gp, podemos verificar que el total de recursos generados ($80) no son suficientes para financiar la necesidad de capital de trabajo adicional ($100), con lo cual la empresa se encontrará en desequilibrio, y probablemente tendrá que hacer uso de recursos de tipo expreso que debilitarán la estructura financiera.
En este caso cabe hacer el planteo respecto a la conveniencia de incurrir en un crecimiento superior al posible, poniendo en riesgo la continuidad de la empresa, bajo una forma de crecimiento no sostenible.

Por otra parte se puede presentar el caso en que la empresa tenga un crecimiento real inferior al potencial.

Si gr=50%

**Balance año n+1**

VENTAS: 400x1.5=600

B. neto: 10 %X 600=60

NCT =25%x600=150

| | |
|---|---|
| NCT<br>150 | C.PERM.<br>500<br>BENF.EJ.<br>60 |
| ACTIVO FIJO NETO<br>400 | |

En este caso podemos observar que la empresa tiene exceso de recursos ($60) respecto a las necesidades adicionales de capital de trabajo ($50). Por lo tanto no habrá aprovechado al máximo su potencial, resignando participación de mercado.
Tendrá por su parte finalizado el periodo, excedentes de caja.

Vamos ahora a introducir en el análisis la tasa de crecimiento del mercado, gm, que mide el ritmo con el que se expande la venta agregada de todos los competidores en un sector concreto de actividad económica.

Si la empresa que estamos analizando crece con una tasa gr, superior a la tasa a la que crece el mercado, gm, estará ganando participación o cuota de dicho mercado. Por el contrario, si gm es mayor que gr, estará perdiendo participación.

A partir de la relación que se produzca entre las tres tasas que acabamos de describir, podemos destacar ciertas características respecto al potencial de la empresa que estemos analizando.
Si estamos en presencia de una empresa con gr > gm > gp, podríamos decir que la empresa está ganando cuota de mercado, y ese es un dato positivo, sin embargo, está creciendo por encima de sus posibilidades, con lo cual está poniendo el peligro, por la debilidad de la estructura financiera resultante, no solo el mercado conquistado, sino la posición anterior al crecimiento.
Evidentemente esta es una empresa con gran potencial económico, que debe trabajar sobre los elementos que determinan la gp. Esta empresa posee las características financieras que la constituyen en candidata a ser adquirida o absorbida.

Otro caso que merece ser destacado es el de una empresa que tenga una gp > gr > gm . Al igual que el caso anterior esta empresa, está ganando cuota de mercado, puesto que crece a un ritmo superior al mismo. Sin embargo, a

diferencia del caso anterior, su situación financiera se va consolidando en la medida en que su crecimiento es inferior al potencial, y esto nos indica que es capaz de generar un excedente de liquidez.
Si bien estamos presentando dos casos extremos, y en el medio de ambos se pueden producir distintas combinaciones, gran parte del fenómeno de concentración empresarial, se fundamenta en las estructuras financieras arriba analizadas.

## CRECIMIENTO Y CONCENTRACIÓN ECONOMICA

Las fusiones y adquisiciones de empresas constituyen una herramienta de crecimiento empresarial. La fusión se puede producir por integración de los patrimonios de dos o mas sociedades jurídicamente independiente, que se disuelven, para formar una nueva sociedad. O por la absorción por parte de una sociedad ya existente mediante la adquisición del patrimonio de la o las sociedades absorbidas que se disolverán. La sociedad absorbente ampliará en su caso el capital social en el importe que proceda para efectuar la adquisición de los patrimonios de las sociedades absorbidas.
La adquisición, por su parte, supone la compra por parte de una empresa del activo total de otra, o incluso parte o la totalidad del pasivo, si esta última no se disuelve. La compradora podrá abonar la operación ampliando el capital social, endeudándose, o mediante una combinación de estas alternativas.

Como analizábamos en el apartado anterior, las posibilidades de obtención de recursos condiciona la capacidad de crecimiento. Aunque es frecuente escuchar expresiones tales como ¨ si el crecimiento está bien justificado, la financiación viene sola ¨, el proceso de concentración económica nos demuestra que la estructura financiera es el factor determinante del crecimiento, y pocas veces el mismo está condicionado por la estructura económica.

En el modelo de Zimmer, arriba desarrollado, podíamos advertir que el potencial de crecimiento, gp, depende de la evolución de las variables relacionadas con el Fondo de Maniobra, el Beneficio y la Necesidad de Capital de Trabajo. En una empresa con la relación gp > gr > gm, es muy probable que el beneficio generado, esté en el orden del beneficio del mercado. Pero que para afrontar un nivel de crecimiento tenga que incurrir en inversiones, y no pueda acceder a la financiación de largo plazo, por el riesgo financiero que el mismo le genera al prestamista.
Si esta empresa es adquirida por otra empresa del sector (adquisición horizontal), con una estructura financiera que responda al modelo gr > gm > gp, no solo, va a superar la limitación impuesta por su propia gp, desde el aspecto financiero, sino que además, la va a potenciarla, por el efecto sinérgico recaído sobre los resultados de explotación de las empresas consolidadas.
Economías de escala en la explotación, mediante la creación de servicios comunes a las dos empresas, tales como el departamento de sistemas, atención al cliente, compras, administración, etc. Factores que se derivan del poder de negociación conseguido, como los descuentos de proveedores por cantidades adquiridas, condiciones de venta a clientes, en la fijación de plazos y precios. Aspectos tecnológicos, que suponen la absorción de las ventajas adquiridas por una de las empresas en el campo del desarrollo tecnológico, o en la calificación del personal con que cuenta una de ellas. Son solo alguno de los factores que determinan esos beneficios.

La concentración empresarial será mayor cuando menor sea el número de grandes empresas (en caso de adquisiciones operativas), o fondos de inversión (en caso de adquisiciones especulativas) con acceso a fuentes de financiamiento, y a su vez mayor sea su tamaño.

La concentración empresarial, está marcando una limitación en la posibilidad de obtención de recursos financieros en determinados niveles de empresas, sobre todo aquellas de tamaño medio, con buenos indicadores económicos, e

implica una reducción gradual del número de empresas autónomas que operan en el mercado, y el correlativo aumento del tamaño de las empresas que permanecen en el mismo, teniendo como consecuencia el incremento del grado de monopolio del sistema por el lado de la oferta.

## PLANIFICACIÓN FINANCIERA

El análisis del potencial de crecimiento de una empresa nos da lugar para introducirnos en el tema de planificación. Vamos a referirnos a la proyección del futuro de la empresa desde una perspectiva financiera, cuestión mas que relevante, ya que el beneficio y el cash flow futuros , son los determinantes de su valor y su capacidad crediticia.

La planificación financiera forma parte del proceso general de planificación empresarial. Aunque es imposible conocer con certeza el futuro, se trata de un proceso de proyección en el presente, sustentado en información sobre el pasado.

La planificación general en una empresa consiste en fijar objetivos, seleccionar las estrategias, definir el plan de acción, y finalmente, elaborar los presupuestos que cuantifican el plan previamente definido. Antes de la fijación de objetivos, el proceso de planificación debe incluir una etapa de análisis, para evaluar las fortalezas y debilidades de la empresa, y las amenazas y oportunidades que provienen del entorno. Desde nuestra perspectiva, un conocimiento profundo de la estructura financiera de la empresa ahorrará errores en la fijación de objetivos, mientras que un conocimiento minucioso del sistema financiero, y del entorno macroeconómico, ajustará la proyección a la realidad de la empresa.

La fijación de la cifra de ventas constituye el punto de partida del proceso de proyección financiera, que terminará en la elaboración de los estados financieros proyectados de Resultados, Balance y Cash Flow.

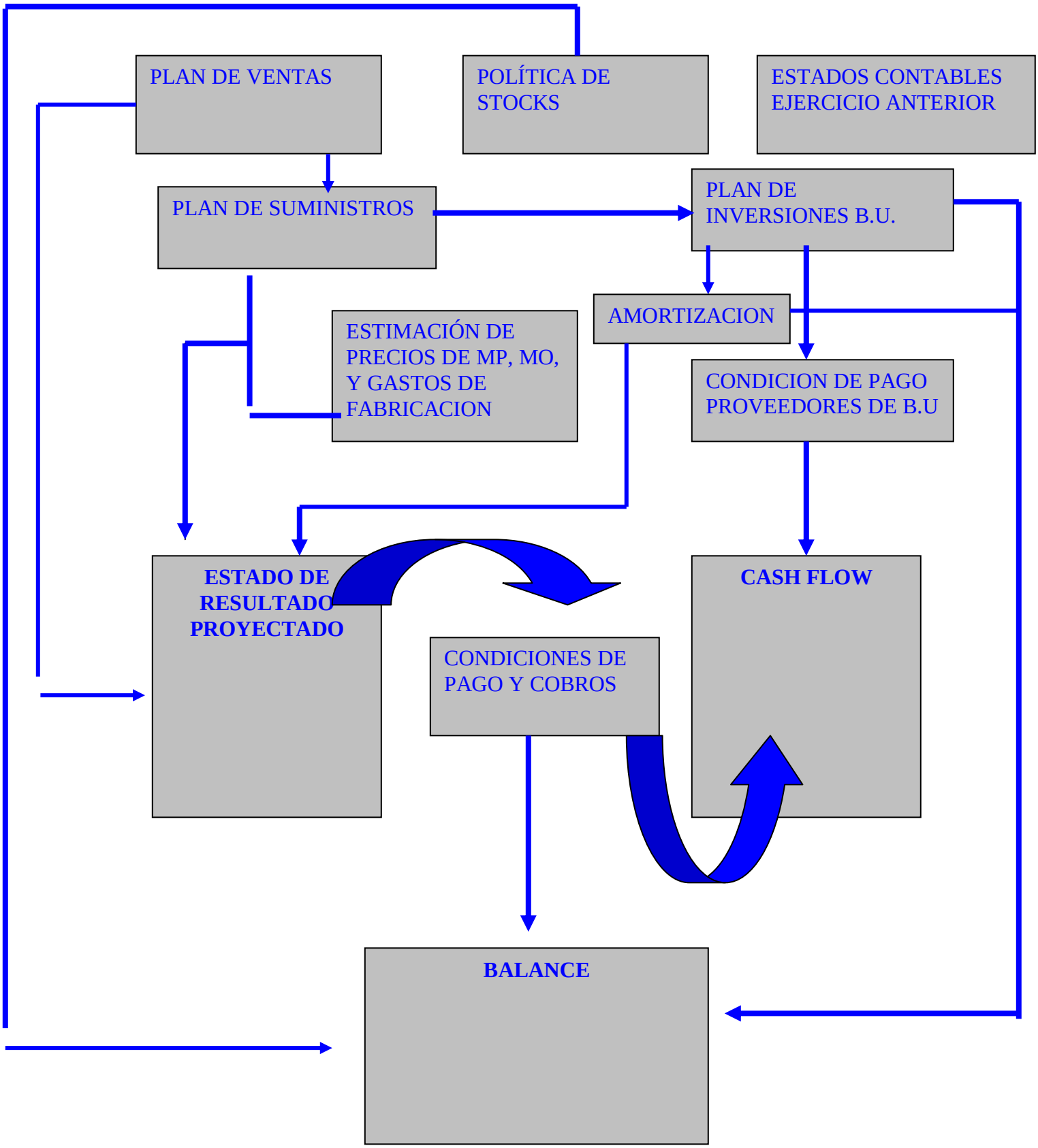
Sin bien las ventas dependen del esfuerzo comercial, su evolución también viene condicionada por factores no controlables, como la coyuntura económica nacional, e internacional, la competencia, la tasa de crecimiento del PBI, etc.

Por tal motivo la cifra estimada debe estar basada en planes comerciales, que por otro lado tengan el sustento del plan general de la empresa.

En el punto de partida del proceso y al mismo nivel que la fijación de la cifra de ventas, debemos colocar determinadas decisiones relacionadas con el capital de trabajo. El nivel de stocks deseado, definición de la que participarán los directos responsables, en el caso de materia prima, la gerencia de compras, en el caso de productos en proceso, la gerencia de producción, y en el caso de productos terminado, la gerencia comercial. Se deberá definir también el plazo medio de cobro a los clientes, que determinará el saldo medio de esa cuenta.

La definición del plan de ventas, junto con la política de stocks determinada darán la medida de aprovisionamiento mensual de materia prima, mano de obra y otros gastos de fabricación en empresas industriales o producto terminado en empresas comerciales. El aprovisionamiento asimismo nos dará información para determinar el nivel de equipamiento y maquinaria necesaria para afrontar el abastecimiento.

Cada una de estas variables tiene su efecto sobre uno o más estados financieros presupuestados. Los mismos están interrelacionados entre sí, y al final del proceso se debe verificar que el déficit o superávit al que se llega, surja desde el cash flow y se pueda comprobar en el balance.


PLAN DE VENTAS
POLÍTICA DE STOCKS
ESTADOS CONTABLES EJERCICIO ANTERIOR
PLAN DE SUMINISTROS
PLAN DE INVERSIONES B.U.
AMORTIZACION
ESTIMACIÓN DE PRECIOS DE MP, MO, Y GASTOS DE FABRICACION
CONDICION DE PAGO PROVEEDORES DE B.U
ESTADO DE RESULTADO PROYECTADO
CASH FLOW
CONDICIONES DE PAGO Y COBROS
BALANCE

En el cuadro arriba expuesto, desarrollamos el proceso de elaboración de los estados financieros presupuestados.

El plan de ventas es un input del estado de resultados. Y junto a las condiciones de cobros a clientes se transforma en información que afectará al cash flow, y al balance. Por ejemplo si una empresa vende en el mes de enero $150, y financia esa venta a 60 días. Este dato tiene un efecto sobre el estado de resultado proyectado, con ventas en enero por 150, en el balance, con un saldo en la cuenta clientes a enero y febrero por 150, mientras que en febrero el saldo se pone en cero, y finalmente en el cash flow, en la línea de cobros por ventas, en el mes de marzo, por 150.

El saldo de stocks determinado por cada responsable funcional, es información que irá a parar al balance previsional, constituyendo los saldos de existencias de materia prima, producto en curso y producto terminado.

Por otra parte el plan de ventas junto a la política de stocks definida por las gerencias alimenta el plan de suministros, que incluye la información sobre la cantidad de productos a terminar por mes. Sobre esta base la empresa planificará sus necesidades de insumos, de mano de obra y de gastos directos de fabricación. Esta información formará parte del estado de resultados proyectado, como integrante del costo de mercadería vendida.
Asimismo el plan de suministro dará la pauta respecto a la suficiencia de los bienes productivos para satisfacer las necesidades establecidas. Si fuera necesario incorporar maquinarias o equipos tendrán que ser incorporados en el balance proyectado. Si los mismos fueran pagados de contado, también habrá un efecto sobre el cash flow, mientras que si se utilizara financiación de los proveedores de dichas inversiones, habrá un asiento en el pasivo del balance proyectado. Esta información también tendrá un efecto de registro en el estado de resultado proyectado, por medio del efecto de la amortización que se determine sobre los bienes que se están incorporando.

La otra fuente básica de información para la elaboración de estados contables proyectados son los estados contables históricos.

## Estado de resultados proyectado

La estructura del estado de resultado del ejercicio anterior, servirá de base para la confección del estado de resultado proyectado. Considerando que ya hemos elaborado la parte del mismo correspondiente a la línea de ventas y del costo de ventas, habrá que avanzar, de acuerdo al esquema del estado de resultado del ejercicio anterior con los demás componentes del resultado de explotación. El presupuesto de los costos variables, deberá contemplar las variaciones a aplicar en las pautas que definen dicho costo. Por ejemplo si en el costo variable comercial, el ejercicio anterior se contemplaba una comisión por venta del 4%, la primera cuestión a definir con el departamento comercial, será el mantenimiento o el cambió de ese porcentaje. Lo mismo ocurrirá con conceptos tales como los descuentos comerciales a clientes, los gastos de transportes, etc.

Los costos fijos deberán ser analizados desde la misma perspectiva que las inversiones en maquinaria y equipos. Cada uno de los elementos integrantes del mismo deberá responder a la pregunta de si son o no suficientes para el nivel de ventas que se definió como premisa en el plan correspondiente. Si el depósito que la empresa está utilizando para el almacenamiento de sus productos terminados, tiene margen para absorber un aumento en la cifra de productos terminados como consecuencia del aumento de ventas, entonces el gasto que lo representa en el estado de resultado podrá mantenerse sin cambios, de lo contrario deberá adaptarse el mismo, a las nuevas necesidades. También a efectos de estimar los costos fijos deberá considerarse el aumento vegetativo que se produce en los elementos integrantes del costo. Ejemplo de ello es el costo laboral derivado del mayor gasto en vacaciones que genera el simple transcurso del tiempo.

Este ejercicio efectuado sobre todos los elementos del estado de resultado, desembocará en la obtención de un resultado de explotación, o resultado proyectado operativo. Sin embargo, como ya hemos estudiado anteriormente, para pasar del resultado de explotación al resultado neto, debemos atravesar zonas económicas tales como los resultado financieros, los resultados extraordinarios, y el efecto impositivo. Estos elementos del resultado neto final, son más difíciles de proyectar, debido a que en casos como el de los resultados extraordinarios, responden a hechos que no se producen de manera habitual ni tienen relación directa con la explotación de la empresa.

Sin embargo incluso dentro de estos conceptos se nos presentan distintos matices. Una cuestión será prevenir el resultado originado en la venta de una máquina cuya ocurrencia podrá definirse en el comienzo del periodo que se está planificando, debido a que dicha máquina está fuera de uso, y no será necesaria por habérsela reemplazado por otra de mejor y más actualizada tecnología. Y otra cuestión será prevenir la ocurrencia de un siniestro en una máquina originado en un incendio. Ambas situaciones dan lugar a un resultado extraordinario. La primera es posible de presupuestar con datos más ciertos, sobre la segunda será necesario hacer uso de las estadísticas históricas de la empresa, buscar índices de siniestros en función al nivel de actividad, en función del número de maquinaria empleada, se podrán buscar incluso correlaciones entre siniestros y factores de la producción.

Respecto a los resultados financieros debemos hacer una referencia que en realidad será utilizada como premisa del proceso de planificación financiera. Los ingresos financieros y los gastos financieros serán consecuencia de la posición de deudas y colocaciones al momento de cierre del ejercicio finalizado. En el caso de los gastos financieros, se considerarán las deudas existentes al cierre de ejercicio, con sus respectivas condiciones, a efectos de calcular los intereses que se devengarán a lo largo del ejercicio. Sin embargo como consecuencia del ejercicio de planificación que estamos desarrollando, es muy posible que surja una necesidad financiera, sobre la cual la dirección de la empresa deberá tomar una decisión. La necesidad podrá ser afrontada con capitales propios o con deuda, en este último caso, se estarán

devengando gastos financieros sobre la misma, que modificarán el estado de resultados previsional, y por lo tanto también el balance y la Necesidad Financiera calculada. En consecuencia la dirección de la empresa deberá decidir nuevamente la fuente de financiación a utilizar para afrontar la nueva Necesidad Financiera, y en caso de ser deuda se devengará un nuevo interés que repetirá el proceso anterior. Vamos a partir de la premisa que los gastos financieros a incluir en el estado de resultados son aquellos que se derivan de la deuda al inicio del periodo, sabiendo que los mismos están incompletos, al faltar los intereses originados en la deuda que tomará la empresa para hacer frente a la Necesidad Financiera calculada.

## Balance Proyectado:

Una vez se concluyó con el estado de resultado previsional, estamos en condiciones de afrontar la elaboración del balance previsional.

Nuevamente y tal como se procedió, en la confección del estado de resultado, el balance debe confeccionarse a partir del balance anterior. El mismo contendrá los saldos iniciales de las cuentas que lo componen, y a partir de ellos se irán introduciendo las modificaciones que resulten de movimientos de fijo y movimientos en circulante. El plan de inversiones contiene el movimiento en activo fijo, y responde a su vez a las necesidades para afrontar el plan de suministro. Las inversiones en fijo serán propuestas como requerimiento de cada departamento para hacer frente a los objetivos trazados. El departamento de fabricación, establecerá sus requerimientos en materia de maquinarias y demás elementos de producción, en caso de una empresa industrial, el departamento de administración, definirá los requerimientos en materia de sistemas de información, tanto equipos informáticos como en programas y soportes, el departamento comercial, establecerá los requerimientos en materia de publicidad institucional y de infraestructura, el departamento de recursos humanos establecerá las necesidades en materia de capacitación o las necesidades y proyectos de reestructuración organizativa. Estos ejemplos en materia de inversiones en fijo, deberán prever sus respectivas fuentes de financiación, de tal manera que si estamos trabajando sobre la inversión en

sistemas y la misma se va a instrumentar en marzo, con financiación de la empresa proveedora a seis meses, tendremos que incorporar en el balance de enero y febrero un saldo de sistemas igual al de diciembre del año anterior, y en marzo sumarle el monto resultante de la inversión efectuada. La contrapartida en el balance proyectado será un incremento en el saldo de proveedores de sistemas en el exigible de corto plazo, desde marzo hasta septiembre. Por otra parte, ese mes aparecerá, como veremos adelante, un pago en el cash flow.

Las otras cuentas que sufrirá modificaciones en el balance, son las que componen el capital de trabajo. El saldo de stocks y clientes, vendrá determinado por lo definido como saldo mínimo por cada una de las gerencias. Si estamos trabajando sobre una empresa industrial, donde se presentan movimientos en las cuentas de Productos Terminados, Productos en Proceso de Fabricación, y Materias Primas, podemos observar una relación de causa efecto entre cada uno de estos componentes.

Producto Terminado

| | |
|---|---|
| Saldo Inicial | 100 |
| CMV | 40 |
| Entradas | X |
| Saldo Final | 120 |

El saldo inicial es una información que obtendremos del saldo final del ejercicio que estamos cerrando, o ejercicio anterior al que estamos proyectando. El costo de la mercadería vendida, es un dato que se obtendrá del estado de resultados proyectado. Recordemos que estamos considerando como costo de venta a los costos variables de fabricación, de tal manera que los costos fijos o de estructura sean absorbidos por el resultado del ejercicio, de forma independiente a la venta del producto elaborado. El saldo final es el dato determinado por la gerencia comercial. Bajo la premisa de poder hacer frente a la demanda potencial con la menor inmovilización posible. Por

diferencia entre estos valores, resultará la entrada de productos terminados procedentes de la fabricación que será necesaria para satisfacer las premisas establecidas. En el caso expuesto, serán necesarias entradas de productos desde fabricación por un valor de $60. De tal manera de lograr que esos 60 pesos de entrada mas los $100 de saldo inicial, sean suficientes para abastecer el costo de la mercadería vendida por $40, y mantener en stock como saldo final los $120 definidos por la gerencia comercial.

Productos en Proceso de Fabricación

| | | |
|---|---|---|
| Saldo Inicial | 80 | |
| Salidas a PT | 60 | |
| Entradas de elementos de fabricación | | X |
| Saldo Final | 85 | |

En este caso el saldo inicial también surge del balance anterior, donde se expone como saldo final de productos en proceso. Las salidas de productos al depósito de productos terminados, es la cifra que hemos determinado en el paso anterior como entradas desde fabricación, y por último, los $85 de saldo final, vienen determinados por la gerencia de producción, siempre de acuerdo con la gerencia financiera, para evitar por un lado tener roturas de stocks, y por otro exceso de inmovilizados. De los movimientos anteriores, surgirá la necesidad de entrada de elementos de fabricación, esto es, cuanto se debe incorporar al proceso de fabricación en concepto de materia prima, mano de obra, y otros gastos de fabricación, para poder fabricar, los $60, demandados desde el departamento comercial, y mantener en proceso un stock de $ 85, solicitado por fabricación como stock final, teniendo en cuenta para ello, que al inicio del ejercicio había un saldo de $80. Haciendo los cálculos que corresponden (60+85-80) obtendremos la necesidad de elementos de fabricación del periodo considerado. En este caso, serán necesarios elementos por $65.

Cabe en este punto aclarar que los elementos que estamos definiendo como necesarios, no son utilizados para hacer frente solamente a la mercadería vendida, sino que es la necesaria para afrontar la producción que tendrá como destino final además de la venta, los productos terminados y productos en proceso de fabricación, que quedan en existencias al final del ejercicio.
Para poder elaborar el cuadro de movimiento correspondiente a la materia prima, será necesario, deducir que parte los elementos entrados a fabricación, corresponde a la materia prima. Una forma de hacerlo consiste en ver cual es la incidencia de ese elemento en el costo total de la mercadería vendida. Y aplicar ese porcentaje, al monto de entradas de elementos antes definido.
Si por experiencia conocemos que del total de costo de mercadería vendida el 50% es materia prima y el otro 50% se reparte entre mano de obra y energía, entonces podremos aplicar ese porcentaje a los $65 antes determinado, y habremos obtenido el valor de materia prima necesario para hacer frente al proceso de producción.

| | | |
|---|---|---|
| Materia Prima | | |
| Saldo Inicial | | 40 |
| Salidas a fabricación | | 32,5 |
| Compras de Materia Prima | X | |
| Saldo Final | | 50 |

Nuevamente aplicaríamos el mismo razonamiento que en el caso de movimiento de productos terminados y producto en proceso, y llegaríamos a la información sobre compra de materia prima necesaria para implementar el plan de producción definido en el inicio de este proceso. En este caso sería necesaria una compra de $42,5.

Otra cuenta relevante en la elaboración del balance proyectado, es la de Clientes. El saldo de la misma puede obtenerse utilizando un cuadro como el que se desarrolla a continuación.

| ***Cobros a Clientes*** | | ***Enero*** | ***Febrero*** | ***Marzo*** | ***Abril*** | ***Mayo*** | ***Junio*** | ***Julio*** | ***Agosto*** | ***Septiembre*** | ***Octubre*** | ***Noviembre*** | ***Diciembre*** | ***Clientes*** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Saldo Inicial** | 120 | 90 | 30 | | | | | | | | | | | |
| **Ventas c/IVA** | | | | | | | | | | | | | | |
| **enero** | 140 | 70 | 35 | 35 | | | | | | | | | | |
| **febrero** | 160 | | 80 | 40 | 40 | | | | | | | | | |
| **marzo** | 240 | | | 120 | 60 | 60 | | | | | | | | |
| **abril** | 240 | | | | 120 | 60 | 60 | | | | | | | |
| **mayo** | 200 | | | | | 100 | 50 | 50 | | | | | | |
| **junio** | 180 | | | | | | 90 | 45 | 45 | | | | | |
| **julio** | 220 | | | | | | | 110 | 55 | 55 | | | | |
| **agosto** | 240 | | | | | | | | 120 | 60 | 60 | | | |
| **septiembre** | 200 | | | | | | | | | 100 | 50 | 50 | | |
| **octubre** | 180 | | | | | | | | | | 90 | 45 | 45 | |
| **noviembre** | 160 | | | | | | | | | | | 80 | 40 | 40 |
| **diciembre** | 140 | | | | | | | | | | | | 70 | 70 |
| **Cobros** | | 160 | 145 | 195 | 220 | 220 | 200 | 205 | 220 | 215 | 200 | 175 | 155 | 110 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| **Saldo Inicial** | | 120 | 100 | 115 | 160 | 180 | 160 | 140 | 155 | 175 | 160 | 140 | 125 | |
| **Ventas C/IVA** | | 140 | 160 | 240 | 240 | 200 | 180 | 220 | 240 | 200 | 180 | 160 | 140 | |
| **Cobros** | | 160 | 145 | 195 | 220 | 220 | 200 | 205 | 220 | 215 | 200 | 175 | 155 | |
| **Saldo Final** | | 100 | 115 | 160 | 180 | 160 | 140 | 155 | 175 | 160 | 140 | 125 | 110 | |

El cuadro presenta el saldo inicial de la cuenta cliente, y su correspondiente estimación de cobro. En este caso el saldo que se arrastra desde el ejercicio anterior, y que se obtiene a partir del balance anterior, arroja una cifra de $120. La proyección prevé el cobro de esta suma en los meses de enero y febrero a razón de 90$ y $30 respectivamente.

A continuación vamos incorporando la cifra de venta esperada para cada mes que surge del estado de resultado proyectado. A la misma le sumamos el IVA repercutido a los clientes, puesto que forma parte del crédito por ventas. Cada una de estas cifras serán anotadas en los meses en que se estimen serán cobradas, en función del plazo de cobro definido por las gerencias correspondientes. En el ejemplo analizado, se estableció una política de cobro del 50% al contado, el 25% de la venta a 30 días y el 25% restante a 60 días.
Así podemos comprobar que en enero la venta mas IVA asciende a $140, que se cobran en enero $70, en febrero $35 y en marzo $35.
Las ventas de los últimos meses del ejercicio, darán lugar al saldo de clientes que se arrastrará al saldo final. La venta correspondiente a noviembre es $160, que se cobrará $80 en noviembre, $40 en diciembre y $ 40 en enero del año siguiente. La venta de diciembre, $140, dejará para el ejercicio siguiente una cobranza de $70. De esta manera al final del ejercicio proyectado, habrá un saldo de clientes de $110.

A partir de esta información estamos en condiciones de confeccionar un resumen del movimiento de clientes. El saldo inicial del mes de enero son los $120 que vienen del ejercicio anterior, al que le sumamos las ventas del mes con su correspondiente IVA crédito, y le restamos el importe de cobranzas que surge del cuadro anterior. Esta ecuación nos dará la cifra del saldo de clientes al final de enero, que arrastraremos al saldo inicial de febrero, y repetiremos el procedimiento anterior hasta obtener el saldo de esta cuenta para cada mes del periodo proyectado.
De estos cuadros surge también el dato que compondrá la principal línea de cobros del cash flow proyectado, esto es el cobros por ventas.

El balance proyectado recoge el resultado del ejercicio reflejado en el estado de resultado proyectado. El mismo se irá incorporando mes a mes como resultado acumulado. Es decir el resultado que incorporamos en el mes de marzo en el balance es la suma de los resultados de enero, febrero y marzo.

El balance nos aportará la estructura patrimonial que estimamos para el ejercicio que se está planificando, y de ella a esta altura del ejercicio, surgirá una diferencia entre los activos totales proyectado y los pasivos y fondos propios estimados. Esa diferencia si se manifiesta como activos superiores a recursos (pasivos y Fondos propios), nos estará advirtiendo la presencia de una Necesidad de fondos, que deberá ser cubierta de manera equilibrada para hacer que el plan desarrollado se transforme en viable. Si en cambio los recursos que surgen del balance proyectado, incluyendo los resultados, son superiores a los activos totales, estaremos delante de una estructura financiera proyectada con superávit.

## Cash Flow Proyectado:

El último de los estado financieros que estamos elaborando es el presupuesto de caja, o cash flow. El mismo no es otra cosa mas que el detalle del movimiento futuro de la cuenta caja, que formará parte del balance proyectado. Es el más simple de los estado a confeccionar debido a que recoge únicamente aquellas operaciones que tienen como consecuencia cobros y pagos.

Una distinción que debemos establecer para el posterior análisis es la diferencia entre el cash flow operativo, y el no operativo. El primero recoge todos los cobros y pagos que están vinculados con el negocio, es decir, funcionales, pero que a su vez se producen habitualmente. En esta categoría podemos mencionar el cobro a clientes, el pago a proveedores, empleados, servicios, alquileres, etc. es decir todos aquellos conceptos que tienen relación con la explotación. El cash flow obtenido en este nivel, permite conocer la capacidad de la empresa de generación de caja a través de la operación funcional. Es de esperar que una empresa una vez que alcanzo el nivel de actividad planificado, obtenga superávits de explotación, y que los mismos aporten recursos para afrontar eventuales déficits no operativos.

Las causas por las que el cash flow operativo podría estar resultando deficitario, son de origen económico, centrado en la explotación o financiero,

centrado en el capital de trabajo. Económico, cuando el costo operativo es superior al ingreso operativo. Este dato que inicialmente aparecerá reflejado en el estado de resultados, finalmente tendrá su efecto financiero, y repercutirá en el saldo de caja de la empresa. Simplificando, una empresa cuya cifra de venta mensual sea 400 pesos, y consuma en concepto de sueldos, costo de productos vendidos, y otros gastos de estructura, 600 pesos, reflejará en su estado de resultados una pérdida de 200 pesos. Desde el punto de vista financiero, suponiendo que opera estrictamente al contado, mostrará un déficit de 100 pesos debido a que en los 600 pesos de gastos que figuran en el estado de resultados tenemos 100 de amortizaciones. Este constituye un gasto no erogable, que por lo tanto no se registrará en el cash flow. El déficit que se produce en esta instancia, no debe recibir respuestas desde el punto de vista financiero, puesto que la empresa que lo padece debe encarar profundas reformas en su estructura económica. Mientras el resultado operativo sea negativo, es evidente que el déficit será estructural. Soluciones financieras como podría ser cancelar deuda de corto plazo y reemplazarla por fondo de largo plazo, no harán mas que otorgar una solución transitoria, debido a que el déficit se origina en la propia operación.

La otra causa de un posible déficit en el nivel operativo, es el crecimiento en la cifra de ventas que lleva aparejado un crecimiento en la Necesidad de Capital de Trabajo, o manteniéndose constante la cifra de ventas, que se produzca una pérdida de eficiencia en la administración de ese rubro. En este caso la solución si debe buscarse desde una perspectiva fundamentalmente financiera.

A efectos de sistematizar el trabajo es recomendable elaborar el cash flow operativo siguiendo el estado de resultados de explotación. Allí podremos encontrar todos los gastos que se derivarán en pagos operativos.

El cash flow no operativo contiene todos aquellos cobros y pagos que no reúnen las características antes enunciadas (ser funcionales y habituales). Los ingresos de fondos más habituales de este cash flow provienen de ingresos extraordinarios, como son las ventas de bienes de uso, pero también debemos

incluir en esta categoría, los aportes de los socios, el cobro de un seguro por determinado siniestro, la realización de una inversión extrafuncional, el cobro de un préstamo, etc. Las erogaciones no operativas incluyen el pago de proveedores o financiación de compra de bienes de uso, cancelación de créditos, indemnizaciones por reestructuración organizativa, etc. De la diferencia entre los cobros y los pagos no operativos surgirá el déficit o superávit no operativo, que sumado al déficit o superávit operativo, dará la suma que la empresa deberá conseguir para hacer viable el plan, o el excedente del que dispondrá al final del periodo planificado.

Antes de continuar con la búsqueda de los recursos necesarios para satisfacer la necesidad financiera detectada, podemos implementar respecto a los estado proyectados un análisis de sensibilidad. Esto es responder algunas preguntas sobre ¨ que pasaría si ¨. Por ejemplo, que pasaría con los estado financieros proyectados si las ventas en lugar de ser las que se estimaron, resultan ser un 10% menos, o si los salarios crecen respecto al ejercicio anterior un 7% en promedio en lugar del 3% estimado. Estamos de hecho cambiando algunos de los supuestos asumidos en las estimaciones originales, para ver como afectan dichos cambios a los estados financieros proyectados. Este ejercicio nos permitirá dotar de mayor flexibilidad al plan financiero. Es decir, en lugar de determinar una cifra de necesidad financiera, determinaremos un rango entre el cual la misma puede oscilar. Por otra parte, nos permitirá entender respecto a la futura implementación del plan, cuales son las variables que mayor efecto tienen sobre las cifras proyectadas, y cuales son poco sensibles a los cambios. De esta manera los gerentes conocerán cuales son la variables críticas sobre las que centrar su atención, para logra la implementación del plan con éxito.
Debemos advertir, que no se trata simplemente de reducir las ventas en función de los porcentajes estimados, sino que se debe efectuar un minucioso análisis de las consecuencias de dicho cambio. Efectos sobre el nivel de inversiones, el costo variable, el nivel de capital de trabajo, etc. que en definitiva repercutirá sobre la necesidad financiera calculada.

## Tratamiento de la Necesidad Financiera y equilibrio de la estructura patrimonial.

El procedimiento desarrollado sobre planificación financiera parte de unos objetivos fijados por la dirección de la empresa, se traducen en un plan de ventas, y finalmente con la información aportada por las distintas gerencias, se instrumentan los estado financieros proyectado.
Respecto a los mismos, cabe implementar el mismo modelo de análisis que hemos desarrollado en el estudio económico y financiero de la empresa.

Comenzaríamos por el estudio del equilibrio de la estructura patrimonial. El grado de diversificación de recursos, el nivel de liquidez de las inversiones, y el nivel de garantía que otorgan las inversiones en fijo a los acreedores, nos brindará una idea de la estructura financiera de largo plazo. El nivel de endeudamiento, la calidad del mismo y su composición, nos aportará la información básica necesaria para encarar la tarea de búsqueda de recursos para satisfacer la necesidad financiera. El estudio de la estructura intermedia, nos advertirá respecto a la viabilidad de la planificación efectuada.
Pero así como no podemos dejar de lado el análisis financiero de los estado contables proyectados, tampoco debemos dejar de atender la evolución que nos presentan dichos estados de la rentabilidad de la estructura económica.
La pirámide de ratios de parés nos permitirá entender las causas de la evolución sufrida por la rentabilidad, y evaluar si la misma es coherente con los objetivos trazados por la dirección.
Como consecuencia de este análisis, quedará al alcance de los responsables de la planificación, tomar las medidas de ajustes necesarios para adaptar los indicadores obtenidos en el proceso de planificación, a los indicadores objetivos.

Todo esta evaluación es implementada sobre los estados contables proyectados, y será utilizada para que en un proceso de ajuste lleguemos a obtener los estado contables proyectados acordes a los objetivos fijados.

El modelo de análisis desarrollado prevalece la relación existente entre el equilibrio de la estructura patrimonial, la rentabilidad de la estructura económica, y el potencial de crecimiento.
Habiendo establecido la dirección objetivos en función de una rentabilidad esperada, una vez construidos los estado financieros proyectados será necesario verificar, la obtención de la rentabilidad buscada, con una estructura patrimonial equilibrada. En este punto es donde se verifica la estrecha relación entre el análisis histórico, y la planificación financiera.
El análisis histórico nos permitió entender la relación que debe prevalecer entre los tres elementos que constituyen la base del modelo desarrollado. En la planificación deberemos dar respuestas a las condiciones fijadas y estructuras financieras y económicas deseadas.

La necesidad financiera que surge de los estados financieros proyectados (cash flow y Balance), deberá ser tratada bajo las condiciones establecidas en el marco del análisis histórico. Para ello será necesario entender el tipo de necesidad financiera generada. Debemos determinar si tenemos delante una necesidad de tipo transitoria o permanente.
Podría ocurrir que sean necesidades transitorias, por capital de trabajo, como ventas puntuales, alargamiento no habitual en el plazo de cobro a un cliente, retraso extraordinario en el proceso de fabricación de productos, etc. , o necesidades transitorias por demoras en la recepción del recurso negociado de largo plazo. Este sería el caso de una empresa que adquirió una máquina con un préstamo bancario a tres años, pero el mismo se acreditará con posterioridad al vencimiento de la obligación con el proveedor de equipos. En tal caso surge una necesidad transitoria hasta que el préstamo bancario es recibido.

Todos los casos señalados provocan una necesidad financiera puntual, es decir, se originan a partir de un hecho específico, y una vez desaparecido el mismo, la necesidad deja de serlo. El equilibrio de la estructura financiera, admitiría en estas situaciones hacer uso de recursos expresos. Recordemos que los mismos tienen al igual que las necesidades comentadas un tiempo limitado, y no se produce una renovación automática de los mismos. Sería entonces coherente utilizar este tipo de recursos para financiar necesidades de tipo transitorio.

Por otra parte destacaremos las necesidades detectadas de tipo permanente. Y vale la pena distinguir entre aquellas que se originan en capital de trabajo, de las que surgen como consecuencia de inversiones en activo fijo. Estas últimas se presentan cuando la empresa debe cumplir con un plan de inversiones por requerimiento de producción, o simplemente por necesidad de reemplazo del equipo existente. Las necesidades de capital de trabajo, si bien responden generalmente a incrementos de ventas, también se producen cuando cambian las condiciones del activo circulante, por ejemplo acortamiento en el plazo de financiación de proveedores, alargamiento del plazo de stock de materias primas, o cambio en el mix de productos vendidos, con ciclos de maduración mas largo.

Las necesidades permanentes que se originan en activo fijo, deberán se afrontadas con recursos de tipo permanente fondos propios o deuda de largo plazo. Si se tratara de fondos propios, debemos estudiar el efecto sobre la rentabilidad. Mientras que si se utilizan fondos de terceros, debemos estudiar la posibilidad de cancelación de los mismos y el efecto económico, originado en los intereses devengados.

La necesidad permanente de capital de trabajo deberá ser afrontada con recursos de tipo cíclicos, de renovación automática, como la financiación adicional que se pueda obtener de proveedores, el descuento bancario de efectos,.etc. El exceso de recursos obtenidos de capitales permanentes respecto a las inversiones de activo fijo, también son recursos aptos para financiar estas necesidades. Estamos refiriéndonos a recursos provenientes de fondo de maniobra.

La búsqueda de recursos para afrontar las necesidades financieras determinadas, nos llevará a efectuar un profundo análisis de las inversiones que contiene el activo de la empresa. Los activos pueden ser transformados en recursos, y en un orden lógico, deberíamos iniciar el análisis por aquellos que están fuera de uso. También podrían ser puesto en estudio, aquellos activos extrafuncionales que no aportan ningún retorno directo a la empresa.
Otra posibilidad de obtención de recursos es la realización de bienes de uso y su reemplazo por alquiler o leasing.

Veamos entonces como avanzamos en el proceso de planificación sin descuidar ningún frente. Los recursos utilizados para afrontar el déficit surgido como consecuencia del crecimiento, deberán mantener el equilibrio de la estructura patrimonial. El crecimiento por otra parte responde a la necesidad de alcanzar un nivel de rentabilidad deseado.
Esta relación nos lleva a concluir que en determinadas situaciones será necesario resignar crecimiento y por ende rentabilidad, a costa de mantener el equilibrio en la estructura patrimonial. Esto no es otra cosa mas que el tercer recurso en el proceso de planificación financiera, el cambio de objetivos.
Agotados los anteriores, como son la obtención de recursos permanentes o recursos cíclicos, en función del tipo de necesidades a satisfacer, y utilizados los recursos de activo, como ser las inversiones fuera de uso, será necesario hacer una revisión de los objetivos establecidos.

## Planificación Financiera: Primer Trimestre del ejercicio 2001

**Estado de Resultados Proyectado:**

1. La venta estimada para el primer trimestre del ejercicio 2001 asciende a $100 en enero, $120 en febrero y $140 en marzo.

2. El costo de la mercadería vendida, asciende al 40% de la cifra de ventas.
3. Los costos fijos, se mantienen constantes a lo largo del periodo considerado. Están integrados por los siguientes conceptos. Sueldos $5, alquileres $2, amortizaciones $3, servicios $1 y publicidad $4.
4. Utilizando el criterio de cálculo de los intereses sobre la base de la deuda existente al cierre del último ejercicio, se estima unos gastos financieros de $3 en cada uno de los meses considerados.
5. En el primer trimestre del ejercicio se procederá a la venta de bienes de uso que se encuentran completamente amortizados y fuera de uso. En enero $ 3, febrero $5 y marzo $2.
6. La alícuota del impuesto a las ganancias es el 30% sobre el resultado. Se paga mensualmente.

**Balance Proyectado:**

La base para la elaboración de los balances proyectado del primer trimestre del ejercicio 2001, es el balance al 31.12.00

## BALANCE 31.12.00

| | |
|---|---|
| **Cajas y Bancos** | 5 |
| **Clientes** | 110 |
| **Stocks** | 20 |
| **Otros Créditos** | 0 |
| **A. Circulante** | 135 |
| | |
| **A. Fijo Material** | 250 |
| **Inversiones Financieras** | 50 |
| **A.Fijo** | 300 |
| | |
| ***Activo*** | 435 |
| | |
| **Proveedores** | 24.2 |
| **Sueldos a Pagar** | 6.8 |
| **IVA a Pagar** | 10 |
| **Impuesto a Pagar** | 15 |
| **Recursos Cíclicos** | 56 |
| **Deudas Bancarias C.P.** | 14 |
| **Exigible de C.P.** | 70 |
| | |
| **Deudas Prov. Equipo** | 120 |
| | |
| **Amortización Acumulada** | 100 |
| **Resultados** | 25 |
| **Capital** | 120 |
| | |
| ***Total Recursos*** | 435 |

Se estiman los siguientes movimientos para el periodo proyectado

1. El saldo mínimo de caja requerido asciende a $7.

2. El plazo de cobro a clientes definido por la gerencia comercial es: 50% a 30 días y 50% a 60 días.
3. El stock mínimo de productos terminados solicitado por Ventas para hacer frente a la demanda esperada asciende a: enero $30, febrero $60 y marzo $70.
4. Las ventas de bienes de uso, se cobran en su conjunto al finalizar el trimestre.
5. Será necesaria una inversión de $30 en instalaciones durante el mes de febrero. Los proveedores de dichas instalaciones cobran a los 30 días de efectuada la instalación.
6. La empresa cuenta con acciones de distintas empresas que cotizan en bolsa. Está prevista su venta durante el mes de febrero, por un valor no menor al valor contable.
7. Los proveedores conceden un plazo medio de pago de 30 días.
8. Los sueldos se abonan dentro de los diez días de mes siguiente al mes devengado.
9. La posición mensual de IVA, surge de la diferencia entre el IVA débito, 21% de la cifra de venta y el IVA crédito, 21% de la cifra de compras. Se considera que estos son los dos únicos conceptos alcanzados por este tributo. La posición mensual se ingresa en la DGI a los 20 días del cierre.
10. El impuesto a las ganancias devengado mensualmente, se ingresa el día 15 del mes siguiente.
11. La empresa tiene una deuda bancaria expresa cuyo vencimiento se producirá en enero.
12. El saldo de $120 adeudado a proveedores de equipos, se deberán cancelar según los vencimientos siguientes: $100 en enero y $20 en marzo.
13. El capital no sufre ninguna variación en el periodo estimado.

| Estado de resultado Proyectado | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | *Enero* | *Febrero* | *Marzo* |
| **Ventas** | | 100 | 120 | 140 |
| **Costo Mercadería Vendida** | | 40 | 48 | 56 |
| **Margen Contribución** | | 60 | 72 | 84 |
| **Sueldos** | | 5 | 5 | 5 |
| **Alquileres** | | 2 | 2 | 2 |
| **Amortizaciones** | | 3 | 3 | 3 |
| **Servicios** | | 1 | 1 | 1 |
| **Publicidad** | | 4 | 4 | 4 |
| **Costos Fijos** | | 15 | 15 | 15 |
| **Beneficio de Explotación** | | 45 | 57 | 69 |
| **Gastos Financieros** | | 3 | 3 | 3 |
| ***Subtotal*** | | 42 | 54 | 66 |
| ***Resultado Venta B.U.*** | | 3 | 5 | 2 |
| ***Resultado antes de Impuesto*** | | 45 | 59 | 68 |
| ***Impuestos*** | 0.3 | 13.5 | 17.7 | 20.4 |
| ***Resultado Neto*** | | 31.5 | 41.3 | 47.6 |

Repasemos ahora la metodología para elaborar los estado financieros proyectados. En primer lugar confeccionamos el estado de resultados, utilizando la información aportada por cada uno de las gerencias respecto a la estructura económica del negocio, y teniendo siempre presente el estado de

resultado del último ejercicio. Notemos que durante los tres meses la empresa aporta un resultado neto positivo. En enero el mismo asciende a $31,5 en febrero a $41,3 y en marzo a $47,6.

Con esta información, estamos en condiciones de encarar la confección del balance y el cash flow proyectados.
El balance tiene como punto de partida, el balance cerrado al 31 de diciembre de 2000. Sobre esos saldos aplicaremos los movimientos que nos aporta el enunciado. Hemos utilizado los cuadros de circulante a efectos de facilitar la confección del balance. En el caso de los clientes, el saldo inicial proviene del balance del ejercicio anterior, $110. A continuación calculamos el importe de las ventas mas IVA, y colocamos la cobranza en función del plazo definido por la gerencia de venta. En el caso planteado en enero la venta es $100, que con el IVA se convierte en $121, y su cobro está considerado en partes iguales entre febrero y marzo.

| **Cobros de Clientes** | | *Enero* | *Febrero* | *Marzo* | *Saldo Final* |
|---|---|---|---|---|---|
| ***Ventas mas IVA*** | | | | | |
| ***Cobro 50% a 30 y 50% a 60 días*** | | | | | |
| **Saldo inicial** | 110 | 55 | 55 | | |
| **Enero** | 121 | | 60.5 | 60.5 | |
| **Febrero** | 145.2 | | | 72.6 | 72.6 |
| **Marzo** | 169.4 | | | | 169.4 |
| **Cobros** | | 55 | 115.5 | 133.1 | 242 |
| | | | | | |
| **Saldo Inicial** | | 110 | 176 | 205.7 | |
| **Ventas** | | 121 | 145.2 | 169.4 | |
| **Cobros** | | -55 | -115.5 | -133.1 | |
| ***Saldo Final*** | | 176 | 205.7 | 242 | |

El cuadro nos está aportando datos que alimentarán el balance, los saldos finales de cada mes de la cuenta clientes, y el importe de los cobros que se incorporará en el cash flow.

A continuación confeccionamos el cuadro de existencia, utilizando para ello también el saldo inicial de la cuenta que surge del balance al 31-12-00, y los saldos determinados para cada uno de los meses proyectados por las gerencias comerciales.

| Existencia de Productos | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | Origen | *Enero* | *Febrero* | *Marzo* |
| **Saldo Inicial** | **Balance 31.12** | 20 | 30 | 60 |
| **Saldo Final** | **Gerencia Ccial.** | 30 | 60 | 70 |
| **Ventas** | | 40 | 48 | 56 |
| **Compras** | | 50 | 78 | 66 |

Obtenemos de este cuadro la información sobre las compras que serán necesarias para abastecer las necesidades derivadas de la venta y de las políticas de stocks definidas.

Con estas compras estamos en condiciones de elaborar el cuadro de proveedores, de donde obtendremos información para el balance y el cash flow.

| Pago a Proveedores | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Compras mas IVA | | *Enero* | *Febrero* | *Marzo* | *Saldo Final* |
| ***Pagos a 30 días*** | | | | | |
| **Saldo inicial** | 24.2 | 24.2 | | | |
| **Enero** | 60.5 | | 60.5 | | |
| **Febrero** | 94.38 | | | 94.38 | |
| **Marzo** | 79.86 | | | | 79.86 |
| **Pagos** | | 24.2 | 60.5 | 94.38 | 79.86 |
| | | | | | |
| **Saldo Inicial** | | 24.2 | 60.5 | 94.38 | |
| **Compras** | | 60.5 | 94.38 | 79.86 | |
| **Pagos** | | -24.2 | -60.5 | -94.38 | |
| ***Saldo Final*** | | 60.5 | 94.38 | 79.86 | |

Notemos que el procedimiento es el mismo que el utilizado para el cálculo de clientes. Primero definimos el saldo de las compras mas IVA y después colocamos el pago en la columna del mes que corresponda. En el caso analizado, estamos con el supuesto que pagamos a 30 días por lo cual las compras de enero se están colocando en la columna de febrero.

| Balance Proyectado | *Diciembre* | *Enero* | *Febrero* | *Marzo* |
|---|---|---|---|---|
| **Cajas y Bancos** | 5 | 7 | 7 | 7 |
| **Clientes** | 110 | 176 | 205.7 | 242 |
| **Stocks** | 20 | 30 | 60 | 70 |
| **Otros Créditos** | 0 | 3 | 8 | 0 |
| **A. Circulante** | 135 | 216 | 280.7 | 319 |
| | | | | |
| **A. Fijo Material** | 250 | 250 | 280 | 280 |
| **Inversiones Financieras** | 50 | 50 | 0 | 0 |
| **A.Fijo** | 300 | 300 | 280 | 280 |
| | | | | |
| ***Activo*** | 435 | 516 | 560.7 | 599 |
| | | | | |
| **Proveedores** | 24.2 | 60.5 | 94.38 | 79.86 |
| **Sueldos a Pagar** | 6.8 | 5 | 5 | 5 |
| **IVA a Pagar** | 10 | 10.5 | 8.82 | 15.54 |
| **Impuesto a Pagar** | 15 | 13.5 | 17.7 | 20.4 |
| **Recursos Cíclicos** | 56 | 89.5 | 125.9 | 120.8 |
| **Deudas Bancarias C.P.** | 14 | 0 | 0 | 0 |
| **Exigible de C.P.** | 70 | 89.5 | 125.9 | 120.8 |
| | | | | |
| **Deudas Prov. Equipo** | 120 | 20 | 50 | 0 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | | |
| **Amortización Acumulada** | 100 | 103 | 106 | 109 |
| **Resultados** | 25 | 56.5 | 97.8 | 145.4 |
| **Capital** | 120 | 120 | 120 | 120 |
| | | | | |
| ***Total Recursos*** | 435 | 389 | 499.7 | 495.2 |
| | | | | |
| ***Necesidad Financiera*** | **0** | **127** | **61** | **103.8** |

Finalmente el balance respeta la misma estructura que la que tenía al 31.12.00. El activo y el pasivo recogen todos los datos que fuimos elaborando en los distintos cuadros del circulante.

En el activo fijo material se produce una compra de bienes de uso en el mes de febrero, por ello, en la cuenta hay registrado un incremento de $250 a $280. Esos $30, están por otra parte registrados en el pasivo, en la cuenta Deuda Proveedores de Equipos, que pasa de $20 en enero a $50 en febrero.
Cada una de las operaciones que se están proyectando debe tener su contrapartida. En este caso la contrapartida se produce dentro del propio balance, sin embargo podría ocurrir que la incorporación del bien de uso se hago contra un pago al contado, o sin una financiación específica prevista. En este caso deberá registrarse una pago en el cash floq proyectado.
El balance incorpora el resultado que habíamos obtenido en el estado de resultados proyectado. El mismo se irá acumulando mes a mes. Veamos que el saldo inicial de la cuenta resultados al 31.12.00 era $25, y en el mes de enero paso a $56,5. Este valor es el resultado de sumarle a los $25 del saldo inicial, la ganancia obtenida según la proyección económica de $ 31,5.
Ahora bien, el total de activos proyectados tendrá que contraponerse, al total de recursos obtenidos, incluido el resultado acumulado al que hacíamos referencia. En el mes de enero observamos un total de activos por importe de $ 516 y recursos por $ 389, por lo tanto por diferencia entre ambos valores, resultará una necesidad financiera de $127. En los meses de febrero y marzo, esa diferencia asciende a $61 y $103,8 respectivamente. Estas dos cifras son las necesidades financieras acumuladas. Si quisiéramos conocer el valor específico de febrero, deberíamos calculara la diferencia. En este caso podemos advertir que en febrero la empresa arroja un superávit de $66.
Cabe agregar que en caso en que el total de recursos sea superior a las inversiones en activos, la diferencia obtenida estaría arrojando un superávit de caja.

En forma simultánea a la confección del balance proyectado, podemos ir elaborando el cash flow proyectado. El mismo irá intercalando información proveniente del balance, del cuadro de circulante, y del estado de resultados proyectado.

Clasificamos los cobros y los pagos en operativos y no operativos.

Veamos por ejemplo como el cobro a clientes, está tomado del cuadro de clientes, el pago de sueldos pasa del estado de resultado al balance, para equilibrar el desfase de tiempo entre el devengo del gasto y el pago, que se materializa en los primero días del mes siguiente.

| Cash Flow Proyectado | *Enero* | *Febrero* | *Marzo* |
|---|---|---|---|
| ***Cobros a Clientes*** | 55 | 115.5 | 133.1 |
| **Pago Proveedores** | 24.2 | 60.5 | 94.38 |
| **Sueldos** | 6.8 | 5 | 5 |
| **Posición IVA** | 10 | 10.5 | 8.82 |
| **Requerimiento de Caja** | 2 | 0 | 0 |
| **Alquileres** | 2 | 2 | 2 |
| **Impuesto Gcias.** | 15 | 13.5 | 17.7 |
| **Servicios** | 1 | 1 | 1 |
| **Publicidad** | 4 | 4 | 4 |
| **Pagos Operativos** | 65 | 96.5 | 132.9 |
| ***Cash Flow Operativo*** | -10 | 19 | 0.2 |
| ***Cobro Vta. B.U.*** | | | 10 |
| **Realizaición I. Financieras** | | 50 | |
| **Pago Proveedor de Equipo** | 100 | 0 | 50 |
| **Ds. Bancaria de C.P.** | 14 | 0 | 0 |
| **Gastos Financieros** | 3 | 3 | 3 |
| **Pagos No Operativos** | 117 | 3 | 53 |
| ***Cash Flow no Operativo*** | -117 | 47 | -43 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| ***Cash Flow*** | -127 | 66 | -42.8 |
| ***Cash Flow Acumulado*** | **-127** | **-61** | **-103.8** |

La línea de pagos operativos recoge aquellos conceptos que presentan la doble característica de ser funcionales y habituales. Este saldo en el ejemplo presentado arroja un déficit en el mes de enero de $10, un superávit en febrero de $19 y un mínimo superávit de 0,2$ en marzo.

En la parte inferior del cuadro, presentamos el cash flow de los conceptos no operativos, es decir aquellos que no cumplen con alguno de los requisitos antes enunciados.

Es importante destacar que la necesidad financiera o el superávit determinado por esta vía es el mismo que el que habíamos determinado por vía del Balance proyectado, es decir- $127 en enero,- $61 en febrero y -$103,8 en marzo.

| ***ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS*** | | | |
|---|---|---|---|
| ORIGEN | | APLICACIÓN | |
| | | Caja y Bancos | 2 |
| | | Clientes | 132 |
| | | Stocks | 50 |
| | | Proveedores | -55.66 |
| | | Sueldos a Pagar | 1.8 |
| | | IVA | -5.54 |
| | | Impuestos a Pagar | -5.4 |
| Activo Fijo Material | -30 | TOTAL | 119.2 |
| Inversiones Financieras | 50 | | |
| Proveedores Equipo | -120 | | |
| Amortizaciones | 9 | | |
| Resultados | 120.4 | | |
| Exigible bancario CP | -14 | | |
| TOTAL | 15.4 | | |
| NECESIDAD FINANCIERA | 103.8 | | |
| TOTAL | 119.2 | TOTAL | 119.2 |

El paso siguiente una vez determinado el monto de la necesidad financiera es iniciar el proceso de búsqueda de las fuentes de financiación para solventar dicha necesidad. Este proceso debe ser abordado de manera simultánea al proceso de análisis de los estados financieros proyectados.

El último de los cuadros presentados es un estado de origen y aplicación de fondos, donde segregamos la necesidad financiera detectada. Observemos que estamos seleccionando del balance las diferencias contables entre el saldo inicial y final de las cuentas que explican la necesidad financiera. Y sobre dichas diferencias hacemos una clasificación a efectos de determinar el carácter de la necesidad financiera emergente. Cada una de estas cuentas deberán ser analizadas con mayor detalle para poder concluir respecto al carácter permanente o transitorio de la necesidad generada. Y en mérito de la interpretación realizada establecer la política de captación de recursos financieros.

## CASO MADERAS ARGENTINAS S.A.

Ariel había cumplido con todos los requisitos que establece cualquier *manual del emprendedor exitoso*. Desde niño había convivido con la actividad empresarial de su padre, cuya intuición, habilidad comercial y propensión al riesgo, supo heredar. Convivió también con muchos negocios exitosos y por que no, con algún que otro fracaso.
En su etapa universitaria, Ariel demostró un gran interés por la navegación a vela en tardes soleadas y por el cine de arte y ensayo en tardes de lluvia. No asistía a sus clases de forma regular pero supo completar una sólida formación, graduándose como Ingeniero Industrial.
A la etapa de formación le siguió la experiencia laboral. Logró en esta oportunidad poner en práctica todos los conocimientos adquiridos, y aprender todas aquellas cosas que nadie le había enseñado.
Logró también sentar cabeza, alejarse de la noche, que en algún momento lo tentó demasiado, y encontrar a la mujer que lo acompañaría en el futuro y que sería la madre de sus hijos.
Con tenacidad, esfuerzo, dedicación e imaginación, consiguió resonados logros en sus puestos de trabajo, que le permitieron llegar a los niveles de máxima responsabilidad.

Promediaba el año 90 cuando comenzó a pensar *su proyecto*. A la gerencia que ocupaba en ese entonces ya tenía poco que aportarle, y los desafíos se iban extinguiendo. En realidad, Ariel quería enfrentar su propio desafío.

Su familia era propietaria de unas tierras en un pueblo del interior de Santiago. del Estero, ubicado a 300 kms. de la capital de esa provincia. El pueblo contaba en ese momento con 100 familias que vivían de lo que cosechaban.

Se puso a estudiar la posibilidad de desarrollar una actividad industrial en ese lugar y llegó a la conclusión que el proyecto debía estar sustentado en la producción de madera de quebracho.

En una conversación mantenida con el entonces propietario de uno de los principales Supermercados del país, Ariel terminó de perfilar su idea. Debería llegar a ser el principal proveedor de productos de madera para supermercados. La gama de productos abarcaría perchas, tablas de cocina, accesorios y porta jamones. El producto estrella serían las perchas. El otro mercado que abastecería esta industria, sería el de postes para el campo. En este producto, el margen, menor al de las perchas, contribuiría a solventar los costos fijos del proyecto.

Con la misma perseverancia y convicción que lo caracterizaba, se abocó íntegramente al desarrollo de lo que hasta ese momento era solo una idea. Era un gran desafío, pero estaba completamente preparado para encararlo.

El personal no tenía experiencia en tareas industriales, mas bien eran agricultores, y se debía diseñar un proceso completo de transformación de materia prima y una logística de distribución, para que el producto llegara a destino en tiempo y forma.

Ariel demostró fuertes inquietudes intelectuales, que superaban el estrecho ámbito de los negocios particulares. Su preocupación por definir un concepto de riqueza, en el que se pudiera sustentar un modelo de crecimiento económico, estaba presente en cada charla, o encuentro con sus amigos empresarios.
A quien quisiera oírlo, siempre estaba dispuesto a explicarle lo que él veía como una necesidad imperiosa: Relacionar inventarios, stocks o existencias con capacidad de transformación. Según su pensamiento, sin una de estas dos variables, era imposible crear riqueza o valor.

Su proyecto fue concebido bajo esa premisa, y debía mostrar si había *madera* para lograrlo.

El proyecto, dejó de ser tal en mayo del '92 y se transformó en un verdadero emprendimiento.

La empresa inició su proceso de desarrollo y construcción de instalaciones y maquinaria para la transformación de la materia prima en productos terminados. En forma paralela, se realizaba la capacitación del personal que operaría dicha transformación.
Nuestro porfiado emprendedor inició personalmente ambas actividades. En menos de cinco meses, estaba en condiciones de iniciar la fabricación de la primera partida de perchas. Su objetivo era lograr el mayor nivel de eficiencia en el término de un año. Obviamente se iniciaba un período de prueba y error no exento de sinsabores, y momentos cercanos a la desazón, sin embargo, el perfil del emprendedor salía a luz, y las situaciones fueron superadas sistemáticamente.

El área comercial del negocio comenzó a trabajar activamente y rápidamente se sumaron a la cartera de clientes, los supermercados Makro, Wal Mart, Carrefour, y Jumbo. No fue un trabajo fácil, cada departamento de compra tenía sus propias especificaciones, sus propios requerimientos, y hasta sus propias *barreras de entrada.*

Sin embargo, después de recibir los primeros pedidos, Ariel sufrió en carne propia aquello que tanto temía, el poder de negociación de los supermercados. Comenzaron a imponerle condiciones comerciales muy desfavorables. A tal punto que las devoluciones, los precios, los stocks, eran determinados en forma unilateral por ellos.

El emprendimiento logró producir cambios en esa pequeña sociedad nucleada en el interior de Santiago del Estero. La mayor parte de los habitantes comenzó a vivir de la incipiente industria, y un sentido de pertenencia recorría transversalmente todo el pueblo.

La empresa había logrado, cumplir con el proceso de extracción, transformación, venta, distribución, y cobro. Cada una de estas actividades debían ser perfeccionadas, pero la estructura ya estaba implementada.

Cuando Ariel nos entregó los Estados Contables de su empresa, ya habían pasado cinco años desde su creación. En ese período las ventas crecieron constantemente, la fabricación se fue perfeccionando, en calidad y eficiencia, el personal logró un nivel de trabajo difícil de superar, mientras que la logística del negocio llegó a ofrecer un nivel máximo de servicio y puntualidad.

Sin embargo, se acentuó la concentración de la demanda (monopsonio), aparecieron algunos competidores desleales, que no cumplían con las reglas internacionales de comercio (dumping), y el crédito, se alejaba cada día mas de la economía real.

Con este panorama nos encontramos en la actualidad. Una empresa real, un empresario mas real aún, y una situación económico financiera para evaluar.

**ESTADOS CONTABLES DE MADERAS ARGENTINAS S.A.**

**BALANCE GENERAL**

| | **ACTIVO** | **1996** | **1997** | **1998** | **1999** |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Maquinaria | 235,665 | 480,000 | 660,000 | 724,509 |
| 2 | Patentes y marcas | 2,300 | 2,500 | 2,100 | 2,600 |
| 3 | Documentos a Cobrar | | | 8,000 | 7,100 |
| 4 | Accionistas | 100,000 | 100,000 | | |
| 5 | Fianzas y depósitos | 300 | 670 | 1,200 | 1,500 |
| 6 | Clientes | 247,000 | 250,500 | 346,000 | 383,900 |
| 7 | Productos en proceso | 54,000 | 68,000 | 73,000 | 80,000 |
| 8 | Instalaciones, muebles y útiles | | 127,800 | 169,000 | 173,900 |
| 9 | Gastos anticipados | 500 | 980 | 630 | 1,020 |
| 10 | Préstamos al personal | 6,800 | 6,260 | 8,700 | 6,400 |
| 11 | Inversiones | | 8,000 | 113,000 | 113,000 |
| 12 | Edificio B.A. | 146,000 | 205,000 | 255,000 | 255,000 |
| 13 | Productos terminados | 106,000 | 169,000 | 298,000 | 295,000 |
| 14 | Materias Primas | 103,000 | 127,800 | 153,000 | 179,800 |
| 15 | Maquinaria en curso | | 6,800 | 17,800 | |
| 16 | Avales concedidos | | | 77,000 | 77,000 |
| 17 | Anticipos a Proveedores | 900 | 1,500 | 856 | 1,200 |
| 18 | Gastos Amortizables | 9,800 | 8,700 | 7,600 | 6,500 |
| 19 | Clientes dudoso cobro | 13,000 | 17,600 | 30,800 | 40,700 |
| 20 | Deudores varios | 17,900 | 22,000 | 29,000 | 21,500 |
| 21 | Caja y bancos | 33,000 | 34,590 | 39,800 | 41,300 |
| | **TOTALES** | **1,184,165** | **1,637,700** | **2,290,486** | **2,411,929** |

| | PASIVO | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Acreedores varios | 5,138 | 4,927 | 8,555 | 6,178 |
| 2 | Reservas voluntarias | 7,891 | 38,438 | 51,311 | 76,806 |
| 3 | Préstamos bancarios CP | 31,655 | 35,245 | 75,246 | 71,804 |
| 4 | Acreedores por B.U. | 55,771 | 250,665 | 296,621 | 293,744 |
| 5 | Préstamos de accionistas | 0 | 23,529 | 0 | 26,965 |
| 6 | Préstamos bancarios de LP | 68,448 | 46,577 | 182,160 | 160,197 |
| 7 | DGI acreedora | 15,965 | 10,564 | 14,317 | 16,807 |
| 8 | Riesgo Avales concedidos | 0 | 0 | 77,000 | 77,000 |
| 9 | Proveedores | 105,149 | 147,798 | 193,681 | 235,559 |
| 10 | Capital social | 462,437 | 484,018 | 519,507 | 520,709 |
| 11 | Remitos pdtes de Fra. | 2,110 | 4,120 | 3,448 | 4,833 |
| 12 | Amortización acum. B.U. | 229,200 | 289,258 | 446,117 | 513,270 |
| 13 | Previsión clientes dudoso cobro | | 17,600 | 30,800 | 40,700 |
| 14 | SUSS acreedora | 7,249 | 8,307 | 9,978 | 12,403 |
| 15 | Comisiones a pagar | 21,746 | 24,950 | 32,057 | 34,301 |
| 16 | Reserva legal | 13,029 | 16,195 | 16,971 | 18,507 |
| 17 | Descubierto Bancario | 104,000 | 220,000 | 302,000 | 255,000 |
| 18 | Resultado del ejercicio | 41,378 | 15,510 | 30,717 | 47,146 |
| | **TOTALES** | **1,184,166** | **1,637,701** | **2,290,486** | **2,411,929** |

## ESTADO DE RESULTADOS DE MADERAS ARGENTINAS S.A.

| | | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|---|
| | **Ingresos** | 1,100,749 | 1,262,710 | 1,598,337 | 1,716,800 |
| 1 | Ventas | 1,100,749 | 1,258,400 | 1,587,520 | 1,682,142 |
| 2 | Otros ingresos | | 4,310 | 10,817 | 34,658 |
| | **Gastos** | 1,059,371 | 1,247,200 | 1,567,620 | 1,669,653 |
| 3 | Personal | 225,900 | 249,800 | 300,800 | 328,099 |
| 4 | Gtos. comerciales | 29,800 | 93,800 | 162,900 | 83,000 |
| 5 | Trabajos sumin. y serv exteriores | | 94,800 | 113,000 | 132,980 |
| 6 | Gtos. de producción | 427,900 | 475,100 | 591,200 | 720,000 |
| 7 | Gtos. financieros e impositivos | | 299,600 | 367,720 | 372,174 |
| 8 | Gastos varios | 38,000 | 34,100 | 32,000 | 33,400 |
| | **Resultados** | **41,378** | **15,510** | **30,717** | **47,147** |

## NOTAS AL BALANCE DE SALDOS.

## ACTIVO

1. MAQUINARIA.
Maquinaria utilizada para la fabricación de perchas, tablas y demás productos, que integran la oferta comercial de la empresa. Se encuentra instalada en los galpones de la fábrica. Valuada a precio de compra, se encuentra en buen estado.

2. PATENTES Y MARCAS.
La empresa desarrolló un proceso tecnológico, que reduce los defectos de fabricación. Contabiliza sus patentes a precio de compra o a su costo de investigación y desarrollo.

3. DOCUMENTOS A COBRAR.
Valores recibidos de clientes por operaciones de venta de productos terminados. La mayor parte de los mismos es descontada antes del vencimiento.

El saldo de los valores descontados no vencidos era:
Al 31.12.96: $ 10.000
Al 31.12.97: $ 9.000
Al 31.12.98: $ 11.000
Al 31.12.99: $ 39.000

4. ACCIONISTAS.
El saldo de esta cuenta corresponde a aquellas acciones suscriptas por los accionistas pero aún no integradas. Durante el año 98 queda cancelada esta cuenta al producirse la integración de los $100.000 pendientes.

5. FIANZAS Y DEPÓSITOS
Depósitos de efectivo en garantía de alquileres, suministros de energía, etc.

6. CLIENTES
Corresponde a aquellas facturas pendientes de cobro.

7. PRODUCTOS EN PROCESO
Existencias al cierre de cada año, de productos semiterminados, por encontrarse aún en proceso de fabricación.

8. INSTALACIONES, MUEBLES Y UTILES.
Se encuentran localizados en la fábrica. Al igual que la maquinaria, están valorados a precio de costo.

9. GASTOS ANTICIPADOS
Gastos pagados por adelantado por la empresa y cuyo devengo no se había producido al cierre de cada ejercicio. Seguros y alquileres, entre otros.

10. PRESTAMOS AL PERSONAL
Bajo ciertas condiciones la empresa concede préstamos a sus empleados. Son, en todos los casos, a corto plazo. No constituye una actividad habitual, y está sujeta a la disponibilidad de excedentes de caja.

11. INVERSIONES
La empresa recibió un préstamo del Banco Río en el año 98 para la compra de maquinaria. Asimismo, la empresa mantiene una autorización de sobregiro en cuenta corriente de $230.000.
El saldo de inversiones corresponde a un depósito en plazo fijo, que la empresa debe mantener para garantizar su posición financiera frente al banco.

12. EDIFICIO Buenos Aires

La empresa adquirió en el año 95 un depósito con oficinas en Buenos Aires, con el propósito de concentrar la logística del negocio, el área comercial y la administración. El predio adquirido debía ser sometido a una reforma edilicia. La misma no se inició hasta el año 98 por problemas de autorización municipal. La construcción fue iniciada, y está prevista su terminación en Noviembre de 2000.

13. PRODUCTOS TERMINADOS

No se presentan problemas de deterioro u obsolescencia.

La empresa utiliza el sistema costo directo (direct costing)* para valuar los productos terminados de elaboración propia (perchas, tablas, jamoneros), mientras que los productos comprados a terceros (postes), son valuados a precio de adquisición.

14. MATERIAS PRIMAS

La empresa se aprovisiona de materia prima para la fabricación de perchas de su propia forestación, y para la de postes, compra a terceros.

15. MAQUINARIA EN CURSO.

Bajo este concepto se presentan aquellas inversiones en máquinas y equipos que aún no se encuentran en situación de producción sino en fase de construcción o puesta en marcha.

16. AVALES CONCEDIDOS

La empresa ha avalado en el año 98 a terceros por un monto de $ 77.000. Dichos avales fueron aplicados en la obtención de préstamos bancarios.

17. ANTICIPOS A PROVEEDORES

Ciertos proveedores de insumos exigen el pago por anticipado de parte de la compra.

18. GASTOS AMORTIZABLES.
Corresponde a los gastos de ampliación de capital efectuada en 1995, que se van amortizando anualmente hasta su total cancelación.

19. CLIENTES DUDOSO COBRO
Saldos de clientes de dudosa probabilidades de cobro.

20. DEUDORES VARIOS
En este rubro se agrupan conceptos como anticipos de sueldos, crédito IVA, etc.

21. CAJA Y BANCOS
Efectivo que se mantiene en caja y en cuenta corriente bancaria.

**NOTAS AL BALANCE DE SALDOS.**
**PASIVO**

1. ACREEDORES VARIOS
Se compone mayoritariamente de proveedores en cuenta corriente de herramientas que forman parte de los bienes de uso. La totalidad del saldo vence en el próximo ejercicio, aunque se renueva periódicamente.

2. RESERVA VOLUNTARIA
Reserva de libre disposición, dotada con los beneficios de cada ejercicio.

3. PRESTAMOS BANCARIOS C.P.
Contiene préstamos bancarios con vencimiento inferior a un año* así como la parte a corto de los préstamos a medio y largo plazo.

4. ACREEDORES POR BIENES DE USO
Es la financiación parcial otorgada por los proveedores de bienes de uso. La misma tiene vencimiento expreso en el corto plazo.

5. PRESTAMOS DE ACCIONISTAS
Por disponer algunos accionistas minoritarios de un excedente de liquidez, han formalizado un préstamo a la empresa, a un tipo de interés inferior al de mercado.

6. PRESTAMOS BANCARIOS DE LARGO PLAZO
Formalizados a plazos superiores al año.

7. DGI ACREEDORA
Liquidaciones pendientes en concepto de impuestos varios.

8. RIESGO POR AVALES CONCEDIDOS
La empresa mantiene un riesgo de $77.000, por avales concedidos a terceros.

9. PROVEEDORES
Saldo adeudado a proveedores de materias primas.

10. CAPITAL SOCIAL
Constituido por 5.207 acciones.

11. REMITOS PDTES.
Corresponde a las materias primas recibidas sin factura del proveedor.

12. AMORTIZ. ACUML. B.U.
Es el saldo acumulado de la amortización de todos los bienes que componen el rubro activo fijo material funcional.

13. PREVISION CLIENTES DE DUDOSO COBRO
Se trata de una previsión para cubrir las pérdidas esperadas por falta de pago de los clientes morosos.

14. SUSS ACREEDORA
La liquidación de la cuota de seguridad social por mes vencido genera el saldo de esta cuenta.

15. COMISIONES A PAGAR
Al cierre del ejercicio, la empresa registra el pasivo por aquellos comisiones por ventas ya devengados pero pendientes de pago.

16. RESERVA LEGAL
Según la ley de sociedades, se constituye una reserva del 5% del beneficio anual, hasta alcanzar el 20% del capital social.

17. DESCUBIERTO BANCARIO.
La empresa mantiene un acuerdo de sobregiro comercial con el Banco Río.

18. RESULTADO DEL EJERCICIO
Su composición está detallada en el estado correspondiente.

NOTA 1: Las cuentas que integrarán el concepto de deuda financiera son, acreedores varios, descubierto bancario, acreedores por bienes de uso, préstamos bancarios corto y largo plazo y préstamos accionistas.
Las deudas no financieras son: proveedores, remitos pendientes de facturación, DGI acreedora, SUSS acreedora y comisiones a pagar.

NOTS 2: Los pasivos cíclicos están compuestos por las siguientes cuentas, proveedores, remitos pendientes de facturación, acreedores varios, DGI acreedora, SUSS acreedora, comisiones a pagar y descubierto.
Los expresos están integrados por: acreedores de bienes de uso, préstamos bancarios de corto plazo y préstamos accionistas.

## NOTAS AL ESTADO DE RESULTADOS

1)La empresa clasifica sus productos en dos líneas diferentes. Los postes por un lado, y las perchas y demás productos por otro[10]*.

| | 1996 | Vta s/iva | 1999 | Vta s/iva |
|---|---|---|---|---|
| | | | | |
| Venta total | 1,100,749 | 909,710 | 1,682,142 | 1,390,200 |
| | | | | |
| Postes | 649,489 | 536,768 | 1,110,169 | 917,495 |
| Perchas | 451,260 | 372,942 | 571,973 | 472,705 |

2) Otros ingresos.
Esta cuenta recoge el resultado positivo de la venta de bienes de uso.

3) Personal.
El departamento de personal distingue tres grupos de empleados de acuerdo al siguiente criterio:

A) Personal directo que realiza las labores manuales propias de fabricación.

B) Personal, tanto de producción, comercial o administración, con dedicación exclusiva a una línea de producto, en funciones tales como encargado de fábrica, control de calidad, administrativos, vendedores, etc.

C) Personal administrativo y subalterno para los que no es posible fijar un porcentaje de dedicación a cada línea de producto.

[10] En adelante las perchas y los otros productos se agruparán bajo la denominación: Perchas.

| | | 1996 | | | 1999 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** |
| Personal a | 82.732 | 81.517 | 164.249 | 152.101 | 105,697 | 257,798 |
| Personal b | 33.761 | 18.171 | 51,932 | 33,978 | 22,933 | 56,910 |
| Personal c | | | 9,719 | | | 13,391 |
| **Total** | | | **225,900** | | | **328,099** |

En el año 1996 el personal de Maderas Argentinas estaba compuesto por 250 trabajadores, mientras que en el año 1999 eran 360.

4) Gastos comerciales: Esta cuenta está integrada por una serie de subcuentas con el siguiente detalle:

| | | 1996 | | | 1999 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** |
| a) descuentos p/cant. | | | | | 34.000 | 34,000 |
| b) comisiones | 2,600 | 1,100 | 3,700 | 4,000 | 3,000 | 7,000 |
| c) previsión insolv. | 2,714 | 1,886 | 4,600 | 7,920 | 4,080 | 12,000 |
| d) transportes | 9,000 | 6,500 | 15,500 | 14,000 | 8,000 | 22,000 |
| e) prom. ccial. | 1,200 | 4,800 | 6,000 | 3,000 | 5,000 | 8,000 |
| | | | | | | |
| **Total** | | | **29,800** | | | **83,000** |

4.A. Son bonificaciones concedidas a clientes, atendiendo al volumen total de sus compras en el año.

4.B. Son incentivos que recibe el personal de ventas en función del volumen de ventas conseguido por cada línea de producto.

4.C. Anualmente la empresa revisa la totalidad de cuentas a cobrar de clientes y dota una reserva para cubrir posibles morosidades en los saldos. El criterio utilizado es aplicar un porcentaje sobre las ventas.

4.D. Una empresa de transporte realiza ese servicio, el cual es facturado mensualmente en razón de los Kgs. de mercadería transportada.

4.E. En este apartado se incluyen aquellas acciones y gastos de tipo comercial, que la empresa lleva a cabo ocasionalmente, tales como viajes comerciales al extranjero, stands en ferias, inserciones en prensa, etc.

5) Trabajos, suministros y servicios exteriores: Este epígrafe se descompone en las siguientes partidas:

| | **1996** | | | **1999** | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** |
| a)Trabajos exteriores | 51,000 | 12,500 | 63,500 | 76,800 | 11,900 | 88,700 |
| b)Suministros | 10,000 | 15,400 | 25,400 | 21,900 | 22,380 | 44,280 |
| **Total** | | | **88,900** | | | **132,980** |

5.A. La empresa contrata al exterior algunas operaciones que completan el proceso de fabricación (embalajes, accesorios metálicos, etc.).

5.B. Este concepto recoge el consumo de energía (electricidad, gas, y combustible) y agua para el proceso de fabricación.

6) Gastos de producción:

| | | 1996 | | | 1999 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** |
| a)Costo de mats. | 251,000 | 107,900 | 358,900 | 459,000 | 156,000 | 615,000 |
| b)Canon calidad | | 2,300 | 2,300 | | 2,800 | 2,800 |
| c)Amortizaciones | | | 43,000 | | | 71,300 |
| d)Otros Gtos fabric. | 13,900 | 9,800 | 23,700 | 20,100 | 10,800 | 30,900 |
| **Total** | | | **427,900** | | | **720,000** |

6.A. Valor de los materiales incorporados en los productos vendidos, desglosados por líneas de productos.

6.B. La empresa mantiene un contrato con una firma de consultoría, según el cual, mediante el pago de un canon sobre la producción del año de perchas, tiene derecho de uso de un proceso de control y aseguramiento de calidad.

6.C. La amortización se presenta desglosada en: Amortización Imputable (de aquellas maquinarias y equipos empleados específicamente en una línea de producto) y Amortización No Imputable (de aquellas que no pueden imputarse por línea de producto por tratarse de maquinarias usadas por ambas o bien por corresponder a amortización de muebles y equipos de oficina):

| | **1996** | **1999** |
|---|---|---|
| Amortización Imputable | 25,500 | 46,300 |
| Postes | 12,300 | 22,400 |
| Perchas | 13,200 | 23,900 |
| | | |
| Amort. no Imputable | 17,500 | 25,000 |
| **Total** | **43,000** | **71,300** |

6.D. Otros gastos de fabricación imputables por líneas de productos: reparaciones y mantenimiento, combustibles, etc.

7) Gastos financieros y fiscales. Este concepto reúne las siguientes subcuentas:

| | | 1996 | | | 1999 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** | **POSTES** | **PERCHAS** | **TOTAL** |
| A) IVA | 112,721 | 78,318 | 191,039 | 192,674 | 99,268 | 291,942 |
| B) Impuestos diversos | | | 2,800 | | | 5,100 |
| C) G. Financieros | | | 25.000 | | | 37.000 |
| D) I. Brutos | 13,238 | 9,197 | 22,435 | 24,479 | 12,612 | 37,091 |
| Imp. Gcias. | | | 7.597 | | | 1.041 |

7.C. Comprende la totalidad de interés y comisiones satisfechos por la disposición de créditos y descubiertos bancarios. También se incluyen los descuentos a clientes por pronto pago.

8) Gastos Varios: Se descomponen tal como se detalla a continuación:

| | **1996** | **1999** |
|---|---|---|
| G. extraordinarios | 14,500 | |
| Alquileres | 12,000 | 17,600 |
| Otros gtos. generales | 11,500 | 15,800 |
| **Total** | **38,000** | **33,400** |

Los gastos extraordinarios corresponden a la indemnización que tuvo que afrontar la empresa por un daño causado en la propiedad de un vecino.

## FLUJOS DE STOCKS

| | 1996 | 1999 |
|---|---|---|
| + E.F. PT | 106.000 | 295.000 |
| - E.I. PT. | 110.113 | 298.000 |
| + Vtas. P. Costo | 614.349 | 1.008.578 |
| FAB. TERM. | 610.236 | 1.005.578 |

| | | |
|---|---|---|
| + E.F. PC | 54.000 | 80.000 |
| - E.I. PC | 49.680 | 73.000 |
| + FAB. TERM. | 610.236 | 1.005.578 |
| ENT. A FAB. | 614.556 | 1.012.578 |

| | | |
|---|---|---|
| % MP/COSTO FAB. | 358.900 / 614.349 = 58,42% | 615.000 / 1.008.578 = 60,97% |

| | | |
|---|---|---|
| MP UTILIZADAS | 359.021 | 617.369 |

| | | |
|---|---|---|
| + E.F. MP | 103.000 | 179.800 |
| - E.I. MP | 98.880 | 153.000 |
| + MP UTILIZADA | 359.021 | 617.369 |
| COMPRA MP | 363.141 | 644.169 |

## BALANCE ORDENADO

### ACTIVO

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|
| ***ACTIVO CIRCULANTE*** | ***569.100,0*** | ***680.630,0*** | ***956.986,0*** | ***1.017.220,0*** |
| | | | | |
| **DISPONIBILIDADES** | **33.000,0** | **34.590,0** | **39.800,0** | **41.300,0** |
| Caja y Bcos | 33.000,0 | 34.590,0 | 39.800,0 | 41.300,0 |
| | | | | |
| **CREDITOS** | **273.100,0** | **281.240,0** | **393.186,0** | **421.120,0** |
| **Funcional** | **266.300,0** | **274.980,0** | **384.486,0** | **414.720,0** |
| Clientes | 247.000,0 | 250.500,0 | 346.000,0 | 383.900,0 |
| Clientes dudoso cobro | 13.000,0 | 17.600,0 | 30.800,0 | 40.700,0 |
| Documentos a cobrar | 0,0 | 0,0 | 8.000,0 | 7.100,0 |
| Subtotal Créditos por ventas | 260.000,0 | 268.100,0 | 384.800,0 | 431.700,0 |
| - Prev. Clientes dudoso cobro | 13.000,0 | 17.600,0 | 30.800,0 | 40.700,0 |
| Total Créditos | 247.000,0 | 250.500,0 | 354.000,0 | 391.000,0 |
| | | | | |
| Deudores varios | 17.900,0 | 22.000,0 | 29.000,0 | 21.500,0 |
| Anticipos a Proveedores | 900,0 | 1.500,0 | 856,0 | 1.200,0 |
| Gastos anticipados | 500,0 | 980,0 | 630,0 | 1.020,0 |
| Sub total OTROS CREDITOS | 19.300,0 | 24.480,0 | 30.486,0 | 23.720,0 |
| | | | | |
| **Extrafuncional** | **6.800,0** | **6.260,0** | **8.700,0** | **6.400,0** |
| Préstamos al Personal | 6.800,0 | 6.260,0 | 8.700,0 | 6.400,0 |
| | | | | |
| **STOCKS** | **263.000,0** | **364.800,0** | **524.000,0** | **554.800,0** |
| Materias Primas | 103.000,0 | 127.800,0 | 153.000,0 | 179.800,0 |
| Productos en Proceso | 54.000,0 | 68.000,0 | 73.000,0 | 80.000,0 |
| Productos Terminados | 106.000,0 | 169.000,0 | 298.000,0 | 295.000,0 |

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|
| ***ACTIVO FIJO*** | ***272.865,0*** | ***550.212,0*** | ***779.583,0*** | ***763.739,0*** |
| | | | | |
| **INMOV. FINANCIERAS** | **300,0** | **8.670,0** | **114.200,0** | **114.500,0** |
| **Funcional** | **300,0** | **8.670,0** | **114.200,0** | **114.500,0** |
| Fianzas y depósitos | 300,0 | 670,0 | 1.200,0 | 1.500,0 |
| Depósito Colateral | 0,0 | 8.000,0 | 113.000,0 | 113.000,0 |
| | | | | |
| **MATERIAL** | **260.465,0** | **530.342,0** | **655.683,0** | **640.139,0** |
| **Funcional** | **114.465,0** | **318.542,0** | **382.883,0** | **385.139,0** |
| Maquinarias | 235.665,0 | 480.000,0 | 660.000,0 | 724.509,0 |
| Instalaciones, muebles y útiles | 108.000,0 | 127.800,0 | 169.000,0 | 173.900,0 |
| Sub Total Material Funcional | 343.665,0 | 607.800,0 | 829.000,0 | 898.409,0 |
| - Amortizac. Acum. Bs de Uso | 229.200,0 | 289.258,0 | 446.117,0 | 513.270,0 |
| Total Material Funcional | 114.465,0 | 318.542,0 | 382.883,0 | 385.139,0 |
| | | | | |
| **Interino** | **146.000,0** | **211.800,0** | **272.800,0** | **255.000,0** |
| Edificio B.A. | 146.000,0 | 205.000,0 | 255.000,0 | 255.000,0 |
| Maquinaria en curso | 0,0 | 6.800,0 | 17.800,0 | 0,0 |
| | | | | |
| **INMATERIAL** | **12.100,0** | **11.200,0** | **9.700,0** | **9.100,0** |
| **Funcional** | **12.100,0** | **11.200,0** | **9.700,0** | **9.100,0** |
| Patentes y marcas | 2.300,0 | 2.500,0 | 2.100,0 | 2.600,0 |
| Gastos Amortizables | 9.800,0 | 8.700,0 | 7.600,0 | 6.500,0 |
| | | | | |
| **TOTAL ACTIVO** | **841.965,0** | **1.230.842,0** | **1.736.569,0** | **1.780.959,0** |

**PASIVO**

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|---|---|---|---|
| **TOTAL EXIGIBLE** | **417.231,0** | **776.682,0** | **1.118.063,0** | **1.117.791,0** |
| ***EXIGIBLE CORTO PLAZO*** | ***348.783,0*** | ***730.105,0*** | ***935.903,0*** | ***957.594,0*** |
| | | | | |
| **CICLICOS** | **261.357,0** | **420.666,0** | **564.036,0** | **565.081,0** |
| Proveedores | 105.149,0 | 147.798,0 | 193.681,0 | 235.559,0 |
| Rtos. Pdtes de fras. | 2.110,0 | 4.120,0 | 3.448,0 | 4.833,0 |
| Acreedores varios | 5.138,0 | 4.927,0 | 8.555,0 | 6.178,0 |
| DGI acreedora | 15.965,0 | 10.564,0 | 14.317,0 | 16.807,0 |
| SUSS acreedora | 7.249,0 | 8.307,0 | 9.978,0 | 12.403,0 |
| Comisiones a pagar | 21.746,0 | 24.950,0 | 32.057,0 | 34.301,0 |
| Descubierto Bancario | 104.000,0 | 220.000,0 | 302.000,0 | 255.000,0 |
| | | | | |
| **EXPRESOS** | **87.426,0** | **309.439,0** | **371.867,0** | **392.513,0** |
| Acreedores por Bienes de Uso | 55.771,0 | 250.665,0 | 296.621,0 | 293.744,0 |
| Préstamos bancarios | 31.655,0 | 35.245,0 | 75.246,0 | 71.804,0 |
| Préstamos accionistas | 0,0 | 23.529,0 | 0,0 | 26.965,0 |
| | | | | |
| ***EXIGIBLE LARGO PLAZO*** | ***68.448,0*** | ***46.577,0*** | ***182.160,0*** | ***160.197,0*** |
| Préstamos Bancarios | 68.448,0 | 46.577,0 | 182.160,0 | 160.197,0 |
| | | | | |
| **PATRIMONIO NETO** | **424.735,0** | **454.161,0** | **618.506,0** | **663.168,0** |
| ***CAPITAL*** | ***362.437,0*** | ***384.018,0*** | ***519.507,0*** | ***520.709,0*** |
| Capital Social | 462.437,0 | 484.018,0 | 519.507,0 | 520.709,0 |
| -Accionistas | 100.000,0 | 100.000,0 | 0,0 | 0,0 |
| Total Capital Social | 362.437,0 | 384.018,0 | 519.507,0 | 520.709,0 |
| | | | | |
| ***RESERVAS*** | ***20.920,0*** | ***54.633,0*** | ***68.282,0*** | ***95.313,0*** |
| Reserva Legal | 13.029,0 | 16.195,0 | 16.971,0 | 18.507,0 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Reserva Voluntaria | 7.891,0 | 38.438,0 | 51.311,0 | 76.806,0 |
| ***RESULTADOS*** | ***41.378,0*** | ***15.510,0*** | ***30.717,0*** | ***47.146,0*** |
| Resultado del ejercicio | 41.378,0 | 15.510,0 | 30.717,0 | 47.146,0 |
| **TOTAL PASIVO** | **841.966,0** | **1.230.843,0** | **1.736.569,0** | **1.780.959,0** |

## ESTADO DE RESULTADOS

| | 1996 | | | | | | 1999 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | POSTES | % | PERCHAS | % | TOTAL | % | POSTES | % | PERCHAS | % | TOTAL | % |
| VENTAS BRUTAS | 536.768 | 100,0 | 372.942 | 100,0 | 909.710 | 100,0 | 917.495 | 100,0 | 472.705 | 100,0 | 1.390.200 | 100,0 |
| Impuesto I.B. | 13.238 | 2,5 | 9.197 | 2,5 | 22.435 | 2,5 | 24.479 | 2,7 | 12.612 | 2,7 | 37.091 | 2,7 |
| **VENTAS NETAS** | **523.530** | **97,5** | **363.745** | **97,5** | **887.275** | **97,5** | **893.016** | **97,3** | **460.093** | **97,3** | **1.353.109** | **97,3** |
| Costo de materiales | **251.000** | 46,8 | 107.900 | 28,9 | 358.900 | 39,5 | 459.000 | 50,0 | 156.000 | 33,0 | 615.000 | 44,2 |
| M.O. Fabricación | 82.732 | 15,4 | 81.517 | 21,9 | 164.249 | 18,1 | 152.101 | 16,6 | 105.697 | 22,4 | 257.798 | 18,5 |
| Trabajos Exteriores | 51.000 | 9,5 | 12.500 | 3,4 | 63.500 | 7,0 | 76.800 | 8,4 | 11.900 | 2,5 | 88.700 | 6,4 |
| Suministros | 10.000 | 1,9 | 15.400 | 4,1 | 25.400 | 2,8 | 21.900 | 2,4 | 22.380 | 4,7 | 44.280 | 3,2 |
| Canon calidad | - | - | 2.300 | 0,6 | 2.300 | 0,3 | - | - | 2.800 | 0,6 | 2.800 | 0,2 |
| **COSTO VBLE FABR.** | **394.732** | **73,5** | **219.617** | **58,9** | **614.349** | **67,5** | **709.801** | **77,4** | **298.777** | **63,2** | **1.008.578** | **72,5** |
| **MG. BRUTO FABR.** | **128.798** | **24,0** | **144.128** | **38,6** | **272.926** | **30,0** | **183.215** | **20,0** | **161.316** | **34,1** | **344.531** | **24,8** |
| Comisiones | 2.600 | 0,5 | 1.100 | 0,3 | 3.700 | -<br>0,4 | 4.000 | 0,4 | 3.000 | 0,6 | 7.000 | 0,5 |
| Descuentos por cantidad | - | - | - | - | - | - | - | - | 34.000 | 7,2 | 34.000 | 2,4 |
| Previsión Insolvencias | 2.714 | 0,5 | 1.886 | 0,5 | 4.600 | 0,5 | 7.920 | 0,9 | 4.080 | 0,9 | 12.000 | 0,9 |
| Transportes | 9.000 | 1,7 | 6.500 | 1,7 | 15.500 | 1,7 | 14.000 | 1,5 | 8.000 | 1,7 | 22.000 | 1,6 |
| **COSTO VBLE COM.** | **14.314** | **2,7** | **9.486** | **2,5** | **23.800** | **2,6** | **25.920** | **2,8** | **49.080** | **10,4** | **75.000** | **5,4** |
| **MG. DE CONTRIBUCION** | **114.484** | **21,3** | **134.642** | **36,1** | **249.126** | **27,4** | **157.295** | **17,1** | **112.236** | **23,7** | **269.531** | **19,4** |
| Personal | 33.761 | 6,3 | 18.171 | 4,9 | 51.932 | 5,7 | 33.978 | 3,7 | 22.933 | 4,9 | 56.911 | 4,1 |
| Amortización | 12.300 | 2,3 | 13.200 | 3,5 | 25.500 | 2,8 | 22.400 | 2,4 | 23.900 | 5,1 | 46.300 | 3,3 |
| Promoción Comercial | 1.200 | 0,2 | 4.800 | 1,3 | 6.000 | 0,7 | 3.000 | 0,3 | 5.000 | 1,1 | 8.000 | 0,6 |
| Otros gastos fabricac. | 13.900 | 2,6 | 9.800 | 2,6 | 23.700 | 2,6 | 20.100 | 2,2 | 10.800 | 2,3 | 30.900 | 2,2 |
| **ESTRUCT. IMPUT.** | **61.161** | **11,4** | **45.971** | **12,3** | **107.132** | **11,8** | **79.478** | **8,7** | **62.633** | **13,2** | **142.111** | **10,2** |
| **MARGEN IMPUTABLE** | **53.323** | **9,9** | **88.671** | **23,8** | **141.994** | **15,6** | **77.817** | **8,5** | **49.603** | **10,5** | **127.420** | **9,2** |
| Personal | | | | | 9.719 | 1,1 | | | | | 13.391 | 1,0 |
| Amortización | | | | | 17.500 | 1,9 | | | | | 25.000 | 1,8 |
| Alquileres | | | | | 12.000 | 1,3 | | | | | 17.600 | 1,3 |
| Impuestos diversos | | | | | 2.800 | 0,3 | | | | | 5.100 | 0,4 |
| Otros gastos generales | | | | | 11.500 | 1,3 | | | | | 15.800 | 1,1 |
| **ESTRUCT. GRAL.** | | | | | **53.519** | **5,9** | | | | | **76.891** | **5,5** |
| **BENEF. DE EXPLOT.** | | | | | **88.475** | **9,7** | | | | | **50.529** | **3,6** |
| Gastos financieros | | | | | 25.000 | 2,7 | | | | | 37.000 | 2,7 |

| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **BENEF. POST FINANC.** | | | | | **63.475** | **7,0** | | | | | **13.529** | **1,0** |
| Res. EXTRAORD. | | | | | (14.500) | (1,6) | | | | | 34.658 | 2,5 |
| **RESULT. ANTES DE IMP.** | | | | | **48.975** | **5,4** | | | | | **48.187** | **3,5** |
| IMP. A LAS GCIAS | | | | | 7.597 | 0,8 | | | | | 1.041 | 0,1 |
| **BENEF. NETO TOTAL** | | | | | **41.378** | **4,5** | | | | | **47.146** | **3,4** |

## BALANCE ESQUEMATICO

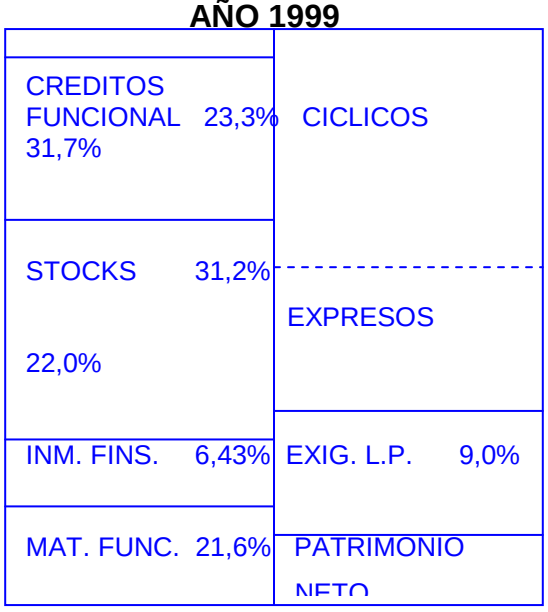
| | 1996 | | 1999 | |
|---|---|---|---|---|
| | IMPORTE | % | IMPORTE | % |
| ACTIVO CIRCULANTE | | | | |
| DISPONIBILIDADES | 33.000 | 3,9% | 41.300 | 2,3% |
| CREDITOS FUNCIONAL | 266.300 | 31,6% | 414.720 | 23,3% |
| CREDITOS EXTRAF. | 6.800 | 0,8% | 6.400 | 0,4% |
| STOCKS | 263.000 | 31,2% | 554.800 | 31,2% |
| **TOTAL ACTIVO CIRCULANTE** | **569.100** | **67,6%** | **1.017.220** | **57,1%** |
| ACTIVO FIJO | | | | |
| INMOV. FIN. FUNCIONAL | 300 | 0,0% | 114.500 | 6,4% |
| MATERIAL FUNCIONAL | 114.465 | 13,6% | 385.139 | 21,6% |
| INTERINO | 146.000 | 17,3% | 255.000 | 14,3% |
| INMATERIAL FUNCIONAL | 12.100 | 1,4% | 9.100 | 0,5% |
| **TOTAL ACTIVO FIJO** | **272.865** | **32,4%** | **763.739** | **42,9%** |
| | | | | |
| ***TOTAL ACTIVO NETO*** | ***841.965*** | ***100,0%*** | ***1.780.959*** | ***100,0%*** |
| EXIGIBLES A CORTO PLAZO | | | | |
| EXIGIBLES CICLICOS | 261.357 | 31,0% | 565.081 | 31,7% |
| EXIGIBLES EXPRESOS | 87.426 | 10,4% | 392.513 | 22,0% |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| TOTAL EXIG. C. PLAZO | 348.783 | 41,4% | 957.594 | 53,8% |
| EXIGIBLES A LARGO PLAZO | 68.448 | 8,1% | 160.197 | 9,0% |
| PATRIMONIO NETO | 424.735 | 50,4% | 663.168 | 37,2% |
| ***TOTAL PASIVO*** | ***841.966*** | ***100,0%*** | ***1.780.959*** | ***100,0%*** |

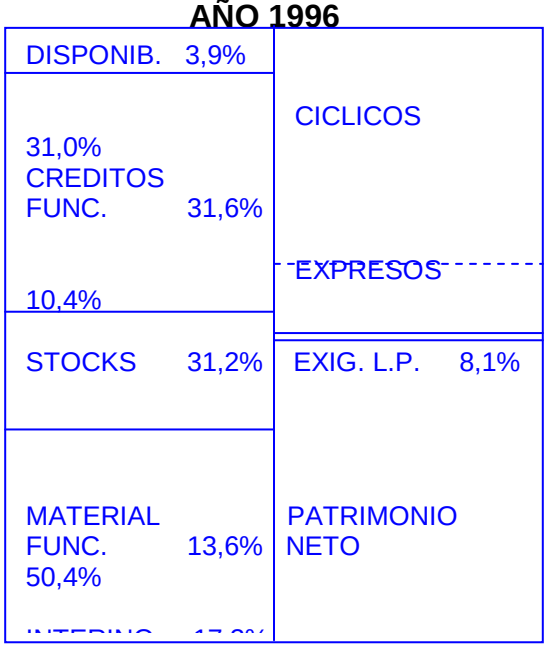
**MADERAS ARGENTINAS S.A.**

**REPRESENTACION GRAFICA DEL BALANCE**

**AÑO 1999**




**AÑO 1996**



## VISION GLOBAL DE LA ESTRUCTURA PATRIMONIAL

| | 1996 | | 1999 | |
|---|---|---|---|---|
| COMPOSICION DEL ACTIVO | | | | |
| | | | | |
| ACTIVO FIJO | 272.865 | 32,4% | 763.739 | 42,9% |
| ACTIVO TOTAL | 841.965 | | 1.780.959 | |
| | | | | |
| ACTIVO CIRCULANTE | 569.100 | 67,6% | 1.017.220 | 57,1% |
| ACTIVO TOTAL | 841.965 | | 1.780.959 | |
| | | | | |
| COMPOSICION DEL A. FIJO | | | | |
| | | | | |
| BIENES DE USO | 114.465 | 41,9% | 385.139 | 50,4% |
| ACTIVO FIJO | 272.865 | | 763.739 | |
| | | | | |
| INM. FIN. | 300 | 0,1% | 114.500 | 15,0% |
| ACTIVO FIJO | 272.865 | | 763.739 | |
| | | | | |
| INTERINO | 146.000 | 53,5% | 255.000 | 33,4% |
| ACTIVO FIJO | 272.865 | | 763.739 | |
| | | | | |
| COMPOSICION DEL A. CIRC. | | | | |
| | | | | |
| STOCKS | 263.000 | 46,2% | 554.800 | 54,5% |
| ACTIVO CIRCULANTE | 569.100 | | 1.017.220 | |
| | | | | |
| CLIENTES | 247.000 | 43,4% | 391.000 | 40,8% |
| ACTIVO CIRCULANTE | 569.100 | | 1.017.220 | |

| DIVERSIFICACION DE INVS. | | | | |
|---|---|---|---|---|
| ~~EXTRAFUNCIONAL~~ | 6.800 | 0,8% | 6.400 | 0,4% |
| ACTIVOS | 841.965 | | 1.780.959 | |

| ENDEUDAMIENTO | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | **1996** | | **1999** | |
| ~~EXIGIBLES~~ | 417.231 | 49,6% | 1.117.791 | 62,8% |
| ACTIVO TOTAL | 841.965 | | 1.780.959 | |
| | | | | |
| ~~EXIGIBLE C. PLAZO~~ | 348.783 | 83,6% | 957.594 | 85,7% |
| TOTAL EXIGIBLES | 417.231 | | 1.117.791 | |
| | | | | |
| ~~EXIGIBLE L. PLAZO~~ | 68.448 | 16,4% | 160.197 | 14,3% |
| TOTAL EXIGIBLES | 417.231 | | 1.117.791 | |
| | | | | |
| ~~CICLICOS~~ | 261.357 | 74,9% | 565.081 | 59,0% |
| EXIGIBLES C. PLAZO | 348.783 | | 957.594 | |
| | | | | |
| ~~EXPRESOS~~ | 87.426 | 25,1% | 392.513 | 41,0% |
| EXIGIBLES C. PLAZO | 348.783 | | 957.594 | |

## Visión Global de la Estructura Patrimonial

**Inversiones:**

Maderas Argentinas S.A. presenta un activo cuya composición, a pesar de tratarse de una empresa industrial, es mayoritariamente de Circulante. Sin embargo la evolución entre el año 96 y 99 no demuestra una fortalecimiento de las inversiones en activo fijo. Notemos que en el año 96, la mezcla de inversiones era, 32% de fijo contra 68% de circulante, mientras que en el 99, se transforma en 43 y 57% respectivamente. Las inversiones en Fijo crecieron un 180%, mientras que las de circulante, lo hicieron en un 80%. Se observa entonces una tendencia a igualar la composición del activo entre fijos y circulante.

El activo fijo está integrado en su mayor parte por bienes de uso y por activos interinos (en proceso de transformarse en bienes de uso). Sin embargo en el

año 99 aparece en el balance una cuenta denominada ¨ Depósito Colateral ¨, como inmovilización financiera, como consecuencia de la posición crediticia que la empresa mantiene con el Banco Río. Con lo cual debemos advertir que una parte importante del crecimiento en las inversiones en Fijo, es producto de una decisión impuesta desde fuera de la empresa.

También es importante destacar en la composición del activo fijo la fuerte incidencia que tiene el Interino (un 53% del fijo en el 96 y un 33% en el 99) Recordemos que este tipo de inversión, al estar en proceso de construcción o puesta en marcha, no es productiva, y por tal motivo, no tiende a la liquidez mediante el proceso de amortización. Es necesario pensar en una fuente de financiación explícita que no se transforme en exigible durante el periodo de iliquidez de la inversión.

Por otra parte la composición del activo circulante, refleja una preponderancia de los stocks y los créditos por venta en ambos periodos. Aunque en el 99 los stocks tienen mayor peso que en el 96, debido a la evolución de los productos terminados.

En relación a los activos extrafuncionales, podemos advertir que la empresa no está derivando recursos hacia otras actividades, sino que por el contrario está concentrando sus recursos en la actividad principal.

**Endeudamiento:**

Se observa un incremento en el nivel de endeudamiento en los ejercicios analizado. Mientras en el 96 por cada peso de fondos propios la empresa debía 0,98 centavos (417/424), en el 99, por cada peso de fondos propios la empresa debe 1,7 (1.118/663). Esta evolución a su vez provoca un cambio en el mix de financiación de los activos. En el 96 de cada 100 pesos de activos la empresa utilizaba 50 pesos de endeudamiento, mientras en el 99 utiliza 63.

Este indicador nos está advirtiendo respecto al mayor nivel de riesgo que están asumiendo los acreedores de la empresa. Ante un eventual default de la misma, el activo que está respaldando o ¨ garantizando ¨ esa deuda, deberá se ¨ repartido ¨ entre un número mayor de acreedores.

Calidad del endeudamiento:

La mayor concentración del mismo se produce en el corto plazo. En el año 96, esta categoría de deuda concentraba el 84% de la deuda total, mientras que en el 99, representa el 86%. Es una proporción demasiado elevada, considerando además que el endeudamiento está creciendo de manera muy pronunciada.
La deuda de largo plazo, alcanza una cifra muy pequeña en relación a la de corto, en el 96 era el 16% y en el 99 14%.

La mala calidad de la deuda, por su exagerada concentración en el corto plazo, en el año 96 se veía compensada con una elevada proporción de recursos cíclicos. Los mismos alcanzaban el 75% del total de recursos de corto. Y de esta manera la renovación automática de estas fuentes de financiación, los transformaba en recursos permanentes, en la medida en que el nivel de ventas se mantuviera constante. En dicho año, la empresa había llegado a utilizar un 25% de recursos expresos.
Sin embargo, la compensación advertida en el año 96, va perdiendo relevancia. En el año 99, los recursos cíclicos caen al 59% de los exigibles de corto plazo. Y esta caída es una clara debilidad en la evolución de la de la calidad de la deuda de M.A.S.A. En este periodo los recursos expresos alcanzan la proporción del 41% del total de recursos de corto plazo.

Resumiendo:

- Mayor incidencia de las inversiones en Circulante.
- Crecimiento superior en el Fijo en los periodos comparados.
- El activo Circulante está concentrado en Stocks y Clientes.

- El Activo Fijo está concentrado en Bienes de Uso e Interinos. Es muy elevada la proporción de estos últimos. Hay una importante inmovilización financiera por exigencia bancaria.

- No se advierte diversificación en inversiones.

- Fuerte crecimiento en el nivel de Endeudamiento.

- Mala calidad de la deuda. Concentrada en el corto plazo, y con tendencia a la conversión en expresos.

## EQUILIBRIO DE LA ESTRUCTURA PATRIMONIAL

| | 1996 | | 1999 | |
|---|---|---|---|---|
| NIVEL DE LIQUIDEZ DE LAS INVS. EN A. FIJO | | | | |
| | | | | |
| ~~BIENES DE USO POCO CONSOLIDADOS~~ | 114.465 | 100,0% | 385.139 | 100,0% |
| TOTAL BIENES DE USO | 114.465 | | 385.139 | |
| | | | | |
| GARANTIA DE LOS ACTIVOS | | | | |
| | | | | |
| ~~MATERIAL + INMATERIAL CONSISTENTE~~ | 260.465 | 95,5% | 640.139 | 83,8% |
| ACTIVO FIJO | 272.865 | | 763.739 | |
| | | | | |
| RECURSOS DE LARGO PLAZO | | | | |
| | | | | |
| CAPITALES PERMANENTES | 68.448+424735 | 493.183 | 160.197+663.168 | 823.365 |
| (EXIG. L.P. + PATRIMONIO NETO) | | | | |
| | | | | |
| ~~CAPITALES PERMANENTES~~ | 493.183 | 58,6% | 823.365 | 46,2% |
| (EXIGIBLES + FONDOS PROPIOS) | 841.966 | | 1.780.959 | |
| | | | | |
| FINANCIACION INTERNA | | | | |
| | | | | |
| RESERVAS + AM. AC. + PREV | | 304.498 | | 696.429 |
| | | | | |
| ~~FINANCIACION INTERNA~~ | 304.498 | 45,7% | 696.429 | 57,2% |
| CAPITAL SOCIAL + FINANC. INTERNA | 666.935 | | 1.217.138 | |
| | | | | |
| ~~FINANCIACION INTERNA~~ | 304.498 | 036,2% | 696.429 | 39,1% |
| (EXIGIBLES + FONDOS PROPIOS) | 841.966 | | 1.780.959 | |
| | | | | |
| ESTRUCTURA FINANCIERA INTERMEDIA | | | | |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| CAPS. PERM. - ACT. FIJO = FM | 493.183-272.865 | 220.318 | 823.365-763.739 | 59.626 |
| | | | | |
| CAPS. PERMANENTES | 493.183 | 1,81 | 823.365 | 1,08 |
| ACTIVO FIJO | 272.865 | | 763.739 | |
| | | | | |
| FONDO DE MANIOBRA | 220.318 | 38,7% | 59.626 | 5,9% |
| ACTIVO CIRCULANTE | 569.100 | | 1.017.220 | |

## EQUILIBRIO DE LA ESTRUCTURA PATRIMONIAL

### Estructura de Largo Plazo

Las inversiones que componen los bienes de uso, tienen una vida útil relativamente corta, debido a que no existen edificios. En este sentido podemos decir que los bienes de uso son poco consolidados. Aunque debemos en este punto poner énfasis en los bienes interinos. Los mismos no tienen ninguna tendencia a la liquidez, y por ello deben utilizar recursos específicos sin vencimiento en el periodo de construcción. Cuando la misma haya sido finalizada, el interino se convertirá en un activo fijo muy consolidado por tratarse de una inversión edilicia.
En definitiva en el año 96 la empresa tiene una inversión material total de 260 mil pesos, de los cuales el 56% (146.000/260.465), son muy consolidados. En el 99 esa proporción se transforma en un 40%(255.000/640.139). Observemos entonces que una parte importante de la inversión en Fijo requiere de recursos de muy largo plazo.

Desde el punto de vista de la garantía de los activos, podemos ver que la misma, en el fijo, es muy elevada. En el año 96, el total de bienes susceptibles de constituirse en garantía para obtención de créditos son el 95% de los mismos. Aunque en el año 99 esa proporción desciende al 84%, el porcentaje sigue siendo muy elevado.

En cuanto a los recursos de largo plazo, es decir aquellos que están integrados por los fondos propios y los exigible de largo plazo, observamos una pérdida de importancia en relación al total de recursos que utiliza la empresa. Pasan del 59% en el 96 al 46% en el 99.
Este comentario ratifica lo observado en cuanto a la calidad del endeudamiento y su sobredimensionada composición de corto plazo.

El indicador de financiación interna nos muestra una voluntad de reinversión de beneficios en la empresa. Las reservas y los resultados en relación al total de recursos no exigibles, nos demuestra que en el 96 la FI era el 46% y en el 99 el 57%. Recordamos que a estos efectos consideramos como reservas a la amortización acumulada y las previsiones.

Confrontando los recursos de largo plazo (por exigibilidad) con las inversiones de largo plazo (por tendencia a la liquidez), advertimos una pronunciada pérdida de solidez. En el año 96 por cada peso invertido en el largo plazo la empresa contaba con recursos de largo plazo por 1,8 pesos. Esto daba cuenta de un fondo de maniobra positivo. Esta fortaleza en el año 99 se pierde casi por completo. La relación en este año pasa a ser, un peso de inversión contra 1,08 pesos de recursos.
Como consecuencia de la brusca pérdida de fondo de maniobra, el mismo pasa de absorber el 39% de las inversiones en Circulante en el 96 a el 6% en el 99.

Resumiendo:

- Elevada consolidación de los Activos Fijos Materiales, por la influencia de los Interinos. Advertencia sobre los recursos a utilizar en su financiación.

- Elevado nivel de garantía crediticia.

- Reducción en la participación de los Recursos de Largo Plazo, sobre los recursos totales.
- Reinversión de beneficios.
- Brusca pérdida de fondo de maniobra en el año 99.
- La empresa no presenta excedentes de recursos de largo plazo para absorber parte de las inversiones en circulante.

## NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO

| CALCULO Y FINANCIACION DE LA NCT | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | **1996** | | **1999** | |
| NCT=A. CIRC.-EXIG. CICLICOS | 569.100 - 261.357 | 307.743 | 1.017.220 – 565.081 | 452.139 |
| | | | | |
| NCT = FM + EXIG. EXPRESOS | 220.318 + 87.426 | 307.743 | 59.526 + 392.513 | 452.139 |
| | | | | |
| FM | 220.318 | 71,6% | 59.526 | 13,2% |
| NCT | 307.743 | | 452.139 | |
| | | | | |
| EXIG. EXPRESOS | 87.426 | 28,4% | 392.513 | 86,8% |
| NCT | 307.743 | | 452.139 | |

## ESTRUCTURA INTERMEDIA

La NCT de la empresa ha experimentado un crecimiento en valores absolutos entre el año 96, 307 mil pesos y el año 99, 452 mil. Sin embargo este incremento, puesto en términos relativos a la cifra de venta nos demuestra que la NCT ha experimentado un comportamiento muy estable. La NCT sobre ventas en el año 96 era un 33% mientras que en el 99, es un 32%.

La siguiente cuestión es evaluar como evolucionó la financiación de esa NCT. Y en este punto cabe resaltar que en el año 96 la NCT era financiada en un 72 % por fondo de maniobra y en 28% por recursos expresos. En cambio en el año 99 cambia sustancialmente esta composición y pasa a ser un 13% de fondo de maniobra y un 87% de recursos expresos.

Por que se produjo esta evolución tan negativa para la estructura financiera de la empresa. En primer lugar en los dos periodos considerados no se ha advertido ninguna mejora en la administración dela capital de trabajo. Como decíamos antes, cada peso de venta requería 33 centavos de NCT y ahora requiere 32. Es decir se mantiene el mismo nivel de necesidad. Y ante incrementos de la cifra de ventas el valor absoluto de esa necesidad se agudiza. Por otra parte, como habíamos advertido en el análisis de la estructura de largo plazo, el fondo de maniobra sufre un fuerte deterioro. Mientras las inversiones en el largo plazo crecen en el periodo considerado, un 180%, los recursos de largo lo hacen en un 60%.

El crecimiento en la NCT y la disminución del fondo de maniobra hacen necesario el uso de recursos expresos, que pone en una situación sumamente delicada la continuidad del negocio de Maderas Argentinas.
Recordemos que la necesidad que suge a partir del capital de trabajo, será de tipo permanente en la medida en que el nivel de ventas se mantenga estable. Sin embargo los vencimientos de los recursos expresos, deberán ser afrontados sin posibilidad de renovación. Por lo cual se comienza a advertir la necesidad de la empresa de encarar un urgente proceso de reestructuración de deudas.

Resumiendo:

- Crecimiento de la NCT en valor absoluto. Mantenimiento en términos relativos a la cifra de venta.

- Muy fuerte debilitamiento de la estructura de financiación de la NCT.
- Utilización de recursos expresos en forma obligada, por pérdida de fondo de maniobra.
- Falta de planificación en el crecimiento de la NCT, y falta de planificación en la financiación del activo fijo.
- Urgente necesidad de reestructuración de deudas.

## ESTRUCTURA DE CORTO PLAZO

| SOLVENCIA - CAPACIDAD | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | **1996** | | **1999** | |
| ACT. CIRC. | 569.100 | 1,63 | 1.017.220 | 1,06 |
| PASIVO DE C. PLAZO | 348.783 | | 957.594 | |
| | | | | |
| (ACT. CIRC. - STOCKS) | 306.100 | 0,88 | 462.420 | 0,48 |
| PASIVO DE C. PLAZO | 348.783 | | 957.594 | |
| | | | | |
| (ACT. CIRC. - STOCKS - CLIENTES) | 59.100 | 0,17 | 71.420 | 0,07 |
| PASIVO DE C. PLAZO | 348.783 | | 957.594 | |
| | | | | |
| DISPONIBILIDADES | 33.000 | 0,09 | 41.300 | 0,04 |
| PASIVO DE C. PLAZO | 348.783 | | 957.594 | |

| SOLVENCIA – PUNTUALIDAD | | | | |
|---|---|---|---|---|
| ROTACIONES GLOBALES | | | | |
| | **1996** | | **1999** | |
| **ROTACION GLOBAL DEL ACT. CIRC.** | | | | |
| VENTAS | 909.710 | 1,60 | 1.390.200 | 1,37 |
| ACT. CIRC. | 569.100 | | 1.017.220 | |
| | | 228 días | | 267 días |
| **ROTACION GLOBAL DE STOCKS** | | | | |
| CMV | 614.349 | 2,3 | 1.008.578 | 1,8 |
| STOCKS | 263.000 | | 554.800 | |

| | | |
|---|---|---|
| | 156 días | 201 días |

| DESCOMPOSICION DE LA ROTACION GLOBAL DE STOCKS | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | **1996** | | **1999** | |
| **ROTACION STOCK MAT. PRIMAS** | | | | | |
| STOCK MP | *365 | 103.000 | 105 | 179.800 | 106 |
| SALIDAS DEL DEPOSITO DE MP | | 359.021 | días | 617.369 | días |
| | | | | | |
| **ROTACION STOCK PROD. EN PROCESO** | | | | | |
| STOCK PP | *365 | 54.000 | 32 | 80.000 | 29 |
| PRODUCCION TERMINADA | | 610.236 | días | 1.005.578 | días |
| | | | | | |
| **ROTACION STOCK PROD. TERM.** | | | | | |
| STOCK PT | *365 | 106.000 | 63 | 295.000 | 107 |
| VTAS. PR. COSTO | | 614.349 | días | 1.008.578 | días |
| | | | | | |
| PLAZO MEDIO DE COBRO Y DE PAGO | | | | | |
| | | | | | |
| **PLAZO MEDIO DE COBRO** | | | | | |
| CLIENTES | *365 | 247.000 | 90 | 391.000 | 102 |
| VENTAS + IVA | | 1.100.749 | días | 1.682.142 | días |
| | | | | | |
| **PLAZO MEDIO DE PAGO A PROVEEDORES** | | | | | |
| PROVEEDORES | *365 | 107.259 | 89 | 240.392 | 113 |
| COMPRAS + IVA | | 439.401 | días | 779.444 | días |

## ESTRUCTURA DE CORTO PLAZO

Advertimos una pérdida de solvencia de la empresa en el corto plazo en todos los indicadores, entre el año 96 y el año 99.

Cada peso exigible en el corto plazo tenía en el 96 un respaldo de 1,6 pesos en activos circulantes, es decir en activos líquidos que se podrían convertir rápidamente en dinero. En el año 99, la relación es, por cada peso de exigible de corto plazo, la empresa tan solo tiene 1,06 pesos de activos circulantes.
La pérdida de solvencia en el corto plazo se hace mas pronunciada cuando mas exigente presentamos el indicador. Por ejemplo si excluimos del activo circulante los stocks, la pérdida de solvencia es del 45% (0.9 a 0.5), y si excluimos los clientes también, la pérdida de solvencia es del 59% (0.17 a 0.07).

La empresa también muestra una pérdida en los indicadores de puntualidad. El plazo global de maduración en el año 96 era 228 días y en el 99 267 días. Cuando entramos en detalle en los componentes de la rotación general, podemos destacar la rotación de los productos terminados como la causante principal, del alargamiento del ciclo de maduración. Cada peso invertido en producto terminado en el año 96, era capaz de generar 5.8 pesos de venta. En el 99, la relación cae a un peso de producto terminado, genera 3.4 pesos de venta.
Puesto en términos de días, cada peso de producto terminado requería 63 días de almacenamiento en el 96 antes de ser vendido. En el 99 requiere 107 días.
La suma de los días de permanencia de todos los componentes del ciclo de maduración, (MP,PP,PT y clientes) hasta convertirse en dinero, es 290 días en el año 96 y 344 días en el año 99.
Este alargamiento en el plazo de transformación del activo circulante en dinero, no solo tendrá un efecto financiero, por el mayor requerimiento de recursos provocado, sino también un efecto económico, por la disminución del rendimiento.

Resumiendo:

- Pronunciada pérdida de solvencia en el corto plazo.

- Alargamiento del ciclo de maduración. Por lo tanto mayor riesgo de impuntualidad.

**ACTIVO**

| | 1996 | 1999 | Dif. Contables | Origen | % | Aplica-ción | % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ***ACT. CIRC.*** | ***582.100,0*** | ***1.057.920,0*** | ***475.820,0*** | | | | |
| **DISPONIB.** | **33.000,0** | **41.300,0** | **8.300,0** | | | | |
| Caja y Bcos | 33.000,0 | 41.300,0 | 8.300,0 | | | 8.300,0 | 0,6% |
| **CREDITOS** | **286.100,0** | **461.820,0** | **175.720,0** | | | | |
| **Funcional** | **279.300,0** | **455.420,0** | **176.120,0** | | | | |
| Clientes | 247.000,0 | 383.900,0 | 136.900,0 | | | 136.900,0 | 10,5% |
| Clientes dudoso cobro | 13.000,0 | 40.700,0 | 27.700,0 | | | 27.700,0 | 2,1% |
| Documentos a cobrar | 0,0 | 7.100,0 | 7.100,0 | | | 7.100,0 | 0,6% |
| Subtotal Créd por vtas | 260.000,0 | 431.700,0 | 171.700,0 | | | | |
| Deudores varios | 17.900,0 | 21.500,0 | 3.600,0 | | | 3.600,0 | 0,3% |
| Anticipos a Proveed. | 900,0 | 1.200,0 | 300,0 | | | 300,0 | 0,0% |
| Gastos anticipados | 500,0 | 1.020,0 | 520,0 | | | 520,0 | 0,0% |
| Sub total O. CRED. | 19.300,0 | 23.720,0 | 4.420,0 | | | | |
| **Extrafuncional** | **6.800,0** | **6.400,0** | **-400,0** | | | | |
| Préstamos al Personal | 6.800,0 | 6.400,0 | -400,0 | 400,0 | 0,03% | | |
| **STOCKS** | **263.000,0** | **554.800,0** | **291.800,0** | | | | |
| Materias Primas | 103.000,0 | 179.800,0 | 76.800,0 | | | 76.800,0 | 5,9% |
| Productos en Proceso | 54.000,0 | 80.000,0 | 26.000,0 | | | 26.000,0 | 2,0% |
| Productos Terminados | 106.000,0 | 295.000,0 | 189.000,0 | | | 189.000,0 | 14,6% |
| ***ACTIVO FIJO*** | ***502.065,0*** | ***1.277.009,0*** | ***774.944,0*** | | | | |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **INMOV. FINANC.** | **300,0** | **114.500,0** | **114.200,0** | | | | |
| **Funcional** | **300,0** | **114.500,0** | **114.200,0** | | | | |
| Fianzas y depósitos | 300,0 | 1.500,0 | 1.200,0 | | | 1.200,0 | 0,1% |
| Depósito Colateral | 0,0 | 113.000,0 | 113.000,0 | | | 113.000,0 | 8,7% |
| | | | | | | | |
| **MATERIAL** | **489.665,0** | **1.153.409,0** | **663.744,0** | | | | |
| **Funcional** | **343.665,0** | **898.409,0** | **554.744,0** | | | | |
| Maquinarias | 235.665,0 | 724.509,0 | 488.844,0 | | | 488.844,0 | 37,7% |
| Instalac., muebles y út. | 108.000,0 | 173.900,0 | 65.900,0 | | | 65.900,0 | 5,1% |
| Sub Total Mat. Func. | 343.665,0 | 898.409,0 | 554.744,0 | | | | |
| | | | | | | | |
| **INTERINO** | **146.000,0** | **255.000,0** | **109.000,0** | | | | |
| Edificio B.A. | 146.000,0 | 255.000,0 | 109.000,0 | | | 109.000,0 | 8,4% |
| Maquinaria en curso | 0,0 | 0,0 | 0,0 | | | | |
| | | | | | | | |
| **INMATERIAL** | **12.100,0** | **9.100,0** | **-3.000,0** | | | | |
| **Funcional** | **12.100,0** | **9.100,0** | **-3.000,0** | | | | |
| Patentes y marcas | 2.300,0 | 2.600,0 | 300,0 | | | 300,0 | 0,0% |
| Gastos Amortizables | 9.800,0 | 6.500,0 | -3.300,0 | 3.300,0 | 0,25% | | |
| | | | | | | | |
| **CTA REGULARIZADORA** | **100.000,0** | **0,0** | **-100.000,0** | | | | |
| Accionistas | 100.000,0 | 0,0 | -100.000,0 | 100.000,0 | 7,72% | | |
| | | | | | | | |
| **TOTAL ACTIVO** | **1.184.165,0** | **2.334.929,0** | **1.150.764,0** | | | | |

| | 1996 | 1999 | Dif. Contables | Origen | % | Aplica-ción | % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **PASIVO** | | | | | | | |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **TOTAL EXIGIBLE** | **417.231,0** | **1.117.791,0** | **700.560,0** | | | | |
| ***EXIG. C. PLAZO*** | ***348.783,0*** | ***957.594,0*** | ***608.811,0*** | | | | |
| | | | | | | | |
| Proveedores | 105.149,0 | 235.559,0 | 130.410,0 | 130.410,0 | 10,1% | | |
| Rtos. Pdtes de fras. | 2.110,0 | 4.833,0 | 2.723,0 | 2.723,0 | 0,2% | | |
| Acreedores varios | 5.138,0 | 6.178,0 | 1.040,0 | 1.040,0 | 0,1% | | |
| DGI acreedora | 15.965,0 | 16.807,0 | 842,0 | 842,0 | 0,1% | | |
| SUSS acreedora | 7.249,0 | 12.403,0 | 5.154,0 | 5.154,0 | 0,4% | | |
| Periodificaciones | 21.746,0 | 34.301,0 | 12.555,0 | 12.555,0 | 1,0% | | |
| Descubierto Bancario | 104.000,0 | 255.000,0 | 151.000,0 | 151.000,0 | 11,6% | | |
| Préstamos bancarios | 31.655,0 | 71.804,0 | 40.149,0 | 40.149,0 | 3,1% | | |
| Acreed. por Bs de Uso | 55.771,0 | 293.744,0 | 237.973,0 | 237.973,0 | 18,4% | | |
| Préstamos accionistas | 0,0 | 26.965,0 | 26.965,0 | 26.965,0 | 2,1% | | |
| | | | | | | | |
| ***EXIG. L. PLAZO*** | ***68.448,0*** | ***160.197,0*** | ***91.749,0*** | | | | |
| Préstamos Bancarios | 68.448,0 | 160.197,0 | 91.749,0 | 91.749,0 | | | |
| | | | | | | | |
| **PATRIMONIO NETO** | **524.734,0** | **663.168,0** | **138.434,0** | | | | |
| ***CAPITAL*** | ***462.437,0*** | ***520.709,0*** | ***58.272,0*** | | | | |
| Capital Social | 462.437,0 | 520.709,0 | 58.272,0 | 58.272,0 | 4,5% | | |
| | | | | | | | |
| ***RESERVAS*** | ***20.919,0*** | ***95.313,0*** | ***74.394,0*** | | | | |
| Reserva Legal | 13.029,0 | 18.507,0 | 5.478,0 | 5.478,0 | 0,4% | | |
| Reserva Voluntaria | 7.890,0 | 76.806,0 | 68.916,0 | 68.916,0 | 5,3% | | |
| | | | | | | | |
| ***RESULTADOS*** | ***41.378,0*** | ***47.146,0*** | ***5.768,0*** | | | | |
| Resultado del ejercicio | | 47.146,0 | 47.146,0 | 47.146,0 | 3,6% | | |
| Resultado Acumulado | 41.378,0 | 0,0 | -41.378,0 | | | 41.378,0 | 3,2% |
| ***CTA REGULARIZ.*** | ***242.200,0*** | ***553.970,0*** | ***311.770,0*** | | | | |
| Amortización acum. B. | 229.200,0 | 513.270,0 | 284.070,0 | 284.070,0 | 21,9% | | |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| U. | | | | | |
| Prev. client dudoso cobro | 13.000,0 | 40.700,0 | 27.700,0 | 27.700,0 | 2,1% |
| **TOTAL PASIVO** | **1.184.165,0** | **2.334.929,0** | **1.150.764,0** | | |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **TOTAL ORIG. Y APLIC.** | **1.295.842** | **100%** | **1.295.842** | **100%** |

| ***ORDENACION EOAF I*** | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **ORIGEN** | | | | **APLICACION** | | |
| | | **%** | | | | **%** |
| Proveedores | 130.410 | 10,1 | | Disponibilidades | 8.300 | 0,6 |
| Rtos. Pdtes de fras. | 2.723 | 0,2 | | Clientes | 136.900 | 10,6 |
| Acreedores varios | 1.040 | 0,1 | | Clientes dudoso cobro | 27.700 | 2,1 |
| DGI acreedora | 842 | 0,1 | | Documentos a cobrar | 7.100 | 0,5 |
| SUSS acreedora | 5.154 | 0,4 | | Deudores varios | 3.600 | 0,3 |
| Comisiones a pagar | 12.555 | 1,0 | | Anticipos a proveedores | 300 | 0,0 |
| Descubierto Bancario | 151.000 | 11,7 | | Gastos anticipados | 520 | 0,0 |
| Préstamos bancarios CP | 40.149 | 3,1 | | Materia Prima | 76.800 | 5,9 |
| Préstamos accionistas | 26.965 | 2,1 | | Productos en curso | 26.000 | 2,0 |
| Capital social | 158.272 | 12,2 | | Productos terminados | 189.000 | 14,6 |
| Reserva legal | 5.478 | 0,4 | | Maquinarias | 488.844 | 37,7 |
| Reserva voluntaria | 68.916 | 5,3 | | Instalaciones | 65.900 | 5,1 |
| Acreedores B.U. Expresos | 237.973 | 18,4 | | Fianzas y depósitos | 1.200 | 0,1 |
| Préstamo bancario LP | 91.749 | 7,1 | | Depósito Colateral | 113.000 | 8,7 |
| Resultado del ejercicio | 47.146 | 3,6 | | Edificio BA interino | 109.000 | 8,4 |
| Amortizaciones acum B.U. | 284.070 | 21,9 | | Patentes | 300 | 0,0 |
| Prev. clientes dudoso cobro | 27.700 | 2,1 | | Resultado Acumulado | 41.378 | 3,2 |
| Préstamos al personal | 400 | 0,0 | | | | |
| Gastos amortizables | 3.300 | 0,3 | | | | |
| | | | | | | |
| Total | 1.295.842 | 100,0 | | | 1.295.842 | 100,0 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Fondo de Maniobra | -163.991,0 | | Variación capital de trabajo | 141.096,0 |
| Recursos de largo plazo | 371.561,0 | | Aumento activo circulante | 444.820,0 |
| Aplicaciones de largo plazo | 535.552,0 | | Aumento exigible cíclico | 303.724,0 |
| Expresos | 305.087,0 | | | |
| Total origenes | 141.096,0 | | Total aplicaciones | 141.096,0 |

| | ORIGEN | APLICACIÓN |
|---|---|---|
| CORTO PLAZO | **305.087** | **141.096,0** |
| LARGO PLAZO | | **163.991,0** |

El Estado de Origen y Aplicación de Fondos:

Confeccionado este instrumento entre el Balance 99 y el Balance 96, podemos observar que en este periodo, se han producido aplicaciones de fondos en el corto plazo por $ 144.396 y en el largo plazo por $ 160.691, y los recursos utilizados para afrontar dichas aplicaciones han surgido del corto plazo por un valor de $ 305.087.

Traducido en términos de NCT, las variaciones nos demuestran, que se produjo entre el 96 y el 99, un incremento de la NCT por valor de $144.396. El fondo de maniobra, no solo no aumentó, sino que sufría una importante reducción, de $160.691. Finalmente, para hacer frente a estas dos aplicaciones, la empresa tuvo que recurrir a exigibles expresos, por un valor de $ 305.087.

Las variaciones mas relevantes que explican esta evolución son:

| | |
|---|---|
| Maquinaria e Instalaciones (neto de amort.) | 20.9% de las inversiones |
| Productos Terminados | 14.0% |
| Clientes | 10.6% |
| Depósito Colateral | 8.7% |
| Edificio B.A. | 8.4% |

Mientras que los orígenes de fondos están concentrados en:

| | |
|---|---|
| R. Expresos por Bienes de Uso | 18.4% |
| Capital Social | 12.2% |
| Cíclico Bancario | 11.7% |
| Proveedores | 10.1% |

## RENTABILIDAD DE LA ESTRUCTURA ECONOMICA

| PUNTO DE EQUILIBRIO | | | |
|---|---|---|---|
| | | AÑO 1999 | |
| PTO DE EQUILIBRIO OPERATIVO | COSTOS FIJOS | 219.002 | 1.128.876 |
| | MG. DE CONTRIBUC. | 0,194 | |

| INDICADORES GENERALES | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | **1996** | | **1999** | |
| VENTAS | 909.710 | 3.638,8 | 1.390.200 | 3.861,7 |
| CANTIDAD EMPLEADOS | 250 | | 360 | |
| | | | | |
| RESULTADO EXPLOTACION | 88.475 | 353,9 | | 140,4 |
| | | | 50.529 | |
| CANTIDAD EMPLEADOS | 250 | | 360 | |
| | | | | |
| VENTAS PERCHAS | 372.942 | 41,0% | 472.705 | 34,0% |
| VENTA TOTAL | 909.710 | | 1.390.200 | |
| | | | | |
| VENTAS POSTES | 536.768 | 59,0% | 917.495 | 66,0% |
| VENTA TOTAL | 909.710 | | 1.390.200 | |
| | | | | |
| MG. IMPUTABLE PERCHAS | 88.671 | 62,4% | | 38,9% |
| | | | 49.603 | |
| MG. IMPUTABLE TOTAL | 141.994 | | 127.420 | |
| | | | | |
| MG. IMPUTABLE POSTES | 53.323 | 37,6% | | 61,1% |
| | | | 77.817 | |
| MG. IMPUTABLE TOTAL | 141.994 | | 127.420 | |

## RENTABILIDAD DE LA ESTRUCTURA ECONOMICA

Los indicadores generales de la estructura económica, nos servirán para tener una visión global del comportamiento de la misma, en los periodos estudiados.

Las ventas generadas en promedio por cada empleado de la empresa aumenta de $ 3.639 en el 96 a $3.862 en el año 99. Sin embargo el beneficio de explotación atribuido a cada uno de ellos en el mismo periodo cae de los $354 a los $140. Según la evolución observada, si bien los empleados son capaces de afrontar en su conjunto una mayor cifra de ventas, dato muy positivo, el valor agregado de cada peso de esa venta atribuido a ellos cae abruptamente, y esto es negativo, por que nos está advirtiendo sobre un mas que proporcional descenso de los beneficios.

Tanto en el año 96 como en el año 99, la mayor venta de la empresa se produce en el negocio de los postes. Se verifica asimismo un importante crecimiento en la participación de estos. En el 96 representaban el %59 de la venta total y en el 99 un 66%.

El margen de beneficio de cada uno de los negocios sufre una importante variación. En el año 96 cada peso vendido de Postes generaba un beneficio de 9.9 centavos, cifra que varía respecto a los 8,5 centavos del 99, un 14,4%. El beneficio generado por cada peso vendido de Perchas en el 96 era 24 centavos, pero sufre una muy fuerte caída en el año 99, del 56% dejando en 10.5 centavos el beneficio aportado por ese negocio.

Como consecuencia del punto anterior cambia radicalmente el aporte que hace cada uno de los negocios al margen imputable total. En el 96 la mayor incidencia, un 62%, la tenía el negocio de perchas, que por otra parte constituía la base del proyecto industrial que había trazado la empresa, siendo los postes en aquel momento, un complemento del anterior (aportaban el 38%). En el año 99, el negocio perchas tan solo aporta el 39% de la

contribución imputable total, pasando los postes a constituirse en el principal sostenedor del mismo, con un 61% de aporte.

Es evidente que la causa de la evolución planteada está en la pérdida de margen de beneficio del el negocio de las perchas (23.8% a 10.5%). Al efectuar una lectura de las cifras del estado de resultado y de sus porcentajes verticales y horizontales, podemos destacar:

- El costo variable de fabricación general pasa de representar el 67.5% sobre ventas en el 96 al 72.5% en el 99. En postes el incremento del 73,5 al 77,4% representa un crecimiento del 5,3%. En Perchas el crecimiento es de 58,9 a 63,2, lo que representa un 7,3%. Esta variación es producto de la deflación de precios impuesta por los supermercados a la cartera de productos que incluye este negocio, sin que la empresa pudiera trasladar ese ajuste a sus dos principales insumos, la materia prima, y la mano de obra. Recordemos que al ser costos variables deberíamos esperar un comportamiento estable respecto a la cifra de ventas, salvo por factores muy puntuales.

- El costo variable comercial se mantiene constante en el negocio de postes, pero sufre un muy fuerte incremento en Perchas. El factor determinante es el descuento por cantidad que la empresa debe conceder a sus clientes. En el año 96 ese concepto no existía, y en el 99 llega a tener una incidencia del 7,2% de la cifra de venta.

- El costo de estructura o fijo imputable también sufre una evolución muy desfavorable. Desde la perspectiva del **apalancamiento operativo** podemos observar que ante una aumento en la cifra de ventas del 53% (1.390/909.7), se produce una pérdida del 10% en el margen imputable. Si bien en este caso parte de la pérdida de margen es atribuible a la evolución negativa de los costos variables, el costo fijo en lugar de actuar como una palanca positiva, lo hace de manera negativa. El costo

de estructura imputable pasa de 107 mil a 142 mil pesos. El apalancamiento operativo es positivo cuando el margen de contribución aportado por una mayor cifra de ventas, es capaz de absorber mayor proporción de costos fijos (que se mantienen constantes), que da como resultado un crecimiento del margen de explotación superior al crecimiento de la cifra de ventas.
En el caso de Maderas Argentinas, este efecto no se verifica, por que el comportamiento de los costos variables es negativo, crecen mas que proporcional al crecimiento de las ventas, y el de los costos fijos también, no se mantienen estables.
Los conceptos que sufren una mayor evolución negativa, por la incidencia que los mismos tienen sobre el total de costos de estructura son, respecto a Postes, la Amortización y los otros gastos de fabricación, mientras que en Perchas, el personal y la amortización.
Los costos de estructura no imputables tienen el mismo comportamiento que los imputables. No solo no se mantienen constantes, sino que sufren un incremento del 43% (5.,5 a 76,8).

De esta forma llegamos a repasar los conceptos que explican el resultado de explotación, y su evolución negativa.

- Gastos financieros: si bien serán estudiados en contraposición al nivel de endeudamiento, podemos observar un crecimiento en valor absoluto, pero no una mayor incidencia en términos relativos, representan en los dos años el 2,7% de la cifra de ventas.

- Los resultados extraordinarios por su propia naturaleza no dan lugar a conclusiones significativas. Solo advertir que el mismo cambia de signo en los dos años analizados, y este hecho tiene un efecto que debemos resaltar respecto a la lectura del resultado neto.

- Finalmente el Impuesto a las Ganancias, surge de la liquidación impositiva que efectúa la empresa según las normas específicas de liquidación de ese impuesto. Que no coincide necesariamente con el cálculo del resultado económico. De allí que bajo esta cuenta también encontramos valores que no guardan coherencia en su evolución.

- El resultado neto cae del 4,5% sobre ventas al 3,4%. Las conclusiones mas significativas las podemos extraer respecto a la evolución del resultado de explotación. Y cabe destacar que el mismo, por las razones explicadas en los apartados anteriores, sufre una sustancial caída del 9,7% de la cifra de ventas en el 96, al 3,7% en el año 99.

## MADERAS ARGENTINAS S.A.
## DESARROLLO METODOLOGIA DE PARES

| | variación | 1996 | 1999 |
|---|---|---|---|
| **NIVEL 1** | | | |
| ***Rentabilidad*** | | | |
| Beneficio Neto | | 41.378 | 47.146 |
| Capitales Propios | | 424.735 | 663.168 |
| **BN / Cap. Propios** | **-27%** | **9,74%** | **7,11%** |
| ***Rendimiento*** | | | |
| Resultado Operativo | | 88.475 | 50.529 |
| Activo Funcional Neto | | 835.165 | 1.774.559 |
| **Result. Op / AFN** | **-73%** | **10,6%** | **2,8%** |
| ***Apalancamiento Financiero*** | | | |
| ***Endeudamiento*** | | | |
| Activo Funcional Neto | | 835.165 | 1.774.559 |
| Cap. Propios + Deudas No Financieras | | 576.954 | 967.071 |
| **AFN / (CP + DNF)** | **27%** | **1,45** | **1,83** |
| ***Costo de deuda*** | | | |
| Resultado antes de ext. E impuestos | | 63.475 | 13.529 |
| Result. Operativo | | 88.475 | 50.529 |
| **Result Neto Fin / Result. Op.** | **-63%** | **0,72** | **0,27** |
| **Apalancamiento Financiero Total** | | **1,04** | **0,49** |
| tasa promedio | | 10% | 5% |
| ***Apalancamiento Deudas No Financieras*** | | | |
| Cap. Propios + Deudas No Financieras | | 576.954 | 967.071 |
| Capitales Propios | | 424.735 | 663.168 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| **(CP + DNF) / CP** | **7%** | **1,36** | **1,46** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| ***Apalancamiento Extraordinario*** | | | |
| Resultado después de Extraordinarios | | 48.975 | 48.187 |
| Resultado Neto Financiación | | 63.475 | 13.529 |
| **Result. Desp. Extr. / Result. Neto Fin** | **362%** | **0,77** | **3,56** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| ***Apalancamiento Fiscal*** | | | |
| Beneficio Neto Total | | 41.378 | 47.146 |
| Result. Antes de Impuestos | | 48.975 | 48.187 |
| **BNT / Result. Antes Imp.** | **16%** | **0,84** | **0,98** |

**Año 96 Rentabilidad = Rendimiento * Ap. Fin. * Ap. Ds No Fin * Ap. Extraord. * Ap. Fiscal**

**9,74% = 10,6% * 1,04 * 1,36 * 0,77 * 0,84**

**Año 99 Rentabilidad = Rendimiento * Ap. Fin. * Ap. Ds No Fin * Ap. Extraord. * Ap. Fiscal**

**7,11% = 2,8% * 0,49 * 1,46 * 3,56 * 0,98**

**NIVEL 2**

| | | | |
|---|---|---|---|
| Resultado Operativo | | 88.475 | 50.529 |
| Ventas | | 909.710 | |
| | | | 1.390.200 |
| **Margen** | **-63%** | **9,73%** | **3,63%** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Ventas | | 909.710 | |
| | | | 1.390.200 |
| Activo Funcional Neto | | 835.165 | |
| | | | 1.774.559 |
| **Rotación** | **-28%** | **1,09** | |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | | **0,78** |

**NIVEL 3**

| | | | |
|---|---|---|---|
| Costos Variables | | 660.584 | |
| | | | 1.120.669 |
| Ventas | | 909.710 | |
| | | | 1.390.200 |
| **Incidencia variable** | **11%** | **72,6%** | **80,6%** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Costos Fijos | | 160.651 | |
| | | | 219.002 |
| Ventas | | 909.710 | |
| | | | 1.390.200 |
| **Incidencia fijo** | **-11%** | **17,7%** | **15,8%** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Ventas | | 909.710 | |
| | | | .390.200 |
| Activo Fijo Funcional | | 272.865 | |
| | | | 763.739 |
| **Rotación Fijo** | **-45%** | **3,33** | |
| | | | **1,82** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Ventas | | 909.710 | |
| | | | 1.390.200 |
| Activo Circulante Funcional | | 562.300 | |
| | | | 1.010.820 |
| **Rotación Circulante** | **-15%** | **1,62** | |
| | | | **1,38** |

**NIVEL 4**

| | | | |
|---|---|---|---|
| Ventas + IVA | | 1.100.749 | 1.682.142 |
| Saldos Clientes | | 260.000 | 431.700 |
| **Rotación Clientes** | **9%** | **86,21 dias** | **93,67 dias** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Costo de Venta | | 614.349 | 1.008.578 |
| Stocks de Mercadería | | 263.000 | 554.800 |
| **Rotación Stocks** | **28%** | **156,25 dias** | **200,78 dias** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Costo de Venta | | 614.349 | 1.008.578 |
| Saldo Proveedores | | 107.259 | 240.392 |
| **Plazo Medio Pago** | **37%** | **63,73 dias** | **87,00 dias** |

**NIVEL 5**

| | | | |
|---|---|---|---|
| Ventas + IVA | | 1.100.749 | 1.682.142 |
| Clientes Normales | | 247.000 | 383.900 |
| **Rotación Clientes Normales** | **1,2%** | **82 Días** | **83 dias** |

| | | | |
|---|---|---|---|
| Ventas + IVA | | 1.100.749 | 1.682.142 |
| Clientes Morosos | | 13.000 | 40.700 |
| **Rotación Clientes Morosos** | **125%** | **4 Días** | **9 dias** |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Utilización MP | | | 359.021 | 617.369 |
| Stock MP | | | 103.000 | 179.800 |
| **Rotación de MP** | **Utilizac. MP / Stocks MP** | **2%** | **104,72** | **106,30** |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | | **dias** | **dias** |
| Fabricación | | | 610.236 | 1.005.578 |
| Stock PC | | | 54.000 | 80.000 |
| **Rotación de PC** | **Fabricac. / Stocks PC** | **-10%** | **32,30 dias** | **29,04 dias** |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Ventas a pr. costo | | | 614.349 | 1.008.578 |
| Stock PT | | | 106.000 | 295.000 |
| **Rotación de PT** | **Ventas pr costo / Stock PT** | **70%** | **62,98 dias** | **106,76 dias** |

## FACTORES QUE EXPLICAN LA RENTABILIDAD

La rentabilidad que genera Maderas Argentinas a sus accionistas cae del 9,74% en el 96 al 7,11% en el año 99.

La pérdida de rentabilidad sufrida por los accionistas se debe a:

- Una muy pronunciada caída en el rendimiento de las inversiones operativas. Del 10,6% en el 96 al 2,8%, en el 99.

- Apalancamiento Financiero neutro en el año 96(1,04) y negativo en el 99 (0,49), que castiga de manera muy importante al ya devaluado rendimiento operativo. Si bien aumenta el nivel de endeudamiento, también los hace y mas que proporcionalmente al anterior, el castigo de los gastos financieros.
  En el año 96 podemos estimar una tasa de gastos financieros en torno al 10% (gf/ Ds. Financiera), similar al rendimiento de los activos. En el 99, es tan pequeño el rendimiento de los activos que, a pesar de la

disminución en la tasa de interés que paga la deuda, el efecto sobre la rentabilidad del endeudamiento es negativo.

- El apalancamiento de la deuda no financiera, es positivo, y presenta una mejora del 7% en los años comparados. En este caso la utilización de deuda sin costo financiero explícito, potencia el rendimiento de los activos,

- El apalancamiento extraordinario pasa de ser negativo en el año 96, a potenciar el rendimiento en el año 99. Esta segregación que efectuamos de los resultados que no son ni funcionales ni habituales nos permiten poner la atención en la verdadera evolución de los demás factores. Es poco lo que podemos concluir respecto a este apalancamiento, pero es muy importante su segregación para lograr consistencia en las conclusiones sobre la evolución de los otros factores.

- El factor impositivo sufre una evolución favorable a los intereses de los accionistas. La empresa en el ejercicio 99 no tuvo una repercusión significativa por motivo del impuesto a las ganancias en el resultado neto. Mientras que en el 96, la incidencia del mismo había sido el 14%. Para comprender en profundidad esta evolución deberíamos estudiar con detalle la liquidación impositiva correspondiente y la legislación vigente que afecta a Maderas Argentinas.

Rendimiento de los Activos: Su evolución negativa obedece a una combinación de causas entre:

- La pérdida de margen de explotación. El mismo cae un 63%, en los años comparados, pasando del 9,7% al 3,6%.
- La pérdida en la rotación del activo. En el año 96 cada peso invertido en activos operativos era capaz de generar 1,09 pesos de ventas. En el

año 99, cada peso de inversión genera solo 0,78 pesos de venta. Se manifiesta una caída del 28%.

El margen de explotación sufre una evolución negativas debido al comportamiento de los costos variables y los costos fijos:

- Los costos variables pasan de representar el 72,6% en el 96 al 80,6% en el 99. Ambos en relación a la cifra de ventas. Caben aquí recordar los comentarios realizados en la lectura del estado de resultado con porcentajes verticales y horizontales, respecto al origen de esta evolución.
- Los costos fijos, si bien demuestran una caída en términos porcentuales, (17,7% a 15,8%), en términos absolutos sufren un incremento sustancial. Este factor atenta contra el apalancamiento operativo.

La evolución en la rotación del activo vendrá explicada por:

- Una disminución en la rotación del activo fijo. El fuerte crecimiento de las inversiones en fijo, no fue acompañado por un crecimiento en igual proporción en la cifra de ventas. De allí que cada peso de fijo en el 96 generaba 3,33 pesos de venta, mientras que en el 99 cae a 1,82. Esto supone una disminución del 45%.
  La pérdida de rotación en activo fijo se origina en las inversiones realizadas en bienes de uso materiales e interinos. Estos últimos de carácter muy consolidado.
- En el activo circulante la caída es menos pronunciada. En el 96 cada peso de circulante provocaba ventas por 1,62, y en el 99, por 1,38. La disminución es en este caso del 15%.
  El factor determinante en esta evolución negativa es el stock de productos terminados. Su permanencia en el año 96 era de 63 días

antes de ser vendido. En el 99 los días de permanencia ascienden a 107. Esto es un crecimiento del 70%.

## POTENCIAL DE CRECIMIENTO

| MADERAS ARGENTINAS S.A.<br>ANALISIS DE CRECIMIENTO | | |
|---|---|---|
| | **1996** | **1999** |
| ACTIVO CIRCULANTE | 569.100 | 1.017.220 |
| RECURSOS CICLICOS DE CP | 261.357 | 565.081 |
| **NCT** | **307.743** | **452.139** |
| | | |
| ACTIVO FIJO | 272.865 | 763.739 |
| RECURSOS PERMANENTES | 493.183 | 823.365 |
| **FONDO DE MANIOBRA** | **220.318** | **59.626** |
| | | |
| NCT | 307.743 | 452.139 |
| FONDO DE MANIOBRA | 20.318 | 59.626 |
| EXPRESOS | 87.426 | 392.513 |
| | | |
| **FM** | **71,59%** | **13,19%** |
| **RE** | **28,41%** | **86,81%** |
| | | |
| BENEFICIO RET. | 63.475 | 13.529 |
| VENTAS | 909.710 | 1.390.200 |
| | | |
| **f** NCT/VTAS | 33,83% | 32,52% |
| | | |
| **b** Bfcio neto/Vtas. | 6,98% | 0,97% |
| | | |
| **Gp Potencial de Crecimiento** | **25,99%** | **3,08%** |

| | | |
|---|---|---|
| | | |
| **Gp Potencial de Crecimiento cancelando EXPRESOS** | **-9,81%** | **-86,41%** |

## POTENCIAL DE CRECIMIENTO

Con el análisis previo sobre el equilibrio de la estructura patrimonial, y la rentabilidad de la estructura económica, estaríamos en condiciones de evaluar el crecimiento potencial de Maderas Argentinas.
Para ellos nos podríamos situar temporalmente a fines del año 99, y evaluar el crecimiento para el ejercicio 2000. En este caso deberíamos comenzar por establecer los supuestos financieros para dicho año en relación al comportamiento de las variables que forman parte del modelo de Zimmer.
O podríamos partir del supuesto del modelo simplificado en donde todas las variables que afectan al crecimiento se mantienen sin cambios respecto al ejercicio último cerrado.
Vamos a hacer dos ejercicios de crecimiento.

El primero será considerar que en el ejercicio 2000 las variables se comportarán como en el modelo simplificado.
Si esto fuera así, la empresa no podría crecer bajo la perspectiva financiera.

El resultado después de gastos financieros sobre ventas, b, es en el año 99 un 0,97%. (no consideraremos los resultados extraordinarios).

La NCT sobre ventas , f, es 32,5%.

Los recursos expresos ascienden a $392.530.

Con estos parámetros, la Gp es el 3,08%. (1/(f/b-1))

Sin embargo en este supuesto la empresa mantiene los recursos expresos existentes a diciembre de 1999. Cuando en la realidad es muy probable que los mismos sean exigidos por los respectivos acreedores. Consideraremos

entonces la cancelación de los recursos expresos. En ese caso la tasa gp sería negativa.

Está claro que la empresa se encuentra en un punto muy sensible para su continuidad. La estructura patrimonial es muy desequilibrada. La estructura económica se vuelve menos rentable. Y esto paraliza a la empresa en cualquier dirección que apunte a un crecimiento.

Maderas Argentinas deberá tomar medidas, tanto en la dirección financiera como en la económica.

En el aspecto financiero:

- Es necesario revisar la política de inversión en activos fijos, descartando aquellas que no sean absolutamente funcionales y necesarias en el corto plazo. (Interino $ 255.000)
- Liberar, si con ello no afecta a la fuente de fondos correspondiente, el saldo inmovilizado en Colateral ($113.000).
- Tomar medidas relacionadas con la administración de la necesidad de capital de trabajo. Específicamente trabajar el tiempo de permanencia de los productos terminados en depósito antes de ser vendidos. Si el plazo fuera el mismo que el que tenía la empresa en el 96, el saldo de productos terminados sería aproximadamente $174.000, lo cual supondría una liberación de fondos de $ 120.000.
- Renegociar el vencimiento de deudas de tipo expresas para convertirlas en largo plazo.

Sin embargo, dada la actual situación de la empresa, no será suficiente con tomar decisiones para sanear la estructura financiera. El margen de explotación es insuficiente para garantizar un superávit que permita recuperar la estabilidad en el largo plazo. La empresa debe conseguir que el beneficio

forme parte de los capitales permanentes que alimentan el fondo de maniobra, cosa que en el ejercicio 99 está muy lejos de ocurrir.

Por ello las decisiones en el aspecto económico deben estar encaminadas a revertir la tendencia observada en el resultado de explotación.

Combatir la competencia desleal por importación de artículos bajo condiciones de dumping, debería se el punto de partida.

- Renegociar condiciones comerciales con clientes, precio, descuentos por cantidad, y plazo de cobro, una vez se halla regularizado la situación de importaciones. El objetivo sería recuperar el nivel de costos de fabricación y comerciales del año 96. (7,2% en dto.comerciales, 4% en costo de materiales).
- Diversificar la cartera de clientes.
- Ajustar el nivel de costo de estructura alcanzado, al nivel de venta y fabricación.

## SIMULACION CRECIMIENTO EJERCICIO 1999

| Información ejercicio 1998 | | | |
|---|---|---|---|
| Activo Circulante | 956.986,00 | venta | 1.587.520,00 |
| Ajuste previsión | 30.800,00 | venta neta iva | 1.312.000,00 |
| Exigible Cíclico | 564.036,00 | | |
| NCT | 423.750,00 | beneficio | 30.717,00 |
| **B** | **4,00%** | extraordinario | 10.187,00 |
| **F** | **32,30%** | g.varios | 32.000,00 |
| | | beneficio b | 52.530,00 |

| MOVIMIENTOS EN LAS VARIABLES QUE DETERMINAN LA GP | | | |
|---|---|---|---|
| | **99** | **98** | **DIFERENCIA** |
| INVERISONES FINANC. | 114.500 | 114.200 | 300 |
| MATERIAL FUNCIONAL | 898.409 | 829.000 | 69.409 |
| INTERINO | 255.000 | 272.800 | - 17.800 |
| INMATERIAL | 9.100 | 9.700 | - 600 |
| Aplicaciones | | | 51.309 |
| PREVISIONES | 40.700 | 30.800 | 9.900 |
| AMORTIZACIONES | 513.270 | 446.117 | 67.153 |
| EXIGIBLES LP | 160.197 | 182.160 | - 21.963 |
| PN | 616.022 | 618.506 | - 2.484 |
| Orígenes | | | 52.606 |
| Movimiento neto Origen | | | 1.297 |
| Gp = | bV+A+FP-I-D-(Ec-Er)/V(f-b) | | |
| Gp = | 14,50% | | |

| | 99p | 99r | diferencia |
|---|---|---|---|
| **g** | **14,50%** | **5,96%** | |
| Ventas | 1.502.240 | 1.390.200 | -112.040,35 |
| **B** | **4,00%** | **0,97%** | -3,03% |
| b: RECURSOS | 60.146,86 | 13.529,00 | - 46.617,86 |
| MOV. OTRAS VARIABLES | 1.297,00 | 1.297,00 | - |
| TOTAL RECURSOS | 61.443,86 | 14.826,00 | - 46.617,86 |
| | | | - |
| **f** | **32,30%** | **35,45%** | 0,03 |
| NCT 99 | 485.193,86 | 492.839,00 | 7.645,14 |
| NCT 98 | 423.750,00 | 423.750,00 | - |
| NCT 99-NCT98 | 61.443,86 | 69.089,00 | 7.645,14 |
| TOTAL APLICACIONES | 61.443,86 | 69.089,00 | 7.645,14 |
| **DIFERENCIA** | **-** | **-54.263,00** | |

| **RESULTADOS fuera de b** | **99** | **98** | **99-98** | |
|---|---|---|---|---|
| **EXPRESOS** | | | | |
| As. B.U. | 293.744 | 296.621 | - 2.877,00 | |
| P. Bancarios | 71.804 | 75.246 | - 3.442,00 | **33.617,00** |
| P. Accionistas | 26.965 | - | | **20.646,00** |
| | | | 26.965,00 | |
| **Financiación del déficit** | | | | **54.263,00** |

## Escenario para la Planificación Financiera de Maderas Argentinas S.A.

### ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

El Plan de ventas fue confeccionado en base al éxito logrado por la empresa en el expediente antidumping planteado ante la administración. El área comercial estima que ante la desaparición de gran parte de la competencia, debido a las prácticas desleales planteadas en los últimos años por algunos importadores, Maderas Argentinas, será la principal abastecedora del mercado. Asimismo, la gerencia de este sector de la empresa, considera que tendrá posibilidad de recuperar el precio unitario de venta en el producto ¨Perchas¨.

Con estas perspectiva, se pone un objetivo de venta para el año 2000 de $ 2.280. Este valor es obtenido a partir de un incremento conjunto en el precio unitario de venta y en el número de unidades.
De allí que se prevé una disminución en el costo variable de fabricación y en el costo variable comercial, en términos relativos a las ventas. Los porcentajes estimados para dichos costos son los siguientes:

| | |
|---|---|
| Costo de materias primas | 42.24% |
| M.O. Fabricación | 17.25% |
| Trabajos Exteriores | 6.00% |
| Suministros | 2.90% |
| Canon calidad | 0.20% |
| Comisiones | 0.5% |
| Descuentos por cantidad | 0.40% |
| Previsión Insolvencias | 0.9% |
| Transportes | 1.60% |

Costos de estructura:
La empresa hasta el ejercicio pasado no había absorbido completamente la capacidad de su estructura de costos fijos, por el contrario, tenía una gran capacidad ociosa. Salvo algunas pequeñas modificaciones que son consecuencia de la evolución vegetativa de los costos, la estructura se estima se mantendrá constante.

| | |
|---|---|
| Personal Imputable | 3.95% |
| Amortización Imputable | 3.22% |
| Promoción Comercial | 0.56% |
| Otros gastos fabricación | 2.15% |
| Personal No Imputable | 0.93% |
| Amortización No Imputable | 1.74% |
| Alquileres | 1.22% |
| Impuestos diversos | 0.35% |
| Otros gastos generales | 1.10% |

La amortización de los bienes de uso se calculará en base a los datos de las inversiones del ejercicio anterior. Considerando que las incorporaciones del ejercicio se comienzan a amortizar en el ejercicio siguiente.

Los gastos financieros en esta primera fase de la planificación serán considerados, según el saldo de las deudas al inicio del ejercicio proyectado.
Las deudas financieras que devengan un interés explícito son:

| | |
|---|---|
| Descubierto Bancario | 255 |
| Acreedores por Bienes de Uso | 294 |
| Préstamos bancarios | 72 |
| Préstamos accionistas | 27 |
| Préstamos Bancarios | 160 |

La tasa de interés promedio estimada es el 9,72% anual.

Mensualmente se irá devengando el Impuesto sobre las Ganancias, con una alícuota promedio del 20%, en función de la estructura impositiva de la empresa.

**BALANCE PROYECTADO**

Determinación de saldos de stocks:

Al mes de diciembre de 2000:

Producto Terminado: $ 484, representa el 21% de la cifra de venta, al igual que en el ejercicio 1999.

Producto en Proceso: $ 131.

Materia Prima: $ 295.

Las compras de materia prima, se financian con crédito de proveedores, a 90 días.
El saldo inicial de proveedores asciende a $240 y será cancelado en cuatro cuotas iguales y consecutivas a partir de enero de 2000 de $ 60 cada una.

El plazo de cobro a clientes será: el 50% a 60 días y el 50% a 120 días.

El saldo mínimo de caja se reduce de $41,3 a 40$.

El saldo de Préstamos concedidos al personal al 31.12.99, no será renovado a su vencimiento, en el mes de marzo de 2000.

El depósito colateral que está garantizando el riesgo crediticio con el Banco Río, se reducirá en el mes de enero de 2000 a $70.

Como consecuencia de las perspectivas enunciadas por la gerencia comercial, el área de producción debe emprender un proceso de actualización de maquinaria e instalaciones. En marzo se invertirán $120 en maquinaria, con financiación de acreedores de Bienes de Uso. En abril $50 en instalaciones, financiadas con un préstamo bancario de largo plazo.

En diciembre de 2000, las obras del edificio Buenos Aires serán finalizadas, y comenzarán a ser utilizadas por la empresa. Mientras que en enero y febrero la empresa comenzará la construcción de un centro de recepción de mercaderías y logística, más cercano a su zona de operaciones. Supondrá un desembolso de $150 en enero y $100 en febrero.

En el cuadro siguiente se muestran las cuentas de resultado y sus respectivas condiciones de pago, cuya deuda se contabiliza como Acreedores Varios.

Descuento por Cantidad: Se paga trimestralmente. Los meses de enero, febrero y marzo se acreditan en marzo, y así sucesivamente.
Transportes: Se paga bimensualmente. Enero y febrero en febrero, etc.
Promoción Comercial: Se abona a 30 días.
Otros gastos de fabricación, Alquileres, Impuestos Diversos, Otros Gastos Generales: Se pagan a los 30 días.
El saldo inicial de la cuenta acreedores varios, se cancelará íntegramente en febrero.

DGI acreedora, recoge el saldo de la posición mensual de IVA, que se abona el mes siguiente al de su liquidación. La liquidación se realiza sobre la base del IVA débito, que surge del 21% de la cifra de ventas y el IVA crédito, 21% de la cifra de compras. El saldo inicial de la cuenta asciende a $17 y será ingresado a la DGI en el mes de enero de 2000.

El Impuesto a las Ganancias se ingresa en el año siguiente al de liquidación, por lo que al final del ejercicio proyectado, el saldo de la cuenta Impuesto a las Ganancias, incluye las provisiones efectuadas a lo largo de todo el ejercicio.

Las Remuneraciones y sus respectivas cargas sociales se pagan el mes siguiente al de su devengo.

Las comisiones por venta se pagan al mes siguiente de producida la venta. La cuenta comisiones a pagar tiene un saldo inicial de 34,3 que no se prevé cancelar en el ejercicio proyectado.

El Descubierto Bancario, es un préstamo de renovación automática, que la empresa tiene previsto utilizar en toda su posibilidad. Se estima que como mínimo se mantendrá el saldo autorizado en el ejercicio 99.

Por otra parte los préstamos bancarios expresos de corto plazo, se cancelarán completamente hasta el final del ejercicio. En febrero se suma al saldo inicial $60,2, que corresponden al paso de largo a corto plazo. En marzo, se cancela el saldo de inicio de $70, y en diciembre se cancela el saldo pendiente.

El saldo inicial de Préstamos accionistas, que constituye un crédito expreso, será cancelado a lo largo de todo el ejercicio, en doce cuotas iguales.

Los intereses devengados sobre las deudas existentes al inicio del período proyectado, se pagan al mes siguiente del su liquidación.

No están previstas en esta instancia de la planificación financiera, cambios en los saldos de las cuentas que componen los fondos propios.

A los efectos de la elaboración del CASH FLOW PROYECTADO, los gastos que la empresa paga en el mismo mes en que se generan son: Ingresos Brutos y Canon de Calidad.

| | 1999 | | 2000p | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| VENTAS BRUTAS | 1,390 | 100% | | 120 | 130 | 250 | 260 | 220 | 220 | 210 | 190 | 220 | 170 | 160 | 130 | 2,280 | 100% |
| Impuesto I.B. | 37 | 2.7% | 2.7% | 3 | 3 | 7 | 7 | 6 | 6 | 6 | 5 | 6 | 5 | 4 | 3 | 61 | 2.7% |
| VENTAS NETAS | 1,353 | 97.3 | 97.3% | 117 | 127 | 243 | 253 | 214 | 214 | 204 | 185 | 214 | 165 | 156 | 127 | 2,219 | 97.3% |
| Costo MP | 615 | 44.2% | 42.2% | 51 | 55 | 106 | 110 | 93 | 93 | 89 | 80 | 93 | 72 | 68 | 55 | 963 | 42.2% |
| M.O. Fabricación | 258 | 18.5% | 17.3% | 21 | 22 | 43 | 45 | 38 | 38 | 36 | 33 | 38 | 29 | 28 | 22 | 393 | 17.3% |
| Trabajos Exteriores | 89 | 6.4% | 6.0% | 7 | 8 | 15 | 16 | 13 | 13 | 13 | 11 | 13 | 10 | 10 | 8 | 137 | 6.0% |
| Suministros | 44 | 3.2% | 2.9% | 3.5 | 3.8 | 7.3 | 7.5 | 6.4 | 6.4 | 6.1 | 5.5 | 6.4 | 4.9 | 4.6 | 3.8 | 66 | 2.9% |
| Canon Calidad | 3 | 0.2% | 0.2% | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 5 | 0.2% |
| CTO.VAR.FAB. | 1,009 | 72.5% | 68.6% | 82 | 89 | 171 | 178 | 151 | 151 | 144 | 130 | 151 | 117 | 110 | 89 | 1,564 | 68.6% |
| MG.BRUTO | 345 | 24.8% | 28.7% | 34 | 37 | 72 | 75 | 63 | 63 | 60 | 55 | 63 | 49 | 46 | 37 | 655 | 28.7% |
| | | 0.0% | | | | | | | | | | | | | | | |
| Comisiones | | 0.5% | 0.5% | 0.6 | 0.7 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 11 | 0.5% |

| | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Dto. Cantidad | 7 | 2.4% | 0.4% | 0.5 | 0.5 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 9 | 0.4% |
| Prev. Insolvencia | 34 | 0.9% | 0.9% | 1.1 | 1.2 | 2.3 | 2.3 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 2.0 | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 21 | 0.9% |
| Transportes | 12 | 1.6% | 1.6% | 1.9 | 2.1 | 4.0 | 4.2 | 3.5 | 3.5 | 3.4 | 3.0 | 3.5 | 2.7 | 2.6 | 2.1 | 36 | 1.6% |
| CTO.VAR.COMERC. | 22 | 5.4% | 3.4% | 4.1 | 4.4 | 8.5 | 8.8 | 7.5 | 7.5 | 7.1 | 6.5 | 7.5 | 5.8 | 5.4 | 4.4 | 78 | 3.4% |
| Mg. Contribución | 75 | 19% | 25.3% | 30 | 33 | 63 | 66 | 56 | 56 | 53 | 48 | 56 | 43 | 41 | 33 | 578 | 25.3% |
| Personal | 270 | 4.1% | 4.0% | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 57 | 2.5% |
| Amortización | 57 | 3.3% | 3.2% | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 46 | 2.0% |
| Pmción Ccial. | 46 | 0.6% | 0.6% | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 8 | 0.4% |
| Otros gastos fabricac. | 8 | 2.2% | 2.1% | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 31 | 1.4% |
| EST.IMPUTABLE | 31 | 10% | 9.9% | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 142 | 6.2% |
| MG.Imputable | 142 | 9.2% | 15.5% | 19 | 21 | 52 | 54 | 44 | 44 | 41 | 36 | 44 | 31 | 29 | 21 | 436 | 19.1% |
| Personal | 127 | 1.0% | 0.9% | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 13 | 0.6% |
| Amortización | 13 | 1.8% | 1.7% | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 25 | 1.1% |
| Alquileres | 25 | 1.3% | 1.2% | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 18 | 0.8% |
| Impuestos diversos | 18 | 0.4% | 0.4% | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 5 | 0.2% |
| Otros Gtos.Grles. | 5 | 1.1% | 1.1% | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 16 | 0.7% |
| EST. NO IMPUTABLE | 16 | 5.5% | 5.3% | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 77 | 3.4% |
| | 77 | | | | | | | | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| BENEF.EXPLOTACION | 51 | 3.6% | 10.1% | 12 | 15 | 45 | 48 | 38 | 38 | 35 | 30 | 38 | 25 | 22 | 15 | 359 | 15.7% |
| Gastos financieros | 37 | 2.7% | 5.5% | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 78 | 3.4% |
| BENEF.POST GF | 14 | 1.0% | 4.7% | 5.62 | 8.15 | 38.6 | 41.1 | 31.0 | 31.0 | 28.4 | 23.4 | 31.0 | 18.3 | 15.8 | 8.15 | 280 | 12.3% |
| RES.EXTRAORD. | 35 | 2.5% | | | | | | | | | | | | | | | |
| B.antes de Impuestos | 48 | 3.5% | | 5.62 | 8.15 | 38.6 | 41.1 | 31.0 | 31.0 | 28.4 | 23.4 | 31.0 | 18.3 | 15.8 | 8.15 | 280 | 12.3% |
| IMP.A LAS GCIAS. | 1 | 0.1% | | 0.00 | 1.63 | 7.71 | 8.2 | 6.2 | 6.2 | 5.7 | 4.7 | 6.2 | 3.7 | 3.2 | 1.63 | 55 | 2.4% |
| BENEFICIO NETO | 47 | 3.4% | | 5.62 | 6.52 | 30.9 | 32.9 | 24.8 | 24.8 | 22.7 | 18.7 | 24.8 | 14.6 | 12.6 | 6.52 | 225 | 9.9% |

| STOCKS | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Producto acabado | | | | | | | | | | | | | |
| Saldo inicial | 295 | 340 | 381 | 372 | 358 | 361 | 364 | 371 | 387 | 390 | 414 | 443 | 295 |
| + Entradas | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 1,152 |
| - Salidas | 51 | 55 | 106 | 110 | 93 | 93 | 89 | 80 | 93 | 72 | 68 | 55 | 963 |
| = Saldo final | 340 | 381 | 372 | 358 | 361 | 364 | 371 | 387 | 390 | 414 | 443 | 484 | 484 |

| Producto en curso | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Saldo inicial | 80 | 84 | 89 | 93 | 97 | 101 | 106 | 110 | 114 | 118 | 123 | 127 | 80 |
| + Entradas de MP | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 1,203 |
| - Salidas PT | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 96 | 1,152 |
| = Saldo final | 84 | 89 | 93 | 97 | 101 | 106 | 110 | 114 | 118 | 123 | 127 | 131 | 131 |

| | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Materia Prima | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T |
| Saldo inicial | 180 | 189 | 199 | 209 | 218 | 228 | 237 | 247 | 257 | 266 | 276 | 285 | 180 |
| + Compras | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 1,318 |
| - Salidas | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 1,203 |
| = Saldo final | 189 | 199 | 209 | 218 | 228 | 237 | 247 | 257 | 266 | 276 | 285 | 295 | 295 |

| Clientes | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Saldo inicial | 432 | 505 | 446 | 604 | 768 | 810 | 841 | 810 | 750 | 756 | 714 | 647 | 432 |
| + Ventas mas | | | | | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| IVA | 145 | 157 | 303 | 315 | 266 | 266 | 254 | 230 | 266 | 206 | 194 | 157 | 2,759 |
| - Cobros | 72 | 216 | 145 | 151 | 224 | 236 | 284 | 290 | 260 | 248 | 260 | 218 | 2,604 |
| = Saldo final | 505 | 446 | 604 | 768 | 810 | 841 | 810 | 750 | 756 | 714 | 647 | 587 | 587 |

| CLIENTES | | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Saldo Dic.99 | 432 | 72 | 216 | 72 | 72 | | | | | | | | | |
| Ventas: | | | | | | | | | | | | | | |
| Enero | 145 | | | 73 | | 73 | | | | | | | | - |
| Febrero | 157 | | | | 79 | | 79 | | | | | | | - |
| Marzo | 303 | | | | | 151 | | 151 | | | | | | - |
| Abril | 315 | | | | | | 157 | | 157 | | | | | - |
| Mayo | 266 | | | | | | | 133 | | 133 | | | | - |
| Junio | 266 | | | | | | | | 133 | | 133 | | | - |
| Julio | 254 | | | | | | | | | 127 | | 127 | | - |
| Agosto | 230 | | | | | | | | | | 115 | | 115 | |
| Setiembre | 266 | | | | | | | | | | | 133 | | 133 |
| Octubre | 206 | | | | | | | | | | | | 103 | 103 |
| Noviembre | 194 | | | | | | | | | | | | | 194 |
| Diciembre | 157 | | | | | | | | | | | | | 157 |
| Total | 3,191 | 72 | 216 | 145 | 151 | 224 | 236 | 284 | 290 | 260 | 248 | 260 | 218 | 587 |

| PROVEEDORES | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|

| | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Saldo Dic 99 | | | | | | | | | | | | | | |
| | 240 | 60 | 60 | 60 | 60 | | | | | | | | | - |
| Compras: | | | | | | | | | | | | | | |
| Enero | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | 133 | | | | | | | | - | |
| Febrero | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | 133 | | | | | | | - | |
| Marzo | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | 133 | | | | | | - | |
| Abril | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | | 133 | | | | | - | |
| Mayo | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | | | 133 | | | | - | |
| Junio | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | | | | 133 | | | - | |
| Julio | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | | | | | 133 | | - | |
| Agosto | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | | | | | | 133 | | |
| Setiembre | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | | | | | | | 133 | |
| Octubre | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | | | | | | | | 133 |
| Noviembre | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | | | | | | | | 133 |
| Diciembre | | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | | | | | | | | | | | | | 133 |
| Total | | | | | | | | | | | | | | |
| | 1,836 | 60 | 60 | 60 | 193 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 399 |

| PROVEEDORES | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Saldo inicial | | | | | | | | | | | | | |
| | 240 | 313 | 386 | 459 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 | 240 |
| + Compras+IVA | | | | | | | | | | | | | |
| | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 1,595 |
| - Pagos | | | | | | | | | | | | | |
| | 60 | 60 | 60 | 193 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 1,436 |
| = Saldo final | | | | | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 313 | 386 | 459 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 | 399 |

| IVA | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Saldo inicial | | | | | | | | | | | | | |
| | 17 | 2 | 4 | 29 | 32 | 23 | 23 | 21 | 17 | 23 | 13 | 11 | 215 |
| Pago de sdo. IVA | | | | | | | | | | | | | |
| | 17 | 2 | 4 | 29 | 32 | 23 | 23 | 21 | 17 | 23 | 13 | 11 | 215 |
| IVA débito | | | | | | | | | | | | | |
| | 25 | 27 | 53 | 55 | 46 | 46 | 44 | 40 | 46 | 36 | 34 | 27 | 479 |
| IVA crédito | | | | | | | | | | | | | |
| | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 277 |
| IVA A PAGAR | | | | | | | | | | | | | |
| | 2 | 4 | 29 | 32 | 23 | 23 | 21 | 17 | 23 | 13 | 11 | 4 | 202 |

| | 1,999 | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| A.CIRCULANTE | 1,017 | 1,135 | 1,143 | 1,299 | 1,464 | 1,522 | 1,569 | 1,561 | 1,519 | 1,542 | 1,539 | 1,518 | 1,500 |
| DISPONIBILIDADES | 41.3 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| Caja y Bcos | 41.3 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| CREDITOS | 421.1 | 481.2 | 434.4 | 585.6 | 751.2 | 791.6 | 821.9 | 792.7 | 721.5 | 727.6 | 686.7 | 622.7 | 550.0 |
| Funcional | 414.7 | 474.8 | 428.0 | 585.6 | 751.2 | 791.6 | 821.9 | 792.7 | 721.5 | 727.6 | 686.7 | 622.7 | 550.0 |
| Clientes | 383.9 | | | | | | | | | | | | |
| Clientes dud.cobro | 40.7 | | | | | | | | | | | | |
| Doc.a cobrar | 7.1 | | | | | | | | | | | | |
| Subtotal Ctos.Vtas. | 431.7 | 504.9 | 446.2 | 604.1 | 768.1 | 810.4 | 840.7 | 810.4 | 749.9 | 755.9 | 713.6 | 647.0 | 586.5 |
| - Prev.Dud.cob. | 40.7 | 41.8 | 43.0 | 45.2 | 47.5 | 49.5 | 51.5 | 53.4 | 55.1 | 57.1 | 58.6 | 60.1 | 61.2 |
| Total Créditos | 391.0 | 463.1 | 403.3 | 558.9 | 720.5 | 760.9 | 789.2 | 757.0 | 694.8 | 698.9 | 655.0 | 587.0 | 525.3 |
| IVA crédito | | | | | | | | | | | | | |
| Deudores varios | 21.5 | | | | | | | | | | | | |
| Anticipos a Prov. | 1.2 | | | | | | | | | | | | |
| Gastos anticipados | 1.0 | | | | | | | | | | | | |
| Subtotal | 23.7 | 11.7 | 24.7 | 26.7 | 30.7 | 30.7 | 32.7 | 35.7 | 26.7 | 28.7 | 31.7 | 35.7 | 24.7 |
| O.CREDITOS | | | | | | | | | | | | | |
| Extrafuncional | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Ptmos. al Personal | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| STOCKS | 554.8 | 614.0 | 668.9 | 673.2 | 673.2 | 690.1 | 707.1 | 728.2 | 757.8 | 774.7 | 812.8 | 855.1 | 910.0 |
| Materias Primas | 179.8 | 189.4 | 199.0 | 208.6 | 218.2 | 227.8 | 237.4 | 247.0 | 256.6 | 266.2 | 275.8 | 285.4 | 295.0 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ptos en Proceso | 80.0 | 84.3 | 88.5 | 92.8 | 97.0 | 101.3 | 105.5 | 109.8 | 114.0 | 118.3 | 122.5 | 126.8 | 131.0 |
| Ptos Terminados | 295.0 | 340.3 | 381.4 | 371.8 | 358.0 | 361.1 | 364.2 | 371.5 | 387.2 | 390.3 | 414.5 | 442.9 | 484.0 |
| | **1999** | **E** | **F** | **M** | **A** | **M** | **J** | **J** | **A** | **S** | **O** | **N** | **D** |
| ACTIVO FIJO | 763.7 | 864.8 | 958.8 | 1,072.9 | 1,116.9 | 1,111.0 | 1,105.1 | 1,099.1 | 1,093.2 | 1,087.2 | 1,081.3 | 1,075.3 | 1,069.4 |
| INM.FINANCIERAS | 114.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 |
| Funcional | 114.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 | 71.5 |
| Fianzas y depósitos | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| Depósito Colateral | 113.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| MATERIAL | 640.1 | 784.2 | 878.2 | 992.3 | 1,036.3 | 1,030.4 | 1,024.5 | 1,018.5 | 1,012.6 | 1,006.6 | 1,000.7 | 994.7 | 988.8 |
| Funcional | 385.1 | 379.2 | 373.2 | 487.3 | 531.3 | 525.4 | 519.5 | 513.5 | 507.6 | 501.6 | 495.7 | 489.7 | 738.8 |
| Maquinarias | 724.5 | 724.5 | 724.5 | 844.5 | 844.5 | 844.5 | 844.5 | 844.5 | 844.5 | 844.5 | 844.5 | 844.5 | 844.5 |
| Instalaciones | 173.9 | 173.9 | 173.9 | 173.9 | 223.9 | 223.9 | 223.9 | 223.9 | 223.9 | 223.9 | 223.9 | 223.9 | 223.9 |
| Edificios | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 255.0 |
| Subtotal Mat.Func. | 898.4 | 898.4 | 898.4 | 1,018.4 | 1,068.4 | 1,068.4 | 1,068.4 | 1,068.4 | 1,068.4 | 1,068.4 | 1,068.4 | 1,068.4 | 1,323.4 |
| - Amort. Acum. B.U. | 513.3 | 519.2 | 525.2 | 531.1 | 537.1 | 543.0 | 549.0 | 554.9 | 560.8 | 566.8 | 572.7 | 578.7 | 584.6 |
| Total Mat.Func. | 385.1 | 379.2 | 373.2 | 487.3 | 531.3 | 525.4 | 519.5 | 513.5 | 507.6 | 501.6 | 495.7 | 489.7 | 738.8 |
| Interino | 255.0 | 405.0 | 505.0 | 505.0 | 505.0 | 505.0 | 505.0 | 505.0 | 505.0 | 505.0 | 505.0 | 505.0 | 250.0 |
| Edificio B.A. | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 0.0 |
| Deposito | 0.0 | 150.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 |
| INMATERIAL | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 |
| Funcional | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 | 9.1 |
| Patentes y marcas | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| Gastos Amortizables | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 |
| TOTAL ACTIVO | 1,780.9 | 2,000.0 | 2,102.1 | 2,371.7 | 2,581.4 | 2,632.7 | 2,674.0 | 2,660.0 | 2,612.5 | 2,629.6 | 2,620.8 | 2,593.1 | 2,569.5 |
| | 1,999.0 | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D |
| TOTAL EXIGIBLE | 1,117.8 | 1,195.0 | 1,263.6 | 1,435.7 | 1,436.6 | 1,429.4 | 1,427.9 | 1,431.7 | 1,433.6 | 1,441.3 | 1,420.5 | 1,427.2 | 1,344.4 |
| EXIG.CORTO PLAZO | 957.6 | 1,034.8 | 1,163.6 | 1,335.7 | 1,286.6 | 1,279.4 | 1,277.9 | 1,281.7 | 1,283.6 | 1,291.3 | 1,270.5 | 1,277.2 | 1,194.4 |
| Proveedores y R.P. | 240.4 | 313.3 | 386.3 | 459.2 | 399.2 | 399.2 | 399.2 | 399.2 | 399.2 | 399.2 | 399.2 | 399.2 | 399.2 |
| As varios | 6.2 | 15.0 | 7.4 | 6.5 | 7.5 | 11.9 | 6.5 | 10.7 | 17.9 | 10.0 | 7.1 | 16.8 | 6.5 |
| DGI acreedora | 16.8 | 2.1 | 4.2 | 29.4 | 31.5 | 23.1 | 23.1 | 21.0 | 16.8 | 23.1 | 12.6 | 10.5 | 4.2 |
| Impuesto a las Gcias. | | 0.0 | 1.6 | 9.3 | 17.6 | 23.8 | 29.9 | 35.6 | 40.3 | 46.5 | 50.2 | 53.3 | 54.9 |
| Remunerac.a pagar | 12.5 | 20.7 | 22.4 | 43.1 | 44.9 | 38.0 | 38.0 | 36.2 | 32.8 | 38.0 | 29.3 | 27.6 | 22.4 |
| Comisiones a Pagar | 34.3 | 31.9 | 32.0 | 32.6 | 32.6 | 32.4 | 32.4 | 32.4 | 32.3 | 32.4 | 32.2 | 32.1 | 32.0 |
| Dbto. Bancario | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 | 255.0 |
| Acreedores por B.U. | 293.7 | 293.7 | 293.7 | 413.7 | 413.7 | 413.7 | 413.7 | 413.7 | 413.7 | 413.7 | 413.7 | 413.7 | 413.7 |
| Préstamos bancarios | 71.8 | 71.8 | 132.0 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 60.2 | 0.0 |
| Préstamos | 26.9 | 24.7 | 22.4 | 20.2 | 17.9 | 15.7 | 13.5 | 11.2 | 9.0 | 6.7 | 4.5 | 2.2 | -0.0 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| accionistas | | | | | | | | | | | | | |
| Intereses a pagar | | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 |
| EXIG.LARGO PLAZO | 160.2 | 160.2 | 100.0 | 100.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| Préstamos Bancarios | 160.2 | 160.2 | 100.0 | 100.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| | 1,999.0 | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D |
| PATRIMONIO NETO | 663.1 | 668.7 | 675.2 | 706.1 | 739.0 | 763.7 | 788.5 | 811.2 | 829.9 | 854.7 | 869.3 | 881.9 | 888.5 |
| CAPITAL | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 |
| Capital Social | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 |
| -Accionistas | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Total Capital Social | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 | 520.7 |
| RESERVAS | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 | 95.3 |
| Reserva Legal | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 |
| Reserva Voluntaria | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 | 76.8 |
| RESULTADOS | 47.1 | 52.7 | 59.2 | 90.1 | 123.0 | 147.7 | 172.5 | 195.2 | 213.9 | 238.7 | 253.3 | 265.9 | 272.5 |
| Resultado del ejercicio | | 5.6 | 12.1 | 43.0 | 75.9 | 100.6 | 125.4 | 148.1 | 166.8 | 191.6 | 206.2 | 218.8 | 225.4 |
| Resultado Acumulado | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 | 47.1 |
| EXIGIBLE Y PN | 1,781 | 1,864 | 1,939 | 2,142 | 2,176 | 2,193 | 2,216 | 2,243 | 2,264 | 2,296 | 2,290 | 2,309 | 2,233 |
| NEC.FINANCIERA | 0 | 136 | 163 | 230 | 406 | 440 | 458 | 417 | 349 | 334 | 331 | 284 | 337 |
| TOTAL | 1,781 | 2,000 | 2,102 | 2,372 | 2,581 | 2,633 | 2,674 | 2,660 | 2,612 | 2,630 | 2,621 | 2,593 | 2,569 |

| | E | F | M | A | M | J | J | A | S | O | N | D | T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PTO. Operativo | | | | | | | | | | | | | |
| Cobro por Ventas | 72.0 | 216.0 | 144.6 | 150.7 | 223.9 | 236.0 | 284.4 | 290.4 | 260.2 | 248.1 | 260.2 | 217.8 | 2,604 |
| Pagos operativos | | | | | | | | | | | | | |
| Ingresos Brutos | 3.2 | 3.5 | 6.7 | 6.9 | 5.9 | 5.9 | 5.6 | 5.1 | 5.9 | 4.5 | 4.3 | 3.5 | 61 |
| IVA | 16.8 | 2.1 | 4.2 | 29.4 | 31.5 | 23.1 | 23.1 | 21.0 | 16.8 | 23.1 | 12.6 | 10.5 | 215 |
| Proveedores de MP | 60.0 | 60.0 | 60.0 | 192.9 | 132.9 | 132.9 | 132.9 | 132.9 | 132.9 | 132.9 | 132.9 | 132.9 | 1,436 |
| M.O. Fabricación | 12.5 | 20.7 | 22.4 | 43.1 | 44.9 | 38.0 | 38.0 | 36.2 | 32.8 | 38.0 | 29.3 | 27.6 | 383 |
| Trabajos | 7.2 | 7.8 | 15.0 | 15.6 | 13.2 | 13.2 | 12.6 | 11.4 | 13.2 | 10.2 | 9.6 | 7.8 | 137 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Exteriores | | | | | | | | | | | | | |
| Suministros | 3.5 | 3.8 | 7.3 | 7.5 | 6.4 | 6.4 | 6.1 | 5.5 | 6.4 | 4.9 | 4.6 | 3.8 | 66 |
| Canon Calidad | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 5 |
| Comisiones | 3.0 | 0.6 | 0.7 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 14 |
| Dtos. por cantidad | | | 2.0 | | | 2.8 | | | 2.5 | | | 1.8 | 9 |
| Transportes | | 4.0 | | 8.2 | | 7.0 | | 6.4 | | 6.2 | | 4.6 | 36 |
| Personal | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 70 |
| Promoción Ccial. | | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 7 |
| Otros gastos fabricac. | | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 28 |
| Alquileres | | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 16 |
| Impuestos diversos | | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 5 |
| As. Varios Sdo.99 | | 6.2 | | | | | | | | | | | 6 |
| Otros gtos grales. | | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 14 |
| Otros créditos | -12.0 | 13.0 | 2.0 | 4.0 | 0.0 | 2.0 | 3.0 | -9.0 | 2.0 | 3.0 | 4.0 | -11.0 | 1 |
| Gastos financieros | | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 72 |
| Pagos Operativos | 100.3 | 140.8 | 139.6 | 328.3 | 255.3 | 251.7 | 241.7 | 229.8 | 232.7 | 243.2 | 217.4 | 201.5 | 2,582 |
| Diferencia Operativa | -28.3 | 75.2 | 5.0 | -177.7 | -31.5 | -15.7 | 42.7 | 60.6 | 27.4 | 4.8 | 42.7 | 16.3 | 22 |
| Dif.Acumulada Oper. | -28.3 | 46.9 | 52.0 | -125.7 | -157.2 | -173.0 | -130.3 | -69.7 | -42.3 | -37.4 | 5.3 | 21.6 | |
| Cobros de Fijo | 43.0 | 0.0 | 6.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 49 |
| Depósito colateral | 43.0 | | | | | | | | | | | | 43 |
| Aporte de Socios | | | | | | | | | | | | | 0 |
| Préstamo bancario LP | | | | | | | | | | | | | 0 |
| Préstamos al personal | | | 6.4 | | | | | | | | | | 6 |
| Pagos de Fijo | 152.2 | 102.2 | 74.0 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 62.4 | 409 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Préstamos bancarios CP | | | 71.8 | | | | | | | | | 60.2 | 132 |
| Préstamos Accionistas | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 27 |
| Proveedores Maquinaria | 150.0 | 100.0 | | | | | | | | | | | 250 |
| Diferencia de Fijo | -109.2 | -102.2 | -67.6 | -2.2 | -2.2 | -2.2 | -2.2 | -2.2 | -2.2 | -2.2 | -2.2 | -62.4 | -360 |
| Dif, Acum. Fijo | -109.2 | -211.5 | -279.1 | -281.4 | -283.6 | -285.9 | -288.1 | -290.3 | -292.6 | -294.8 | -297.1 | -359.5 | |
| Saldo inicial Caja | 41.3 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 481 |
| Saldo Final Caja | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | 480 |
| | 1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1 |
| Diferencia | -136.2 | -27.0 | -62.6 | -179.9 | -33.7 | -18.0 | 40.4 | 58.3 | 25.2 | 2.6 | 40.5 | -46.1 | -337 |
| Total Difer.total Acumul. | -136.2 | -163.2 | -225.9 | -405.8 | -439.5 | -457.5 | -417.1 | -358.7 | -333.5 | -330.9 | -290.4 | -337 | |

| **NIVEL 1** | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
|---|---|---|---|---|---|
| ***Rentabilidad*** | | | | | |
| Beneficio Neto | | | | 225 | 47 |
| Capitales Propios | | | | 888 | 663 |
| **BN / Cap. Propios** | | | **257%** | **25.37%** | **7.11%** |
| | | | | | |
| | | | | | |
| ***Rendimiento*** | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Resultado Operativo | | | | 359 | 51 |
| Activo Funcional Neto | | | | 2,569 | 1,775 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Result. Op / AFN** | | **390%** | **14.0%** | **2.8%** |
| | | | | |
| | | | | |
| ***Apalancamiento Financiero*** | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| ***Endeudamiento*** | | | | |
| Activo Funcional Neto | | | 2,569 | 1,775 |
| Cap. Propios + Deudas No Financieras | | | 1,379 | 967 |
| **AFN / (CP + DNF)** | | **2%** | **1.86** | **1.83** |
| ***Costo de deuda*** | | | | |
| Resultado antes de ext. E impuestos | | | 280 | 14 |
| Result. Operativo | | | 359 | 51 |
| **Result Neto Fin / Result. Op.** | | **192%** | **0.78** | **0.27** |
| **Apalancamiento Financiero Total** | | **196%** | **1.46** | **0.49** |
| | | | | |
| | | | | |
| ***Apalancamiento Deudas No Financieras*** | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Cap. Propios + Deudas No Financieras | | | 1,379 | 967 |
| Capitales Propios | | | 888 | 663 |
| **(CP + DNF) / CP** | | **6%** | **1.55** | **1.46** |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | |
| | | | | | |
| ***Apalancamiento Extraordinario*** | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Resultado después de Extraordinarios | | | | 280 | 48 |
| Resultado Neto Financiación | | | | 280 | 14 |
| **Result. Desp. Extr. / Result. Neto Fin** | | | **-72%** | **1.00** | **3.56** |
| | | | | | |
| | | | | | |
| ***Apalancamiento Fiscal*** | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Beneficio Neto Total | | | | 225 | 47 |
| Result. Antes de Impuestos | | | | 280 | 48 |
| **BNT / Result. Antes Imp.** | | | **-18%** | **0.80** | **0.98** |
| | | | | | |
| | | | | | |
| **NIVEL 2** | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Resultado Operativo | | | | 359 | 51 |
| Ventas | | | | 2,280 | 1,390 |
| **Margen** | **Result. Op / Ventas** | | **-77%** | **15.74%** | **3.63%** |
| | | | | | |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Ventas | | | | | |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2,280 | 1,390 |
| Activo Funcional Neto | | | | 2,569 | 1,775 |
| **Rotación** | **Ventas / AFN** | | **-12%** | **0.89** | **0.78** |
| | | | | | |
| | | | | | |
| **NIVEL 3** | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Costos Variables | | | | 1,641 | 1,084 |
| Ventas | | | | 2,280 | 1,390 |
| **Incidencia variable** | **Ctos Vbles / Ventas** | | **8%** | **72.0%** | **77.9%** |
| | | | | | |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Costos Fijos | | | | 219 | 219 |
| Ventas | | | | 2,280 | 1,390 |
| **Incidencia fijo** | **Ctos Fijos / Ventas** | | **64%** | **9.6%** | **15.8%** |
| | | | | | |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Ventas | | | | 2,280 | 1,390 |
| Activo Fijo Funcional | | | | 1,069 | 764 |
| **Rotación Fijo** | **Ventas / AFF** | | **-15%** | **2.13** | **1.82** |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Ventas | | | | 2,280 | 1,390 |
| Activo Circulante Funcional | | | | 1,500 | 1,011 |
| **Rotación Circulante** | **Ventas / ACF** | | **-10%** | **1.52** | **1.38** |
| | | | | | |
| | | | | | |
| | | | | | |
| **NIVEL 4** | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Ventas + IVA | | | | 2,759 | 1,682 |
| Saldos Clientes | | | | 587 | 432 |
| **Rotación Clientes** | **Ventas+IVA / Clientes** | | **21%** | **77.60** | **93.67** |
| | | | | **dias** | **dias** |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Costo de Venta | | | | 1,564 | 1,009 |
| Stocks de Mercadería | | | | 910 | 555 |
| **Rotación Stocks** | **CMV / Stocks** | | **-5%** | **212.39** | **200.78** |
| | | | | **dias** | **dias** |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| Costo de Venta | | | | 1,564 | 1,009 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Saldo Proveedores | | | | 399 | 240 |
| **Plazo Medio Pago** | **CMV / Proveedores** | | **-7%** | **93.17** | **87.00** |
| | | | | **dias** | **dias** |
| | | | | | |
| | | | | | |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| ACTIVO CIRCULANTE FUNCIONAL (ajuste prev. insolv.) | | | | 1,561 | 1,058 |
| RECURSOS CICLICOS DE CP | | | | 781 | 565 |
| **NCT** | | | **58%** | **780** | **493** |
| | | | | | |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| ACTIVO FIJO | | | | 1,069 | 764 |
| RECURSOS PERMANENTES (ajuste prev. insolv.) | | | | 1,100 | 864 |
| **FONDO DE MANIOBRA** | | | **-70%** | **30** | **100** |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| NCT | | | | 780 | 493 |
| FONDO DE MANIOBRA | | | | 30 | 100 |
| EXPRESOS | | | | 414 | 392 |
| **NECESIDAD FINANCIERA** | | | | **336** | **0** |
| | | | | | |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| **FM** | | | | | **20.36%** |
| **RE** | | | | | **79.64%** |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| BENEFICIO RET. | | | | 225 | 14 |
| VENTAS | | | | 2,280 | 1,390 |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| **f** | NCT/VTAS | | | 34.21% | 35.44% |
| | | | **variación** | **2000 proy** | **1999** |
| **b** | Bfcio neto/Vtas. | | | 9.88% | 0.97% |

## Principales aspectos a destacar en la Planificación Financiera de Maderas Argentinas.

♦ El Resultado económico proyectado es positivo, y representa casi el 10% sobre la cifra de ventas. El último ejercicio cerrado la ganancia neta representaba un 3,4% sobre ventas.

♦ El cambio experimentado por el resultado, es producto de haber considerado un escenario muy positivo en el desarrollo del negocio para el ejercicio proyectado. La barrera de entrada obtenida hacia los productos importados por la competencia en condiciones desleales.

♦ Esta mejora en la estructura económica, sin entrar en la cobertura de la necesidad financiera, muestra una sustancial mejora en el rendimiento de la inversión en activos funcionales. El rendimiento de la empresa pasaría del 3 al 14%.

El origen de la mejora del rendimiento reside en el margen logrado (pasaría del 4 al 16%) y también en la rotación, (de 0,8 a0,9).

Sin embargo las mejoras conseguidas a nivel económico, no nos pueden garantizar una mejora en la rentabilidad.

El cash flow proyectado arroja una necesidad financiera total al final del período de $337., aunque en el mes de junio presenta una máxima exposición de $458.

La diferencia de ordinario es $22 positiva, esto significa que en la operación funcional y habitual de la empresa, el resultado de caja es casi neutro. La explotación no está generando caja a pesar de haber obtenido un resultado económico muy positivo. Dicho de otra forma, la caja que está generando la explotación está siendo absorbida por determinadas inversiones.

La diferencia de fijo, es decir aquellos cobros y pagos que no son funcionales o no son habituales, es negativa y asciende a $ 360. El pago por inversiones en bienes de uso, y la cancelación de préstamos, son la erogaciones principales que se observan en el cash flow. Se destaca en el mes de junio una diferencia negativa acumulada en ordinario de $173.

Comprobamos por medio del balance, las mismas cifras de necesidad financiera.
El balance del 2000 proyectado arrojaría una NCT de $367, mientras que en el 99 la misma fue de $199. Dicha NCT en el ejercicio proyectado, estaría financiada con un fondo de maniobra de $30, muy reducido respecto al del ejercicio real anterior, y la diferencia, $337, sería la Necesidad Financiera detectada anteriormente en el cash flow. Se recomienda ver los cálculos de los indicadores obtenidos en la pirámide de ratios.

Finalmente el Balance nos permite entender que tipo de necesidad financiera es la que se está generando con esta planificación. Para ello será útil elaborar un estado de origen y aplicación de fondos entre los saldos de las cuentas del ejercicio cerrado al 31.12.99 y los saldos del balance proyectado.

| **Estado de Origen y Aplicación de Fondos** | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **ORIGEN** | | | **APLICACIÓN** | |
| Recursos Cíclicos | 216 | | Créditos Vtas. | 155 |
| | | | Otros Créditos | 1 |
| | | 288 | Productos Terminados | 189 |
| Disminución Sdo mín.Caja | 1 | | Prod. En Proceso | 51 |
| Cobro Ptmo. Al Personal | 6 | | MP | 115 |
| | 8 | | | 511 |
| Cíclicos de B.U. | 120 | -21 | Cancelación Expresos | 99 |
| Previsión Ds.Cobro | 21 | | | |
| Depósito Colateral | 43 | | Activo Fijo | |
| Capital | 0 | 70 | Material (funcional e interino) | 349 |
| Resultado | 225 | | Cancelación ex.lp | 10 |
| | 289 | | | 359 |
| Subtotal | 632 | | Total | 969 |
| NF | 337 | 337 | | |
| Total | 969 | | | |

Los movimientos patrimoniales arriba detallados nos muestran un fuerte incremento en las aplicaciones de circulante como consecuencia del incremento de la cifra de ventas. Recordemos que la misma en este supuesto crecería un 64%. Los recursos cíclicos obtenidos, quedan muy por debajo de las necesidades de circulante, lo que provoca una diferencia a favor de las aplicaciones de $288. si el supuesto es que el nivel de ventas alcanzado se mantendrá en el tiempo, entonces la inversión observada en créditos a clientes y stocks, será de tipo permanente. Por otra parte observamos el cambio en un recurso expreso por otro, lo cual significa que no se puso como prioridad en

este plan el cancelar los expresos, o en todo caso que no se pudo alcanzar ese objetivo.
Finalmente observemos que los recursos de largo plazo si son suficientes para hacer frente a las inversiones de largo. Recordemos que los primeros incluyen el beneficio del ejercicio. Ahora, el excedente generado ($70) no es suficiente, para equilibrar la necesidad financiera.
Tenemos delante una situación de crecimiento en ventas que arrastra consigo una fuerte necesidad de fondos. La misma es de carácter permanente, tanto la que se origina en el capital de trabajo, como la que es consecuencia de las inversiones en activo fijo. En los estado financieros proyectados, observamos lo atractivo que resulta el plan financiero presentado, desde el punto de vista económico, pero asimismo, advertimos la imposibilidad de poner en marcha el mismo, sin antes resolver las fuentes de financiación para la situación financiera detectada.

En esta instancia cabría comenzar a realizar un análisis de sensibilidad en relación a las distintas variables que definen el plan estudiado.

Cual sería el efecto en el plan financiero si redujéramos el plazo de financiación a clientes de 60 y 120 días a 60 y 90 días. Tendríamos que modificar el cash flow por vía cobros, pero seguramente deberíamos castigar también la cifra de ventas ya que la reducción del plazo, posiblemente castigue la facturación.

De igual manera cabría hacer razonamientos similares en relación a los saldos de stocks de mp, pp y pt.

El siguiente punto de análisis debería ser estudiar con mucho detalle la necesidad de incurrir en este periodo en las inversiones propuestas en el plan. Notemos que se estarían realizando inversiones en activo fijo por $349, y probablemente se pudiera sacrificar parte del margen conseguido, tomando

una decisión de alquiler en lugar de compra de alguna de las inversiones planificadas.

Observemos también que en el plan propuesto no se hace uso de capitales permanentes. Por el contrario se está cancelando parte del exigible de largo plazo que disponía la estructura financiera de la empresa. En este sentido podría acudirse no solo a créditos, sino, ante las perspectivas optimistas de la dirección de la empresa, se podría intentar una capitalización de la misma.