

Universidad Empresarial Siglo 21



Lic. en Administración

Trabajo Final de Grado

Proyecto de Aplicación Profesional

“Análisis Económico Financiero de Longvie SA a Diciembre 2015; informe de situación para potenciales inversores y efectos de la colocación de Obligaciones Negociables con el objeto de cancelar deuda bancaria durante 2016”

Autor: Guillermo Leonel Spernanzoni

-Año 2016-

Resumen Ejecutivo

La industria nacional conocida como “línea blanca” se ha destacado por un crecimiento del 120% en las cantidades producidas en el periodo comprendido entre los años 2001 y 2014, favorecida por una política gubernamental de protección de la industria, así como por un pujante mercado interno, cuyo desarrollo fue posibilitado por el crecimiento en el poder adquisitivo de los sectores populares y una expansión del crédito al consumo.

En el presente trabajo, luego de hacer un recorrido por los acontecimientos económicos macro que atravesó la industria en los últimos catorce años, se realiza un análisis exhaustivo y diagnóstico de la situación económico financiera de Longvie SA, una firma con casi 100 años de historia en el mercado argentino de la línea blanca.

Se ha identificado a partir de esta instancia una tendencia de la firma a depender de altos niveles de deuda financiera de corto plazo y un apalancamiento financiero negativo se sugiere como alternativa a la forma de financiamiento actual la emisión de Obligaciones Negociables en el Mercado de Valores.

Finalmente, luego de proyectar los estados contables para los años 2016 y 2017, se busca concluir respecto de la conveniencia o no de la alternativa planteada al comparar la situación financiera original con la alcanzada en los estados contables prospectivos, y los costos totales asociados la emisión de Obligaciones así como a los préstamos bancarios para capital de trabajo.

Palabras Claves

- Obligaciones Negociables
- Longvie SA
- Línea Blanca
- Industria Argentina
- Análisis Económico
- Análisis Financiero
- Ratios Financieros
- Fondo de Maniobra
- Capital de Trabajo

Abstract

The national ‘white goods’ industry stands out due to its 120% growth in production in the period from 2001 to 2014. This was helped by government policies to protect industry as well as by internal market ratings, which improved due to an increase in the general public’s purchasing power and an expansion of consumer credit.

After providing an overview of the macroeconomic events that the industry has experienced in the last fourteen years, this thesis carries out a diagnostic and exhaustive analysis of the financial economic situation of Longvie SA, a company with nearly 100 years of history in the Argentinian white goods market.

Identifying herein a tendency for the company's financing to depend on high levels of short term debt and negative financial leveraging, an alternative to the current forms of financing is put forward; the emission of negotiable debt obligations on the stock market.

Finally, after projecting the accounts for 2016 and 2017, conclusions are sought with regards to the benefits or disadvantages of this alternative in comparison to the original financial situation, considering the projected accounts, the total costs associated with the emission of obligations as well as those for using bank loans as working capital.

Key Words

- Bonds
- Longvie SA
- Domestic appliances
- Argentinian Industry
- Economic Analysis
- Financial Analysis
- Financial Ratios
- Equity Analysis
- Working Capital
- Capital Assets / Working Capital Loan

Índice Temático

Contenido

Resumen Ejecutivo	2
Palabras Claves.....	3
Abstract	4
Key Words	5
Índice Temático	6
CAPITULO 1: INTRODUCCION.....	12
Introducción.....	13
1.1 Introducción	13
1.2 Justificación	14
1.3 Antecedentes Generales	15
CAPITULO 2: OBJETIVO.....	19
Objetivo General y Objetivos Específicos.....	20
Objetivo General	20
Objetivos Específicos.....	20
CAPITULO 3: MARCO TEORICO	22
Marco Teórico	23
Análisis PEST.....	23
5 fuerzas de Porter	24
El análisis Económico-Financiero	29
El caso de los Activos.....	30
El caso de las fuentes de financiación.....	31
El estado de resultado.....	31
Equilibrio de la estructura patrimonial	33
Indicadores para caracterizar estructura patrimonial, el análisis vertical y horizontal	34
Fondo de Maniobra.....	36
Necesidad de Capital de Trabajo.....	36
El corto plazo.....	38
La puntualidad.....	39
El Ciclo de Maduración.....	40

Rentabilidad de la estructura económica	40
Medidas de Desempeño	40
Punto de Equilibrio y Apalancamiento Operativo –break even-.....	41
Índices de Rentabilidad	42
Factores que determinan la rentabilidad.....	44
Determinación del potencial de crecimiento.....	45
El modelo de Zimmer	46
Puntos de Referencia	47
Obligaciones Negociables.....	48
Ventajas:.....	48
Desventajas:	49
Tipos de ON según su garantía.....	49
El prospecto de emisión:	50
El precio de la colocación	51
Tasas de Interés, Costo Financiero Total, Tasas Reales	54
Análisis FODA	57
CAPITULO 4: MARCO METODOLOGICO	59
Marco Metodológico.....	60
CAPITULO 5: ETAPA DIAGNOSTICA	63
Análisis de Datos	64
Referencia Histórica; la industria de línea blanca y su entorno macro:	64
Análisis Macroeconómico – PEST a Marzo 2016.....	74
Análisis de Industria – 5 fuerzas de Porter.....	80
Estructura Patrimonial Periodo 2012-2015.....	85
La estructura de largo plazo.....	87
Estructura Intermedia	89
ESTRUCTURA DE CORTO PLAZO	89
Origen y Aplicación de Fondos 2012-2013.....	90
Origen y Aplicación de Fondos 2013 – 2014	91
Origen y Aplicación de Fondos 2014 – 2015	92
Evolución Económica y Factores que Incluyen Sobre la Rentabilidad	93
Análisis de Crecimiento	95
CAPITULO 6: CONCLUSIONES DIAGNOSTICAS.....	96

Conclusiones Diagnósticas	97
Situación Patrimonial de Longvie SA a Diciembre 2015:	97
Estructura de Largo Plazo.....	99
Estructura Intermedia	99
Estructura de Corto Plazo.....	100
La Rentabilidad.....	101
Factores que Explican la Rentabilidad.....	102
Estructura de deuda estimada a Diciembre de 2015.....	104
Análisis FODA	107
Fortalezas:	108
Oportunidades:	108
Debilidades:.....	109
Capítulo 7:	112
OBJETIVOS DE LA PROPUESTA	112
DE	112
APLICACIÓN PROFESIONAL	112
Objetivos de la Propuesta de Aplicación Profesional.....	113
Fundamentación de los objetivos de la propuesta	114
Estrategias para alcanzar los objetivos planteados	115
CAPITULO 8:	116
ASPECTOS ESPECIFICOS DE LA PROPUESTA	116
Aspectos Específicos de la Propuesta	117
Diagnóstico Macro y de la Industria.....	117
El Proceso de Emisión de ON	118
Diagrama de Gantt Tentativo.....	128
Definición de tres hipotéticos escenarios de colocación	129
Proyección de los EECC y Estimación de Situación Resultante tras la Colocación de ON.....	130
Costos de la Emisión Comparados con Líneas Bancarias a tasa de Mercado	130
Evolución estimada de la Rentabilidad, Proyección de los Escenarios Posibles.....	136
Comentarios Finales.....	138
Recomendaciones Finales	141
CAPITULO 9: BIBLIOGRAFIA.....	143
Bibliografía: Trabajos Consultados.....	144

Bibliografía: Páginas Web Consultadas	146
Normas Consultadas	146
CAPITULO 10: ANEXOS	147
Capítulo 10: Anexos.....	148
Anexo 5.1 – Balance Ordenado	148
Anexo 5.2 – Estado de Resultados Ordenado	151
Anexo 5.3 – Estado de Origen y Aplicación de Fondos 2012 - 2013	152
Anexo 5.4 – Estado de Origen y Aplicación de Fondos 2013 - 2014	153
Anexo 5.5 – Estado de Origen y Aplicación de Fondos 2014 – 2015 Sem. II	154
Anexo 5.6 – Explicación de la Rentabilidad.....	155
Anexo 8.1 – Proyecciones	156
Anexo 8,2 - ESTRUCTURA DE DEUDA y ESTIMACIÓN DE CARGA FINANCIERA	160

Índice de Tablas, Gráficos y Figuras

Figura N°1; “el ciclo de maduración”; elaboración propia a partir de la bibliografía utilizada	PAG 40
Figura N°2; “diagrama ampliado de Du Pont”; Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). Fundamentos de Finanzas Corporativas. México: Mc Graw Hill.	PAG 45
Gráfico N°1; “PBI a precios constantes según BM; Industria de Línea Blanca en Cantidades” Años 2000 al 2014; Elaboración Propia; Datos Banco Mundial e Indec	PAG 64
Gráfico N°2; “Evolución de Ventas de Longvie SA y Cantidades Producidas por la Industria de Línea Blanca 2003-2014 (en miles de unidades)”; elaboración propia en base a balances de la empresa y datos de Indec	PAG 70
Gráfico N°3; Inversión Bruta Anual en Miles de Dólares; Longvie SA 2000-2014; Fuente: Elaboración Propia en base a datos proporcionados por la empresa ajustados a tipo de cambio oficial	PAG 71
Gráfico N°4; Tasa de Adelanto con Acuerdo Promedio de Bancos Privados y Badlar Promedio Mensual; Fuente: Elaboración Propia en base a estadísticas de BCRA	PAG 134
Tabla N°1; monto colocado de ON, Mercado de Buenos Aires 2000-2014 en Miillones de Dolares; Elaboración Propia en Base a Datos de IAMC	PAG 51
Tabla N°2; “fuentes utilizadas según objetivo perseguido”; elaboración propia año 2015	PAG 59
Tabla N°3; “Diagrama de Gant”; Trabajo Final de Grado; Elaboración Propia	PAG 61
Tabla N°4; “Indicadores de Endeudamiento Longvie 2012-2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV	PAG 85
Tabla N°5; “Indicadores de Garantía de Activos, Recurso de Largo Plazo y Financiación Interna Longvie 2012-2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.	PAG 86
Tabla N°6; “Indicadores de Estructura Financiera Intermedia Longvie 2012-2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV	PAG 88
Tabla N°7; “Cálculo y Financiación de Necesidad de Capital de Trabajo Longvie 2012-2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV	PAG 88
Tabla N°8; “Indicadores de Solvencia-Capacidad de Pago de Corto Plazo Longvie 2012-2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV	PAG 89
Tabla N°9; “Indicadores de Solvencia-Puntualidad de Corto Plazo Longvie 2012-2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en	PAG 89

CNV

Tabla N°10; “Principales Orígenes y Aplicaciones de Fondos Longvie 2012-2013”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV	PAG 91
Tabla N°11; “Principales Orígenes y Aplicaciones de Fondos Longvie 2013-2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV	PAG 92
Tabla N°12; “Evolución de Ventas y Efectos Precio y Cantidad - Longvie 2012-2015 (1° Semestre)”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV	PAG 93
Tabla N°13; “Análisis de Crecimiento - Longvie 2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV	PAG 95
Tabla N°14; “Composición de Deuda Financiera – Longive a Dic-2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV y Estadísticas BCRA	PAG 106
Tabla N°15; “Desglose de Carga Financiera - Longvie 2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV	PAG 107
Tabla N°16; “Resumen de Características Potencial Emisión de Serie 3 ON – Longvie SA ”, Elaboración Propia en base a Prospectos Anteriores y Ultimas Emisiones en Merval	PAG 127
Tabla N°17; “Diagrama de Gant – Emisión de ON”; Trabajo Final de Grado; Elaboración Propia	PAG 128
Tabla N°18; “Flujo Proyectado ON Serie III - Longvie SA” – Elaboración Propia en Base a Emisión Propuesta	PAG 133
Tabla N°19; “Presupuestos Emisión ON Serie III - Longvie SA” – Elaboración Propia en Base a Emisión Propuesta.	PAG 134
Tabla N°20; “Presupuesto Líneas a Tasas de Mercado - Longvie SA” – Elaboración Propia en Base a Emisión Propuesta.	PAG 135
Tabla N°21; “Estimación Factores que Explican la Rentabilidad” Años 2016 a 2017 – Elaboración Propia en Base a Emisión Propuesta	PAG 137

CAPITULO 1: INTRODUCCION

Introducción

1.1 Introducción

Longvie se presenta como una firma referente en la industria de línea blanca y marrón en la República Argentina, con una vasta historia desde su fundación en 1939 hasta a la actualidad, habiendo atravesado a través de los años un sinnúmero de contratiempos de orden económico, político, social y que, por su importante participación en la industria y el tipo de bien que elabora y comercializa se encuentra influenciada normalmente por regulaciones en materia de precios y políticas de importación.

Ostenta barreras significativas de entrada a la industria por la envergadura necesaria para este tipo de producción y consecuente competencia moderada, lo que es posibilitado a la vez por la política restrictiva en materia de bienes importados que aplica el gobierno nacional.

La exposición que presenta y las restricciones a las que está sujeta la firma, hacen de Longvie un caso rico de análisis, puesto que a partir de lo señalado es dable suponer que el éxito de su cometido como empresa industrial estará supeditado de sobremanera a una administración correcta de los recursos.

1.2 Justificación

Con el objeto de comprobar el efecto que tendría la posible colocación de Obligaciones Negociables en el mercado de capitales, sobre la situación económica y financiera de la Empresa, en el presente trabajo se pretende llevar adelante un análisis de la

misma respecto de sus fortalezas, debilidades, oportunidades y desafíos que enfrenta, la macro donde se encuentra inmersa, su lugar en la industria específica, su capacidad de generar recursos y de crecer sostenidamente, así como también su capacidad de acceder a crédito externo y afrontar sus obligaciones.

De tal manera, no solo estará concluyendo respecto del beneficio o no de la emisión, sino que las conclusiones que se extraigan del análisis serán de suma utilidad en este caso en particular para aquellos posibles inversores.

En el presente trabajo se analizará la evolución económica y financiera de la empresa a lo largo de los ejercicios contables anuales que van desde 2012 a 2015, se determinará la capacidad de generar resultados y su crecimiento sostenible en el largo plazo, se inducirán los índices y ratios que permitan conocer la capacidad de afrontar su obligaciones, así como la eficiencia en la administración de los recursos, se estudiará la coherencia entre los activos con los que cuenta la firma y la forma en que estos han sido financiados y se elaborarán EECC proyectados bajo la premisa de la potencial nueva composición de fuentes de financiación.

Se estudiará y definirá la existencia o no de equilibrio en la estructura patrimonial, con una óptica de largo plazo al observar la forma en que la empresa

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

financia sus activos no corrientes así como de corto plazo al estimar la capacidad y puntualidad en la cancelación de obligaciones. Así mismo se identificará la existencia o no de fondos de maniobra y la necesidad de capital de trabajo.

Se ahondará en la estructura operativa de explotación, puntos de equilibrio y la capacidad de generar resultados positivos sin los cuales sería insostenible el funcionamiento de las empresas; se reconocerá a partir de Dupont las variables que definen la rentabilidad de la firma, y se identificarán el nivel de leverage financiero.

Se definirá el potencial de crecimiento de la empresa, a partir de la capacidad de generar Cash Flow y considerando distintos escenarios económicos; lo que dará pie a la proyección de los estados financieros y futuros cash flows, que son de vital importancia en la planificación estratégica, siendo el último determinante del valor de la empresa y de su capacidad de repago.

1.3 Antecedentes Generales

Longvie SA se conforma en 1939 siendo resultado de un desmembramiento de la firma Farran y Zimmermann S.A. para dedicarse a la fabricación de termotanques eléctricos. Es así que hasta el día de hoy esta última es dueña de parte significativa del paquete accionario.

Se dedica a la fabricación de artículos para el hogar con distribución en forma directa, siendo sus unidades de negocio las siguientes:

- Artículos de Cocción: hornos y anafes eléctricos a gas y eléctricos, cocinas a gas.

- Climatización de Agua: calefones a gas; termotanques eléctricos y a gas.
- Climatización: calefactores a gas.
- Lavado: lavarropas, lava-secarropas y lavavajillas.
- Purificación de Aire: purificadoras, campanas.

Sus productos principales son las cocinas y los lavarropas, que representan prácticamente en partes iguales el 50% de la facturación de la firma.

Así mismo se menciona que la empresa cuenta con una marca alternativa KENIA a través de la cual pretende acceder a un mercado de menor poder adquisitivo.

Se trata de una Sociedad Anónima, cuyo 34,15% del capital cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y cuya Oferta Pública de Acciones fue aprobada en 1955. Las decisiones estratégicas están actualmente a cargo de la familia fundadora quien ha mantenido parte importante del capital de la compañía en forma directa e indirecta.

Longvie en la actualidad cuenta con un acuerdo estratégico con el grupo empresario Candy Hoover Group S.R.L., firma multimarca de origen italiano líder en la industria de artículos para el hogar tales como lavadoras, lavavajilla, secadoras, freezers y cocinas.

El acuerdo –con vigencia hasta 2024- consiste en un intercambio de Know How y asistencia técnica por parte de la multinacional, quedando la empresa de capitales argentinos obligada al pago de regalías que se calcularían sobre la base de la producción para comercialización bajo marca Longvie; así mismo ésta última fabricará durante esos años productos para Candy Argentina a precio de costo.

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Por otra parte, se encuentra incorporando dos nuevas líneas que anteriormente se importaban como es el caso de termotanques eléctricos y anafes. Decisión estratégica vista las restricciones al acceso a Gas y la practicidad que representan en nuevas construcción, quedando entre los productos importados y comercializados con marca propia las campanas y purificadores de aire.

La comercialización se lleva a cabo a través de tres canales, normalmente con financiación propia:

- *Retail*: supermercados, hipermercados, comercios de artículos para el hogar, comercios de muebles para cocina.
- Constructoras: ventas directas para ser colocadas en unidades habitacionales nuevas.
- Exportación, principales plazas: Georgia, Bolivia, Canadá, Chile, Polonia, Colombia.

Infraestructura y Localización: La firma posee tres plantas industriales: Catamarca (donde se fabrican los lavarropas); Paraná (los termotanques, estufas y calefones son fabricados aquí; además se fabrican piezas de aluminio inyectadas para todos los productos); Villa Martelli (donde son manufacturados cocinas, hornos y anafes; y funciona como centro de logística).

Las plantas de Paraná y Catamarca originalmente fueron concebidas como sociedades subsidiarias de Longvie para radicarse en el interior y aprovechar beneficios asociados a la promoción industrial en el interior del país; más tarde en el año 2001 se

fusiona Longvie SA y Longvie Paraná mediante una absorción y en 2003 hace lo propio con Longvie Catamarca.

Cada planta logra abastecerse por lo general en forma autónoma, salvo elementos que requieren economías de escala como el caso de las piezas de aluminio señaladas.

Procesos Productivos y Localización: el principal insumo en todas las líneas de producto es la chapa de acero de la que consigue aprovisionarse en el mercado local. Según se observa aproximadamente 70% de la estructura de costos los representan los insumos; siendo el restante erogaciones en mano de obra.

Entre el resto de los insumos encontramos vidrios con tratamiento especial para hacerlos resistentes al calor, motores de lavarropas, termostatos y caños; se constituye como insumo estratégico el cobre que es utilizado en las conexiones y tuberías de artefactos a gas; una décima parte de las compras son realizadas a proveedores del exterior.

CAPITULO 2: OBJETIVO

Objetivo General y Objetivos Específicos

Objetivo General

Evaluar la emisión de Obligaciones Negociables con la finalidad de reemplazar deuda bancaria, mejorando indicadores de apalancamientos financiero y márgenes de rentabilidad de la empresa Longvie SA hacia el periodo 2016-2017 con respecto a diciembre 2015.

Objetivos Específicos

1. Establecer el entorno político, económico, social y tecnológico a Marzo 2016.
2. Diagnosticar la firma y la industria en que se desenvuelve, caracterizar la evolución en los últimos 12 años de la industria y sus perspectivas a Marzo de 2016.
3. Valorizar patrimonio y rendimientos en el periodo 2012-2015 en base a estados contables y valuaciones técnicas profesionales a Diciembre 2015.
4. Estimar la tasa potencial de crecimiento de ventas cuidando el equilibrio patrimonial de la firma a Diciembre 2015.
5. Detallar las posibilidades de financiamiento con obligaciones negociables en Argentina a Marzo de 2016.
6. Proyectar Estados Contables básicos bajo la premisa de emisión de ON como reemplazo de deuda financiera en Junio de 2016.
7. Estimar el efecto de la situación proyectada sobre la situación económica patrimonial inicial de la empresa a Diciembre 2015.

8. Identificar y enumerar los factores de riesgo que pudieran afectar la situación de la empresa de mantener el planteo a Diciembre de 2015.

CAPITULO 3: MARCO TEORICO

Marco Teórico

Análisis PEST

Toda firma y la industria en la que interactúa se encuentran inmersas en un macro ambiente mayor, que puede afectar su actividad de manera positiva o negativa y que por lo tanto en toda decisión económica o financiera de la empresa debe ser tenido en cuenta en toda decisión táctica o estratégica de la empresa.

El análisis PEST es una herramienta que posibilita clasificar en cuatro grandes componentes las variables del ambiente en que la empresa opera: los factores Políticos, las condiciones Económicas, las fuerzas Sociales, y los factores Tecnológicos.

Factores Políticos: abarca aquellas normas que la compañía debe cumplir como es el caso de regulación en lo relativo a salarios mínimos, así como aquellas que de algún modo protegen su mercado, como las normas antimonopolios, o restricciones a la importación de bienes.

Condiciones económicas: se trata de aquellas variables de tipo macroeconómicas que afecten o puedan afectar el desenvolvimiento de la empresa en algún nivel, tasas de desempleo, evolución del ingreso nacional, tasas de inflación, distribución del ingreso.

Las fuerzas Sociales: se agrupan aquí los factores culturales, los valores, los estilos de vida que tienen injerencia sobre los negocios, ejemplos de ellos podrían ser la actual tendencia a estilos de vida menos sedentarios, utilización de bicicleta para llegar al trabajo, viajes armados fuera de un paquete turístico, etc.

Factores Tecnológicos: avances del tipo tecnológicos que influyen en la sociedad, cada vez mayor dependencia tecnológica, evolución en la tecnología de comunicación, la obsolescencia de ciertos modos de hacer las cosas y de ciertos materiales, etc. (Thompson, Gamble, Peteraf, & Strickland III, 2012)

5 fuerzas de Porter

Michael Porter señala que si bien las empresas se encuentran inmersas en un entorno en el que son influenciadas por factores sociales, culturales, económicos, etc, es la influencia del sector industrial en que las firmas se desempeñan el que tiene una influencia determinante sobre las reglas de juego y las posibilidades de subsistencia y éxito.

Será entonces un factor clave la postura que cada firma tome frente a cinco fuerzas competitivas que el autor identifica en la industria donde la empresa opera:

- Rivalidad entre los competidores existentes
- Amenaza de productos sustitutos
- Amenaza de nuevo ingresos al sector
- Poder de negociación de clientes
- Poder negociador de los proveedores

En su conjunto las 5 fuerzas determinan la intensidad de la competencia en la industria, la rentabilidad del sector y que fuerza o fuerzas se constituye como las dominantes y que por lo tanto merece un seguimiento más intensivo. Conocerlas facilita desarrollar la estrategia de la empresa cubriéndose de las mismas o bien volcándolas en favor propio.

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Ingreso al Sector: Tal aspecto se encuentra definido por las barreras de entrada existentes, a saber:

- Economías de escala: opera cuando el nivel de costos eficiente es posible recién a partir de un nivel de market share lo suficientemente grande. Tiene como limitantes la falta de flexibilidad, y que condiciona a ser líder en precios vista poca capacidad de diferenciarse.
- Diferenciación del producto: cuando existe identificación de marca y lealtad entre los clientes, requiriendo grandes desembolsos no recuperables en caso de fracaso y requiriendo mucho tiempo a los nuevos participantes del mercado.
- Requisitos de capital: para I&D o bien para publicidad.
- Costes cambiantes: frente a cambios en proveedor pruebas de nuevos proveedores, reentrenamiento de empleados, rediseños.
- Acceso a los canales de distribución: es una barrera para los potenciales ingresos la necesidad de asegurar la distribución del producto y puede significar resignar beneficios en favor de los integrantes del canal.
- Desventajas en costo independientes de las economías de escala: forman parte de ellas los productos patentados, favorable acceso a materias primas, una ubicación favorable, subsidios, mayor grado de avance en la curva de aprendizaje.
- La política del gobierno: limitaciones mediante aprobación o no nuevos productos, que generan demoras y por lo tanto mayores requerimientos de capital.

Los Productos Sustitutos: definidos como aquellos que cumplen la misma función que la llevada a cabo por el producto que fabrica la firma.

Normalmente significan un precio tope para el producto ya que la demanda apuntará a los sustitutos conforme cambie la relación calidad/precio de los mismos.

Poder negociador de clientes y proveedores:

Compradores: pujan por más servicios y más calidad. Se consideran como un grupo con considerable poder si:

- Compra grandes volúmenes con relación a las ventas totales, especialmente de consideración de la industria esta caracterizadas por grandes costos fijos y requiere mantener elevada utilización de capacidad instalada
- Cuando los insumos del sector industrial representan importante porción del precio que termina pagando el comprador, los compradores se vuelven más selectivos.
- Productos son estándar o no diferenciados.
- Costes bajos por cambio de proveedor.
- Compradores plantean posible integración hacia atrás.
- Cuando el comprador tiene información total.
- En el caso de las firmas mayoristas, éstas tienen mayor poder de negociación cuando pueden influir sobre el consumidor final.

Proveedores: los mismos pueden elevar los costos de insumos de la empresa, y serán más poderoso conforme:

- Exista una concentración mayor que en el sector al cual vende.
- Que no existan productos sustitutos contra los cuales competir.
- Que la empresa o sector –si hubiera más de uno- no sea importante para el proveedor.
- Que se trate de un insumo estratégico.
- Existe importantes costes asociados a cambio de proveedor, o fuerte diferenciación.
- Que el proveedor o grupo de los mismos representen amenaza de integración hacia adelante.
- Proveedores de mano de obra altamente especializados, o altamente sindicalizados.

Rivalidad entre competidores existentes:

La misma tiene lugar normalmente cuando las empresas perciben que de llevar adelante ciertas acciones podrían conseguir mejorar la posición en la industria. Por supuesto que cada una de las restantes empresas sentirá la presión de actuar frente a tal presión externa por lo que se entiende que las empresas integrantes presenta una mutua dependencia. (Porter, 1997)

Las competencias de precios y la publicidad, son ejemplos del tipo de acción que las firmas llevan a cabo.

Los siguientes factores del tipo estructural pueden estar señalando una industria con rivalidad elevada:

- Gran número de competidores o bien competidores en equilibrio.
- Un crecimiento lento en la industria, situación que se presenta en industrias ya maduras, ya que las mejoras en rentabilidad vienen de la mano de ganar cuota de mercado.
- Altos costos fijos, que tren aparejado necesidad de mantener la planta funcionando a capacidad máxima suele provocar el vuelvo al mercado de productos al mercado aunque la demanda disminuya con su consecuente reducción en precios.
- Baja diferenciación del producto lleva a que los compradores focalicen en el precio y en el nivel deservicio.
- Si se trata de industrias cuyos incrementos en capacidad instalada se da en grandes cuantías, podrían desequilibrar la oferta y demanda.
- Competidores diversos, tales como empresas de diferente tamaño y del exterior, pueden traducirse en errores de lectura sobre la estrategia que desarrollan.
- Elevadas barreras de salida, que puedan generar sobreoferta.
- Activos especializados que tengas poco valor residual
- Costos fijos de salida
- Interrelaciones estratégicas
- Barreras emocionales
- Restricciones sociales y gubernamentales

Claramente los factores mencionados son dinámicos, están en permanente evolución y cambio, sin ir más lejos cada industria atraviesa un ciclo de vida que la lleva a su madurez y con ello a una disminución en sus niveles de crecimiento que tiene efecto activo en el crecimiento de la rivalidad y competencia. (Porter, 1997)

El análisis Económico-Financiero

El análisis Económico Financiero es una herramienta imprescindible para el control, la planeación y el estudio de la viabilidad de proyectos; las empresas nacen con la finalidad de obtener beneficios a partir de la satisfacción de necesidades, para lo cual se valen de una estructura de recursos que deben ser financiados de algún modo y las decisiones que se tomen en esta materia afectarán la viabilidad de la firma.

Cada decisión en la empresa es un proyecto de inversión y financiamiento en sí mismo. El análisis económico y financiero nos permite dar un fundamento científico a los planes y a la valorización de los resultados, persiguiendo de esta manera minimizar riesgos en la toma de decisiones, observar desfases con mayor rapidez y afrontar situaciones imprevistas.

Por otra parte, se debe contar con una idea acabada sobre la capacidad de la firma de generar utilidades y de afrontar las obligaciones contraídas son elementos fundamentales no sólo para la empresa sino de cara a Stakeholders, tales como accionistas, inversores, proveedores, clientes, Bancos, entre otros.

Tres aspectos son los principales a tener en cuenta:

- Rentabilidad de los accionistas; en términos de tasa, será el incentivo a permanecer en el negocio o desviar fondos hacia otras colocaciones más rentables
- Equilibrio financiero de la estructura patrimonial; si el tipo de fuente es correspondiente con el tipo de bien que se está financiando atento al potencial de realización de estos últimos en comparación con el grado de exigibilidad de la fuente
- Potencial de crecimiento; como el máximo crecimiento de ventas posible con la estructura de financiamiento actual sin afectar el equilibrio financiero y siempre contribuyendo a maximizar la rentabilidad del accionista –fin último de la administración financiera-

Se constituyen como principal fuente de información los estados contables auditados y certificados de la compañía; los cuales deberán ser ajustados y ordenados de manera tal de arribar mediante el análisis a conclusiones válidas.

Sera necesario reordenar y profundizar para extraer datos relevantes, los estados contables no reflejan a primera vista datos tales como la renovación o no automática de las fuentes de financiamiento de corto plazo, ni presentan diferenciación taxativa entre los costos fijos y variables, entre otros puntos, puntos que serán de vital importancia en el análisis, y facilitaran la interpretación. (Sbdar, 2001)

El caso de los Activos

El agrupamiento de activos se llevará adelante a partir de su grado de liquidez – capacidad de un bien de convertirse en dinero- por convención contable se consideran

corrientes aquellos bienes que permanecen en dominio de la empresa durante un lapso de tiempo inferior a un año, pero según señala Sbdar esto se trata de una visión estrictamente contable.

A los fines del análisis económico financiero dentro del Activo que será llamado circulante y no corriente se incluirán los bienes cuya realización se lleve adelante dentro del lapso de tiempo correspondiente a un ciclo de rotación.

Como sub clasificación siguiendo al autor se separará aquellos activos que no pueden ser vendidos salvo en situaciones de excepción por estar afectados al core business, estos serán catalogados como no funcionales y existen por lo general tanto dentro del activo circulante como del activo fijo, y los caracteriza a diferencia de los funcionales la tendencia a no convertirse en dinero mediante la operación habitual de la firma. (Sbdar, 2001)

El caso de las fuentes de financiación

Las fuentes de financiamiento se ordenan en base su grado de exigibilidad por convención contable, norma que se respeta en el presente trabajo, pero a los fines del análisis contable siguiendo el modelo del autor serán agrupadas las fuentes de terceros y propias, realizando una primera clasificación entre exigibles y no exigibles –deberá ser abonado solo en caso de liquidación de la empresa-; por otro lado serán considerados de corto y largo plazo de acuerdo a las inversiones que se encuentren financiando.

El estado de resultado

El mismo representa otros de los estados contables “materia prima” esencial para el análisis económico financiero ya que la información de él extraída permite conocer a

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

cerca del origen de los resultados de la empresa, lo que tiene una influencia decisiva sobre la estructura de financiamiento ya que ninguna estructura posible es capaz de soportar pérdidas recurrentes sin tender a un desequilibrio (Sbdar, 2001).

A los efectos de interpretar los resultados de la empresa, realizar un ordenamiento de las cuentas siguiendo un criterio de apertura del resultado en márgenes de contribución.

Por tanto en un primer desagregado tendrán lugar el resultado de explotación, el resultado después de gastos financieros, y por último el resultado después de impuestos; de esta manera se podrá observar el resultado operativo de la inversión económica en forma aislada de los resultados financieros donde si hay influencia de las decisiones de financiamiento. (Sbdar, 2001)

En palabras del autor “el funcionamiento de los activos funcionales, ha de generar el resultado operativo o de explotación cuyo origen radica en las actividades principales de la empresa y constituye la esencia del negocio. Su distinción y segregación son absolutamente relevantes a los efectos de distinguir que influencia ejerce la explotación funcional sobre el resultado” (Sbdar, 2001, pág. 46)

Llegar a conocer si la empresa gana dinero con su actividad principal es el primer punto de análisis, seguido por la determinación de si se está financiando la inversión total de una manera que maximice los resultados de la compañía, en un tercer y último nivel podrá observarse el efecto impositivo.

Volviendo con el modelo de análisis que al autor propone, se estudiarán por separado tres tópicos previa elaboración de los estados contables proyectados bajo la supuesta emisión de ON para cancelación de deuda bancaria:

Equilibrio de la estructura patrimonial

En este punto se entiende como estructura patrimonial por un lado al total de inversión que la empresa pone en circulación a los fines de obtener beneficios y perseguir las metas que hacen a su razón de ser; y por el otro a las fuentes de financiamiento correspondientes, cuyos conjuntos necesariamente serán de una misma cuantía. Para que exista un activo en la empresa debe estar financiado de alguna manera.

Siempre necesario, se estima discriminar entre tres tipos de sub estructura patrimonial en los cuales se agrupan elementos homogéneos: la estructura financiera de largo plazo, la estructura financiera de mediano plazo, y la estructura intermedia.

El equilibrio o no de cada una de estas sub estructuras estará dado por la existencia o no de igualdad entre los activos y su correspondiente fuente de financiación, atendiendo a los plazos de realización de los primeros y la exigibilidad de la fuente.

De esta manera se espera que los activos fijos (tal como se definió aquellos cuya realización se espera ocurra en un plazo superior al ciclo de maduración de la firma) sean financiado con fuentes que se hagan exigibles en plazo de tiempo también por encima de ese plazo.

El equilibrio de la estructura implica un análisis histórico según indica Sbdar en post de conocer existencia o no de coherencia entre los activos y la forma que han sido financiados por la empresa en los últimos ejercicios hasta el presente y atento al crecimiento potencial que la estructura posibilita de cara al futuro.

Para determinar la coherencia señalada en el párrafo anterior será menester un estudio minucioso de los plazos en que se hacen exigibles los pasivos que financiaran cada activo de la estructura económica, y los plazos en que estos últimos tienden a convertirse en dinero; a partir del ciclo de maduración (en el caso del activo circulante) o a través de la amortización (en el caso de activo fijo). (Sbdar, 2001)

En este punto Sbdar concluye: *“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”*. (Sbdar, 2001, p. 73)

Indicadores para caracterizar estructura patrimonial, el análisis vertical y horizontal

Como primera aproximación, se menciona el análisis vertical. Con ello se intenta determinar el peso relativo de cada rubro predeterminado en una categoría superior que los agrupa. (Dumrauf G. L., 2006)

Se conseguirá de esta manera conocer en qué grado se encuentra inmovilizado el activo de la firma, que porcentaje de la inversión corresponde al core business de la empresa y cual pertenece a actividades secundarias o inversiones; por el lado de las fuentes de financiamiento en cambio, se concluirá respecto al peso que tienen las

fuentes exigibles con respecto al total de la estructura, así como también el grado en que se utilizan deuda bancaria o el nivel de endeudamiento comercial, entre otros puntos.

Uno de los datos de relevancia que surgirán en este punto es apalancamiento o leverage financiero, el mismo refiere al grado en que la empresa depende de la deuda, conforme mayores de niveles de deuda se utilicen mayor será el apalancamiento; tal variable será de importancia al estudiar cómo se encuentra determinada la rentabilidad de la firma y surge a partir de dividir el activo entre las fuentes propias de la empresa. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

Un siguiente nivel de análisis, complementario al anterior será el análisis horizontal, el mismo permite comparar años sucesivos con respecto a un año base, y permitirá observar como cambios en el activo de la firma llevan aparejado cambios en las fuentes de financiación y en la composición o mezcla de las mismas.

Será importante en esta instancia atender no sólo al plazo de las fuentes, sino a su carácter de exigibles (fuentes de terceros) o no exigibles (fuentes propias), y entre las exigibles aquellas que sean cíclicas –las que una vez canceladas pueden volver a tomarse sin negociación previa- o bien, expresas –las que requieren aplicar para su aprobación nuevamente una vez canceladas- así como por último el tipo de garantías asociadas que tienen. (Sbdar, 2001)

Las decisiones de financiación de la empresa dependen de factores que van cambiando a lo largo del tiempo y que como señala el autor en ocasiones tienen relación directa con la empresa (el riesgo empresarial –estabilidad del resultado-, obsolescencia de la maquinaria, etc) y en otras se trata de factores sobre los cuales la firma no tiene

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

incidencia (riesgo país, política monetaria, expectativas sobre la tasa de inflación, evolución del tipo de cambio de la moneda en que estén nominadas las obligaciones, el régimen impositivo debido a las deducciones existentes, etc.); los dos grandes grupos inciden sobre las tasas de interés a pagar y por tanto sobre las políticas de endeudamiento. (Sbdar, 2001)

Fondo de Maniobra

De la comparación entre las fuentes de financiación a largo plazo (prestamos de largo plazo y fuentes no exigibles) y los activos fijos surge lo que el autor denomina “fondo de maniobra”, si las fuentes no exigibles y/o exigibles en el largo plazo son superiores a las inversiones en activo fijo, existirá un excedente de recursos que podrán ser utilizados para financiar activo circulante y conforme sea superior, mayor será la garantía de los acreedores de circulante. Para evaluar tal aspecto se tendrá en cuenta el siguiente ratio: fondo de maniobra/activo circulante.

Necesidad de Capital de Trabajo

La operación de la empresa queda plasmada en su ciclo de maduración, una empresa industrial por caso, realiza compra de las materias primas, que serán transformadas con la finalidad de obtener el producto comercializado, para vender a sus clientes, en el interine habrá pagado las materias primas compradas y posteriormente habrá de cobrar los productos vendidos. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

Para evitar la interrupción de este ciclo y consecuente incumplimiento con los clientes, es normal que la firma deba contar en todo momento con ciertos activos

circulantes (realizables durante el ciclo de maduración) a saber: efectivo, materias primas, productos en proceso, productos terminados, cuentas por cobrar.

El ciclo de maduración o ciclo operativo de la empresa se da en forma ininterrumpida a lo largo del tiempo y es esta característica la que hace necesario contar con una fuente de financiamiento para tales activos que cuente con la característica de ser permanente, y en el corto plazo las líneas que presentan tal característica son las cíclicas que son permanentes ya que se renuevan y ajustan según la necesidad de fondos, tal es el caso de los proveedores.

Se presenta como lógico entonces que en la medida que los recursos que presentan las características enunciados en el párrafo anterior son insuficientes para financiar el activo circulante surgirá una necesidad de capital de trabajo. (Sbdar, 2001)

Es de notar que esta necesidad de capital de trabajo será de carácter permanente como consecuencia de la permanencia de del ciclo operativo como de las fuentes que los financian.

Dos son las maneras en que las empresas pueden actuar frente a la necesidad de capital de trabajo, por un lado logrando mayor eficiencia en la administración de circulante, -se estudiará la eficiencia de la firma a partir de los ratios de rotación- y por otra parte consiguiendo mayor cantidad de recursos cíclicos, por ejemplo mayor plazo o monto de financiación por parte de los proveedores. (Sbdar, 2001)

Según indica Sbdar las necesidades de capital de trabajo que no hayan podido eliminarse, deberán ser financiadas con el fondo de maniobra en caso de existir o bien

habrá que acudir a líneas de financiación bancaria, dando una connotación negativa a tal punto debido a la no permanencia de esta fuente que es pactada a un determinado plazo y sujeta evaluación crediticia luego de la cual se re pactarán condiciones.

Cabe destacar entonces que de no tratarse de una necesidad de capital de trabajo puntual tal como un lanzamiento de nuevo producto, estacionalidad, o algún otro tipo de necesidad transitoria este tipo de financiación estará atentando contra la estabilidad financiera de la empresa. (Sbdar, 2001)

El corto plazo

La Liquidez

La capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo sin estrés, y por tanto tiene vinculación directa a los activos y pasivos corrientes, y es como consecuencia de extremo interés para los acreedores cuyos préstamos tienen vencimiento en el corto plazo.

En cuanto su metodología de cálculo dependerá del grado de acidez que se imprima al análisis, una primera aproximación vincula los activos circulantes con los pasivos circulantes:

$$\text{Razón de Liquidez} = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Siendo la medición en dólares o en veces y cuanto mayor sea el resultado mayor la seguridad que le brinda la empresa a un acreedor de corto de poder hacerse de los fondos otorgados; pero por otro lado puede significar un ineficiente manejo del efectivo

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

u otros activos. De cualquier modo es esperable un al menos de uno, ya que se entiende que en la mayoría de lo negocios valores por debajo no se corresponden con una empresa con solidez financiera. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

Atendiendo a una falencia de la razón anterior una segunda netea del activo los inventarios, de los cuales en definitiva no conocemos la calidad, y en caso de contar con valores por arriba de lo histórico estaría mejorando el primer ratio, pero quizá significando sobreestimación de demanda, dificultad para colocar la mercadería, misma que podría luego perder valor por estar fuera de temporada, o resultar dañada.

Puesto que el circulante lo hemos definido a partir del plazo de duración del ciclo operativo de la firma, se podrán salvar los posibles inconvenientes señalados en el anterior párrafo aunque será necesario como consecuencia prestar mayor atención al estudio del ciclo operativo y a los indicadores de eficiencia a partir de él calculados, para atender a posibles desvíos. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

La puntualidad

Ahora bien, puede ocurrir que la empresa cuenta con suficiente liquidez como para afrontar y garantizar el pago de sus obligaciones en el corto plazo, pero así mismo lo haga de manera impuntual, como herramienta al fin de evaluar la puntualidad es uso normal la elaboración de un cash flow en el que se tengan en cuenta los ingresos efectivos de fondos así como las colocaciones de los mismos en circulante y en activo fijo. (Sbdar, 2001)

El Ciclo de Maduración

Según se ha mencionado es dable prestar detenida atención al “proceso” a partir del cual los activos circulantes se transforman en dinero porque de hecho es la duración del mismo lo que los define como tales y porque la muestra en marcha así como las inmovilizaciones producidas en las diferentes etapas requieren de fondos y conforme más tiempo requiera el ciclo mayor será la necesidad de recurso financieros.

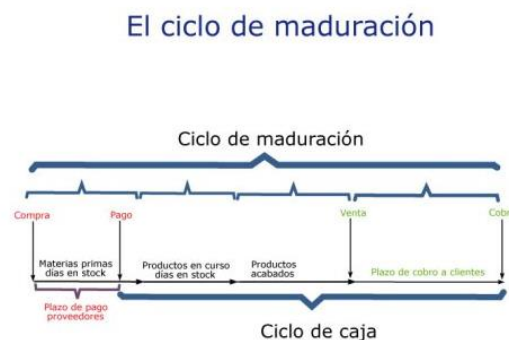


Figura 1; “el ciclo de maduración”; elaboración propia a partir de la bibliografía utilizada

Rentabilidad de la estructura económica

Medidas de Desempeño

La atención en este punto se centra en el resultado económico cuya lectura se origina en el estado de resultados de la empresa. La existencia de un resultado favorable y sostenido en el tiempo será la clave del éxito de la empresa, ya que sin importar como se financie, si el desempeño económico no favorable en su explotación la firma no podrá perdurar en el tiempo.

Al hablar de resultados por añadidura es fundamental hablar del esfuerzo o costo que se pone al servicio de conseguir tal resultado y este es un concepto que atraviesa el presente apartado, en un primer momento conociendo de qué manera estimar en base a

los costos fijos y variables, las cantidades mínimas requeridas de ventas como para no incurrir en pérdidas –punto de equilibrio-, y en una segunda instancia desagregando los diferente costos en un análisis vertical del estado de resultados.

Finalmente partir del modelo de DuPont, resumir en una herramienta una suerte de visor de las variables determinantes de la rentabilidad del accionista –fin último de la administración financiera-. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

Punto de Equilibrio y Apalancamiento Operativo –break even-

Esta herramienta relaciona el nivel de ventas con la rentabilidad, con el fin de determinar una cantidad o monto de ventas tal que la firma cubre sus costos.

Costos Variables: se trata de aquellos que presentan una relación directa con las cantidades vendidas, conforme se mayor la cantidad vendida mayor será este tipos de costos, y por contraste si las ventas cayera los mismos ajustarían a la baja también.

Costos Fijos: permanecen constantes durante un periodo de tiempo y para un rango más o menos amplio de producción o ventas.

Conforme la firma vende mayores cantidades el margen de contribución (diferencia entre el precio de venta y el costo variable), contribuye justamente a cubrir los costos fijos o de estructura de la empresa y superados tales costos, “contribuye” a incrementan el resultado operativo de la firma. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

Es normal que se presente ciertas situaciones en que según se desee priorizar rendimiento o bien cierta flexibilidad en la administración de la empresa es que se

podrán utilizar diferentes niveles de estructura, cabe señalar que tal aspecto dependerá según la industria de que se trate, pero a grandes rasgos una firma bien puede preferir tercerizar partes de su producción o servicios incrementando de esta manera costos variables en detrimento de los fijos que significa una gran estructura y con ello resignar la fuerte incidencia que de otro modo tendrían las ventas incrementales sobre el resultado de la empresa. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

En Conclusión el apalancamiento operativo se define como *“la relación entre el cambio que se produce en el resultado ante variaciones en la cifra de ventas como consecuencia de la absorción de los costos de estructura”* (Sbdar, 2001, pág. 116)

Cuanto mayor sea el grado de apalancamiento operativo, mayor será el efecto de un error en los pronósticos de venta ya que estas diferencias tendrán un efecto multiplicado en el flujo de fondos de la compañía.

Índices de Rentabilidad

Los índices de rentabilidad tienen como propósito proporcionar una medida de que tan eficientemente se están utilizando los activos y qué tan eficientemente se administran las operaciones en la empresa.

Un primer indicador al que se presta atención es el margen de utilidad, el mismo surge de dividir la utilidad neta (última línea del estado de resultados) entre el volumen de ventas total; con todas las demás variables estáticas se supone que cuanto mayor es éste indicador mejor. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

Las otras dos también de gran utilización son el rendimiento sobre activos (ROA) y el rendimiento sobre el capital (ROE por sus siglas en inglés). Ambos son índices contables, el primero de ellos surge de la división entre la utilidad neta y los activos de la firma, y el segundo por su parte hace lo propio entre la utilidad neta y el capital contable de la empresa. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

El ROE, representa el rendimiento sobre el capital aportado por propietarios de la compañía y por tanto se vuelve fundamental conocer como se está generando, como evoluciona y como mejorarlo; es así que es importante iniciar con el análisis vertical y horizontal según plantea Sbdar también el caso del cuadro de resultados. El mismo deberá plantear en términos porcentuales con respecto a las ventas los diferentes costos variables y fijos con el mayor grado de apertura posible de dos o más periodos sucesivos. (Sbdar, 2001)

El autor complementa el análisis vertical y horizontal con índices operativos que permiten caracterizar la/s actividad/es de la firma, a saber:

Ventas/n° de empleado

El costo laboral es uno de los más importantes dentro del estado de resultados, calcular este índice nos permite controlar su evolución así como también cotejar con empresas competidoras o con la media del sector.

ROA= Resultado de Explotación / Activo Funcional

Muestra la eficiencia del Activo; también brinda información adicional al realizar su apertura de la siguiente manera: $ROA = \text{Margen} \times \text{Rotación}$

$$ROE = \text{Beneficio Neto} / \text{Fondos Propios}$$

Factores que determinan la rentabilidad

Ross, Westerfield, Jordan; Fundamentos de Finanzas Corporativas, 9na edición; Mc Graw Hill, México, 2010; mencionan la identidad Du Pont como una forma muy utilizada de descomponer el ROE entre los factores que lo integran y por tanto lo determinan.

En una primera aproximación, el modelo establece que son tres las razones que afectan la rentabilidad:

1. La eficiencia operativa, -medida por el margen de utilidades-
2. Eficiencia en utilización de activos –medida por la rotación de activos-
3. Apalancamiento financiero –medido por el multiplicador de capital-

El modelo no permite de alguna manera “rastrear” la causa que pueda estar arribando una rentabilidad por debajo de lo deseada o por debajo de un determinado benchmark propuesto.

El presente trabajo se pretende plasmar el citado Diagrama Du Pont ampliado que es citado por los autores como una herramienta a la hora de observar y analizar varias razones al mismo tiempo, aplicado a la firma analizada.

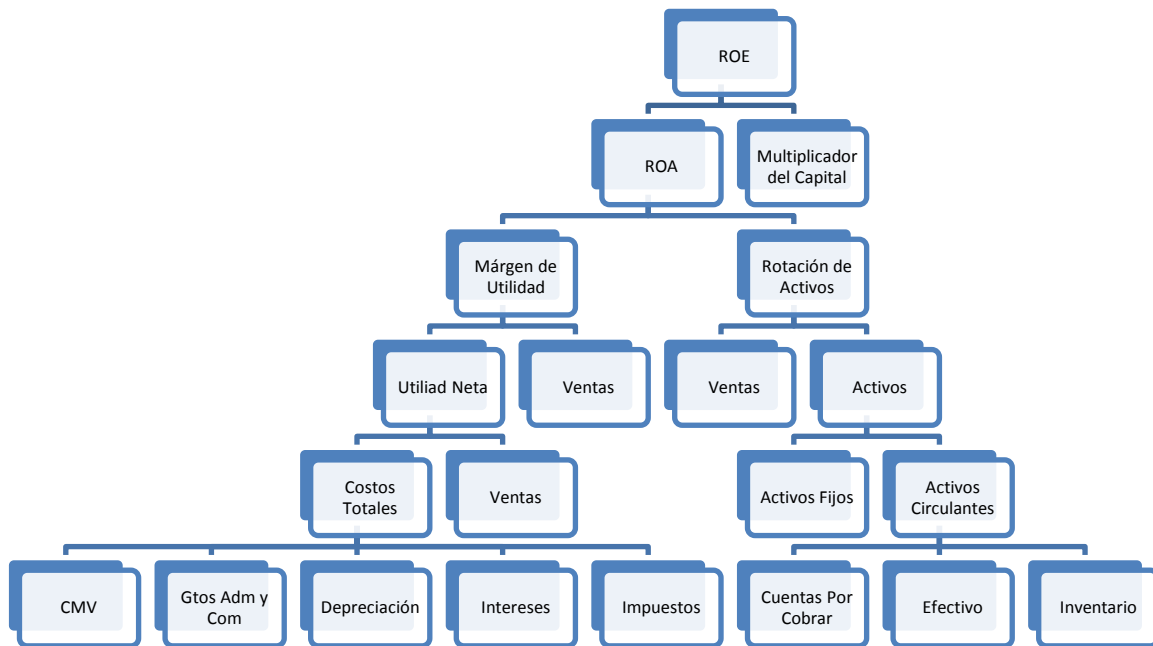


Figura 2; “diagrama ampliado de Du Pont”; Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). Fundamentos de Finanzas Corporativas. México: Mc Graw Hill.

Determinación del potencial de crecimiento

Como tercer pilar fundamental de análisis económico financiero el potencial de crecimiento de ventas, ya que el mismo según comenta delinearé la rentabilidad futura, fundamentalmente de cara de conocer el potencial es paso previo la estructura financiera analizada y su equilibrio.

Toda compañía en crecimiento, requerirá como consecuencia del mismo de mayor inversión en su estructura económica, por lo q habrá que echar mano a fuentes de financiación y analizar si la estructura actual lo permite. (Sbdar, 2001)

Por supuesto que el enfoque en este punto será desde una perspectiva financiera y dejando de lado que en la industria existe otros competidores con intención crecer y para lo cual la firma deberá trazar una estrategia de cara a ganar participación de mercado donde estará evaluando un conjunto de variables que escapan al presente

trabajo, donde pretendemos suponiendo que la situación de la industria posibilita la expansión de las ventas, conocer si la firma es capaz de hacer frente a ese crecimiento dada su estructura financiera.

La cota se presume dada por la capacidad de la firma de hacerse con recursos cuya exigibilidad sea congruente con el tipo de activos que será requerido frente al incremento de ventas, de no darse esta condición de equilibrio, podrá derivarse como indica Sbdar en una crisis financiera, por falta de liquidez aunque la demanda se encuentra asegurada.

El modelo de Zimmer

(Sbdar, 2001) Propone el presente modelo el cual parte de la siguiente ecuación:

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

- D: Dividendos
- A: Amortización del Ejercicio
- Ec: Deuda que se Cancela
- Er: Deuda que se Renueva
- $fV(1+gp)-fV$: Necesidad Adicional en Concepto de Capital de Trabajo
- b: Tanto por uno de Beneficio Neto Sobre Ventas
- f: Tanto por uno de necesidad de CT sobre Ventas
- V: Ventas del Ejercicio Anterior
- Fp: Fondos Propios
- I: Inversiones

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

- gp: Tasa de Crecimiento Potencial

Agrupando y Despejando gp:

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

El modelo presupone que “gp” es el resultado de igualar las inversiones a realizar en el periodo estudiado con los recursos con los que la empresa cuenta, habiendo como punto de partida una situación de equilibrio patrimonial.

Partiendo de esa base el beneficio de la firma sumado a las partidas que no implican erogación de fondos más los aportes de los accionistas debería ser suficiente para cubrir las necesidades de fondos a aplicar en activos fijos y en capital de trabajo. (Sbdar, 2001)

Puntos de Referencia

Un interrogante básico que surge al realizar este tipo de análisis es cuál será el punto de referencia o comparación contra el cual contrastar los valores obtenidos del análisis, en el presente trabajo el principal estándar será la evolución a los largo del tiempo de los ratios e índices más significativos de la empresa.

Mirar en retrospectiva revela tendencias, que llevarán a preguntarse que existe detrás del comportamiento de las variables y motivarán la búsqueda de explicaciones y el razonamiento lógico deductivo. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2010)

Obligaciones Negociables

Ante la necesidad de fondos a largo, mediano o corto plazo las empresas se plantean la posibilidad de acceder al mercado de capitales con la finalidad de emitir Obligaciones Negociables, que el público inversor adquiere como activo financiero convirtiéndose en acreedor de la firma.

Se trata de un instrumento de Renta Fija, con un cronograma de pagos definido, que concluidos liberan a la empresa de su obligación.

Existen diversas modalidades de emisión, que serán configuradas por el emisor siempre atendiendo no solo a sus necesidades sino a las características del público inversor, el riesgo del mercado donde opera, el interés y liquidez que existe en el sistema financiero, entre otras cosas.

Ventajas:

- Plazos más largos con respecto a otras alternativas y mejores tasas de interés dado la menor intermediación y sus costos.
- Posibilidad de estructurar la operación de acuerdo a las necesidades y flujos de la firma.
- Posibilidad de configurar la emisión de manera de hacerlas convertibles en acciones.
- Posibilidad de solicitar autorización para la emisión de un monto máximo y luego realizar varias series –se denomina programa global y la empresa cuenta con hasta 5 años para realizar la emisión-.

- Exención en Impuesto al Valor Agregado sobre toda prestación relativa a emisión, suscripción o colocación de obligaciones.
- Financiarse en el mercado de valores da indicios de transparencia y confiabilidad.
- Permite reducir la dependencia de bancos; abre la puerta a un número ilimitado de inversores

Desventajas:

- Situaciones de estrés que pueden devenir de un elevado apalancamiento con deuda

Generalmente la devolución del capital adeudado se realiza en cuotas conocidas como “amortizaciones”, el plazo de las mismas puede ser configurado de acuerdo a las necesidades del emisor e incluso contemplar un periodo de gracia.

Por su parte la tasa de interés se denomina Renta, puede realizarse en forma periódica y ser fija, variable o incluso mixta. (BCRA, 2015)

Tipos de ON según su garantía

La emisión es posibles de contar con cláusulas particulares relativo a garantías, ya sean reales, fiduciarias o brindadas por terceros.

Con garantía común: garantizadas por el patrimonio del emisor, no existe privilegios sobre los acreedores quirografarios.

Con garantía especial: determinado bien se afecta como garantía.

Con otras garantías: prendas, prendas con registro, cesión fiduciaria de créditos, aval o fianza personal. (CNV, 2015)

Clasificación entre Convertibles y No Convertibles

Las ON convertibles, tienen la característica de poder ser canjeadas por acciones de la compañía emisora, de esta manera se da una combinación de financiamiento a corto/mediano plazo con un financiamiento a largo al presumirse la intención de una futura apertura de capital.

Esta posibilidad puede representar ganancias adicionales para el inversor en caso de que la cotización de las acciones aumente y por otra parte brinda a la empresa la alternativa de cancelar deuda sin erogar fondos, sino incrementando capital social. (CNV, 2015)

El prospecto de emisión:

Para dar a conocer la emisión pública de ON se pone a disposición del público inversor potencial un documento conocido como prospecto de emisión, con información de la empresa a cerca de su evolución pasada y sus proyecciones de cara al futuro, así como también las condiciones de la emisión en particular –amortización, renta, moneda, calificación de riesgo-.

Esta última no es de carácter obligatorio pero vista ciertas restricciones que tienen inversores institucionales de colocar dinero en activos con calificación de riesgo,

-Guillermo Leonel Speranzoni-

es normal que la empresa al momento de realizar una emisión solicite la calificación de riesgo correspondiente. (BCRA, 2015)

El precio de la colocación

Existen diversos medios para determinar el precio inicial de las obligaciones:

- Precio Fijo; en que el emisor determina el precio de colocación pudiendo el mismo a la par o bien debajo o por arriba
- Book Building: en base a la manifestación de los interesados, se crea una lista que permite determinar un precio de corte.
- Subasta Holandesa: se asignan ON partiendo de la mejor oferta hacia la menor hasta agotar el monto de colocación.
- A través de un colocador; ya sea que el mismo asegura la total colocación; o bien que no asume tal compromiso.

En la república Argentina las obligaciones negociables son reguladas por la ley 23.576 del año 1988, aunque no fue hasta 1991 en que se realizaron los cambios sobre la legislación al respecto, necesarios para el correcto desenvolvimiento del instrumento gracias a la ley 23.962.

Como antecedente se puede citar, cierto marco reglamentario que la Comisión Nacional de Valores junto la Bolsa de Comercio de Buenos Aires desarrollaron hacia 1984 con el fin de dar vida a las obligaciones negociables como un medio útil para la financiación empresarial, pero que acabo por tratarse de un esfuerzo en vano ya que no

resultaba atractivo para los inversores, visto que no contaba con las exenciones impositivas de los títulos públicos. (Ramos, 2007)

Con la ley 23962 se incorporaron incentivos para fomentar el uso de las obligaciones negociables, que han tenido una evolución creciente en su utilización, vista la exención en el Impuesto al Valor Agregado en todos los gastos relacionados a la emisión y colocación de los títulos para la emisora así como la exención en Impuesto a las Ganancias para los inversores. (Erpen, 1999)

El nueva norma conseguía de alguna manera ampliar el juego también ha entes que antes tenían vetada la posibilidad de emitir ON, es así que introduce a las Asociaciones Civiles, y a las Cooperativas. Por otra parte se levantó la obligatoriedad de cotizar en la bolsa, por lo que empresas con capital cerrado pudieron a partir de ese momento financiarse con un nuevo instrumento. (Apreda, 1998)

El siguiente gráfico muestra la evolución en las emisiones de ON por parte de las grandes empresas en la República Argentina:

Periodo	ON en Millones de U\$D
2000	5665
2001	2425
2002	2362
2003	1430
2004	1588
2005	3637
2006	2993
2007	3281
2008	454
2009	764
2010	2649
2011	2146
2012	3870
2013	5121
2014	3146
2015	4239

Elaboración Propia en Base a Datos del IAMC

Tabla 1; monto colocado de ON, Mercado de Buenos Aires 2000-2015 en Miillones de Dolares; Elaboración Propia en Base a Datos de IAMC

En el mercado de capitales argentino durante 2015 –tratándose este de un año promedio en lo que respecta a los últimos 5-, 80 empresas emitieron Obligaciones Negociables por un total de U\$D 4293 millones, siendo las firmas pertenecientes a las industrias de petróleo y gas, en conjunto con las instituciones financiera las principales con casi el 78% de las emisiones genuinas (nuevos financiamientos, excluye canjes o reestructuración).

Por su parte las empresas del rubro equipamiento para el hogar realizaron colocaciones por U\$D 4,2 millones en 2014; y en el primer cuatrimestre de 2014 aún no presentan operaciones.

Longvie SA por su parte cuenta con la aprobación de un programa global de emisión de Obligaciones Negociables que permite a la empresa mantener hasta un monto máximo en circulación de U\$D 10MM, o el equivalente en otras monedas. Dicho programa fue aprobado por la Comisión Nacional de Valores vía resolución n° 16967 de noviembre de 2012.

Actualmente existe en circulación ON de la firma por \$36.016.655, lo que equivale a tipo de cambio según Banco Nación al 12-06-2015 a U\$D 3.984.143,25 habiendo tenido lugar la última emisión el 13 de agosto de 2014 por un monto nominal U\$D 35MM a ser cancelados en cuatro pagos con vencimiento a los 15, 18, 21 y 24 meses desde la fecha de emisión, devengando una tasa nominal anual equivalente a BADLAR más 299 puntos básicos pagaderos en 8 cuotas trimestrales con primer vencimiento el 13 de noviembre de 2014 y el último el 13 de agosto de 2016.

Tasas de Interés, Costo Financiero Total, Tasas Reales

Contemplar la totalidad de costos asociados a la emisión y cancelación de obligaciones negociables trae aparejado producto de los diferentes gastos de cancelación de la actual deuda de corto plazo, los gastos administrativos, legales, profesionales – entre otros-, flujos irregulares de fondos, de modo que será necesario valerse de herramientas como la Tasa Interna de Retorno para estimar la tasa representativa de dicho costo de deuda. (Lucero, Calabró, & Vaca Parceró, 2009)

Esta tasa de descuento será aquella que logre igualar el ingreso a caja en el momento 0 con el valor actual de los egresos futuros en concepto de intereses, amortizaciones, y otros gastos a lo largo la vida de la obligación. (Albornóz, 2012)

$$I_0 = \frac{S_1}{(1 + k_i)} + \frac{S_2}{(1 + k_i)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1 + k_i)^n}$$

Con:

I_0 = entrada inicial a caja

S_1, S_2, \dots, S_n = egresos de caja en los diferentes periodos

k_i = costo de la fuente de financiamiento

n = tiempo de duración de la colocación

En el presente trabajo se hará utilización de planillas de cálculo para conocer la tasa que satisface la ecuación financiera planteada. (Castegnaro, 2006)

Las Tasas Reales

A lo largo del análisis financiero que se propone en el presente trabajo se han utilizado valores corrientes en ocasión de proyectar ventas y costos, así como también al momento de definir los flujos de desembolsos para cancelar las obligaciones contraídas.

Es así que la tasa interés que será estimada según el apartado anterior se trata una tasa aparente (como generalmente se denomina) ya que se encuentra enviciada por la influencia de la inflación del periodo y no da cuenta del verdadero esfuerzo económico que significa afrontar la misma. (Dumrauf G. , 2013)

A los fines del presente trabajo se estima adecuada la misma, atento que se persigue conocer si presenta ventajas contra el costo financiero de otra alternativa de financiamiento como los son los préstamos bancarios de corto plazo, utilizados actualmente por la firma y cuya tasa también se expresa en términos de tasa aparente.

Así mismo resulta de utilidad cotejar el costo del dinero con la tasa de inflación de manera tal de conocer el costo verdadero de la deuda contraída puesto que esos fondos son colocados en una actividad productiva que implica la transformación y venta de bienes expuestos a los aumento de precios y que por tanto en términos de sacrificio económico puede mitigar o acentuar el costo efectivo del dinero. (Lucero, Calabró, & Vaca Parceró, 2009)

Irving Fisher estudió la relación existente entre las tasas aparentes de interés y la inflación llegando a una ecuación de arbitraje que permite conocer las tasas de interés real a partir de la aparente y la inflación del periodo:

$$(1 + \pi)(1 + r) = (1 + TEA)$$

Donde:

π = Tasa de inflación del periodo

r = Tasa Real

TEA = Tasa Efectiva Anual; o bien Tasa Aparente

A los fines del presente trabajo, despejando la incógnita con que se contará:

-Guillermo Leonel Speranzoni-

$$r = \frac{1 + \text{TEA}}{1 + \pi} - 1$$

Análisis FODA

Frente a la necesidad de evaluar la situación global de la empresa, el FODA se presenta como una herramienta que permite examinar y contrastar los recursos y flaquezas e la firma frente a un entorno que se presenta con oportunidades que pueden llevar a la firma a ganar dinero, como así también amenazas que podrían terminar con la empresa en el peor de los casos.

Del mismo es deseable obtener una base para desarrollar estrategias que permitan a la empresa aprovechar al máximo las oportunidades que se presenten y por otros consigan aislar la firma de las amenazas del entorno.

- Fortalezas: se trata de aquello que la empresa hace bien e incrementa su competitividad en el mercado.
- Debilidades: aquello que a la empresa le falta, o bien, aquello que hace de mala manera. Faltas de habilidades o experiencia en áreas competitivamente claves, deficientes activos, carencia de capacidades esenciales.
- Oportunidades: las mismas son situaciones o acontecimiento externos a la firma que podrían, de ser bien aprovechadas, redundar en beneficios para la empresa.
- Amenazas: factores externos, que pueden redundar en pérdidas u otro tipo de perjuicios para la firma en caso de que la misma no se encuentre alerta y no los contemplara en su estrategia, nuevas tecnologías,

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

exposición a cambios en las tasas de interés, cambios en políticas de importación, entre otros.

El FODA persigue más que la creación de listas en estos aspectos. Es su finalidad llegar a conclusiones útiles, que se conviertan luego en esfuerzos estratégicos.

(Thompson, Gamble, Peteraf, & Strickland III, 2012)

CAPITULO 4: MARCO METODOLOGICO

Marco Metodológico

El presente trabajo se trata de un estudio de caso, se basa en una empresa concreta sobre la cual en primer lugar se llevará adelante una investigación de tipo descriptiva de manera tal de caracterizarla y conocer su situación económico financiera actual. Para tal fin se acudirá a diferentes fuentes con el fin de conocer el escenario macroeconómico actual, situar a la empresa en la industria de la que forma parte, definir con el mayor rigor académico variables de las cuales deducir la situación de base que presenta la empresa en sus aristas económica y financiera.

De manera complementaria es de interés en el presente trabajo conocer en profundidad los requisitos y condiciones para la emisión de obligaciones negociables así como su posible implicación sobre situación de base de la empresa, por lo que en un primer momento se recurrirá a la normativa vigente con el fin de señalar las condiciones que presenta el instrumento para luego dar lugar a una proyección en la que se simule la nueva composición de deuda de la firma.

Objetivo	Fuente
1- Situar la firma en el entorno macro en que se desenvuelve.	Estadística oficial relativa a evolución económica nacional; INDEC.
2- Definir la evolución en los últimos años de la industria a la que empresa pertenece y sus perspectivas actuales.	Indicadores específicos de la actividad INDEC.
3- Evaluar si existe o no un equilibrio patrimonial.	Estados Contables auditados y certificados; publicados por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
4- Estimar el rendimiento de la estructura patrimonial.	Estados Contables auditados y certificados; publicados por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

- | | | |
|----|--|---|
| 5- | Estimar la tasa potencial de crecimiento de ventas cuidando el equilibrio patrimonial de la firma. | Estados Contables auditados y certificados; publicados por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. |
| 6- | Comparar tasas y flujos requeridos por los dos principales tipos de financiamiento propuestos –préstamos a sola firma a tasa de mercado / emisión de ON- | Trabajos académicos en tal aspecto; estadísticas oficiales, consultas a bancos comerciales con los cuales la empresa opera. |
| 7- | Proyectar Estados Contables básicos bajo la premisa de emisión de ON como reemplazo de deuda financiera. | Estimación propia, en base a tasas de interese de mercado, y costos relativos a emisión y colocación brindados por la Comisión Nacional de Valores. |
| 8- | Estimar el efecto de la situación proyectada sobre la situación económica patrimonial inicial de la empresa. | Elaboración propia. |

Tabla 2; “fuentes utilizadas según objetivo perseguido”; elaboración propia año 2015.

La investigación tendrá un tinte principalmente documental, la materia prima del análisis a llevar a cabo son los Estados Contables auditados y certificados de la empresa y sus memorias, todos documentos de libre disponibilidad atento que Longvie SA es empresa con capital abierto cotizante en la Bolsa de Valores de Buenos Aires y por tanto obligada a presentación de información económica y patrimonial en forma trimestral y bajo régimen de normas contables NIIF.

Los datos relativos a la industria en que se desenvuelve la firma, así como los de carácter macroeconómico, serán extraídos de fuentes de carácter secundario tales como publicaciones y estadísticas de organismos competentes –Ministerio de Económica de la Nación, Indec, CNV, Instituto Argentino del Mercado de Capitales, Banco Central de la República Argentina-

En cuanto a los requisitos, procedimientos y normativa en lo que hace a las Obligaciones Negociable serán fuente de consulta la Ley de Obligaciones Negociables, y las resoluciones generales y particulares de la CNV.

El soporte teórico empleado para el diagnóstico sobre la situación de partida, será a la vez la óptica a utilizar para conocer las posibles implicaciones de la potencial decisión de financiamiento para concluir luego en las recomendaciones a cerca de caso estudiado. (Castellano, 2003)

Por último es necesario resaltar en materia metodológica que si bien en el desarrollo del trabajo se persigue todo el tiempo caracterizar la situación de la empresa mediante variables cuantitativas, la expresión final que se persigue es concluir respecto de la salubridad económico financiera de la firma y sobre la incidencia de una posible emisión de Obligaciones Negociables sobre la misma.

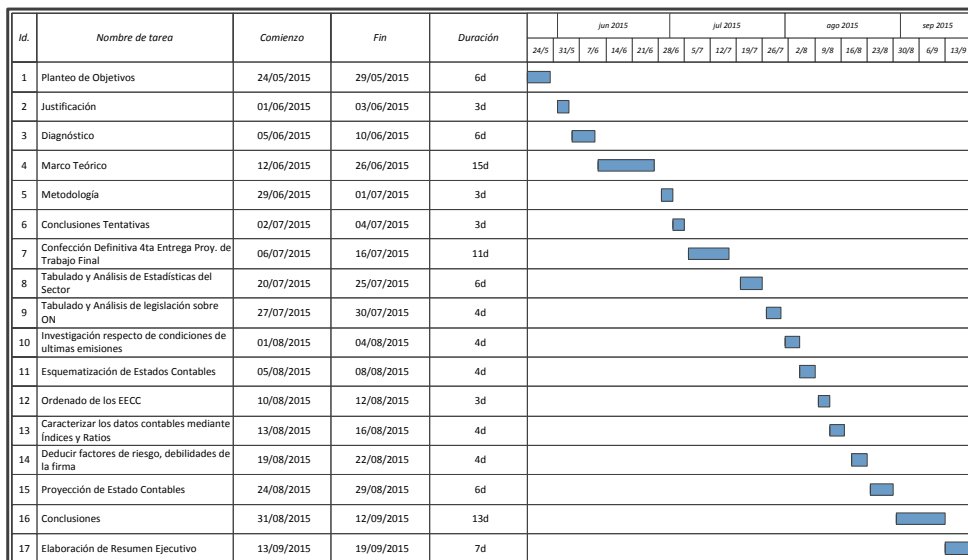


Tabla 3; “Diagrama de Gantt”; Trabajo Final de Grado; Elaboración Propia

CAPITULO 5: ETAPA DIAGNOSTICA

Análisis de Datos

Referencia Histórica; la industria de línea blanca y su entorno macro:

La industria de bienes de consumo durable integrada por aquellas empresas avocadas a la producción de heladeras, cocinas, termotanques, lavavajillas, secarropas, anafes, artefactos de calefacción y ventilación, en la Argentina en los años de la crisis 2001/2002 provenía de un periodo de decrecimiento producto de una economía con recesión a finales de los noventa, y una participación de productos importados en el mercado que llegó a representar en este sector casi el 60% gracias a precios competitivos e incluso subsidios como es el caso de la línea blanca que provenía de Brasil. (Producción, 2003)

Como se podrá apreciar más adelante, la industria bajo análisis presenta una fuerte correlación con el Producto Bruto Interno del país (PBI), ya que es de esperar que frente a incertidumbre económica, disminución en los niveles de empleo, y niveles agregados de gasto en retroceso, la población tienda a postergar la compra de este tipo de bienes reparando aquellos con los que cuenta.

Con el inicio de la década el 2000, la devaluación, vista por algunos sectores industriales del país como una posibilidad de ganar competitividad licuando costos y consiguiendo colocar productos en el exterior a precio dólar, no significó para la línea de blanco un driver relevante desde un primer momento. La crisis había dejado una notable pérdida en el poder adquisitivo del salario, la inexistencia de crédito y por sobre todo mucha incertidumbre.

Entre un 90% y 95% de la producción de la industria argentina se ha colocado históricamente en el mercado local e intentar volcar mayores volúmenes al exterior, significaba un esfuerzo comercial extra, y trámites complejos como la certificación de productos en los organismos reguladores en los países de destino.

Así mismo, aunque los precios de los productos de empresas competidoras de Brasil y EEUU se encarecieron en un 40% y 52% respectivamente, también lo hicieron muchos de los insumos necesarios para la fabricación de electrodomésticos que provenían desde el exterior o bien estaban atados a la evolución del dólar estadounidense. A esto se sumó un cambio en la política de crédito por parte de los proveedores del exterior vista la inestabilidad económica argentina, y una concentración y consecuente aumento en el poder de negociación de las grandes cadenas que lograron sobrevivir a la crisis, conformando un cóctel que imposibilitó un rápido aprovechamiento de los nuevos términos de intercambio. (Producción, 2003)



Gráfico 1; “PBI a precios constantes según BM; Industria de Línea Blanca en Cantidades” Años 2000 al 2014; Elaboración Propia; Datos Banco Mundial e Indec.

Así todo, otros sectores –principalmente los vinculados a productos transables– se vieron muy favorecidos por la caída del costo salarial, el cambio en los precios relativos, la barrera que significaba el dólar alto, entre otros factores, que favorecieron cierto tipo de inversión, e incluso se convirtieron en una fuente de ingresos para el gobierno a partir de retenciones en un primero momento a hidrocarburos y al agro que contaban con fuerte impulso además de origen externo como lo fue el incremento internacional de los precios en los commodities.

Como añadidura el consumo se vio favorecido, ya que paulatinamente el salario real se fue recuperando, sobre todo en los empleos privados y gracias, en parte importante, a la reapertura de paritarias en el 2004 impulsada de manera oficial. (Salvia, MARZO 2014)

Por los factores expuestos la industria de la línea blanca se reactiva generando un crecimiento promedio del 21,5¹ anual, que se dio no sólo gracias a una demanda interna creciente sino a una política gubernamental proteccionista vía licencias no automáticas y convenios de autolimitación para importaciones principalmente de Brasil, visto que los grandes jugadores internacionales instalados allí y la devaluación hacia 2003 del Real continuaban amenazando la industria local que demandaba este tipo de protección.²

El fomento del consumo interno, el aumento del gasto público, el ingreso de divisas que aportaba el sector agropecuario, el vuelco de fondos a la industria de la construcción, el aumento de salarios por encima de los índices de precios, provocaron

¹ Estimación en base a Datos de Indec sobre evolución en las ventas de calefactores, cocinas, lavarropas, como los más representativos del sector

² Datos Extraídos de Memorias en los EECC presentados por la empresa a la CNV

una redistribución del ingreso que incluso permitió a nuevos actores volcarse al mercado y potenció la demanda de bienes de consumo durables entre otros; este efecto redistributivo de ingreso que en principio estaba impulsado por el sector privado, ha continuado posterior a la crisis de 2008 hasta 2011, en esta segunda etapa ya principalmente apalancado en la fuerte política de planes sociales por parte del gobierno nacional. (Stang, 2015)

Hacia 2008 la economía argentina presentó algunas complicaciones de la mano en un primer momento de la crisis agropecuaria, que provocó producto de los cortes de ruta y de un reflote de desconfianza interrupciones en la comercialización de bienes a los que la industria de línea blanca no fue ajena. A ello se sumó el estallido de una crisis financiera internacional, que tuvo como correlato una disminución en la demanda externa, debido a que las potencias mundiales entraban en recesión y ello impactó sobre los precios de las materias primas así como sobre el acceso a mercados internacionales de crédito. (Kiguel, 2015)

El gobierno nacional decidió en ese entonces la estatización de las AFJP quitando del mercado un jugador importante en el mercado de capitales que contribuía al financiamiento de empresas y que luego solamente sería reemplazado parcialmente por la ANSES.

Frente a estas circunstancias Longvie en particular, así como muchas otras empresas, decidió postergar proyectos que tenía en cartera, hasta observar una mejoría en las variables macroeconómicas.³

Así las cosas en 2009 se sufrió una recesión económica, y un brote de incertidumbre que retrajo la demanda por parte de los consumidores, provocó una corrida hacia el atesoramiento de divisas, con un riesgo país en alza y tasas de interés de corto plazo que llegaron al 30% anual –otra variable a la que la demanda de este tipo de productos es muy sensible-. (Kiguel, 2015)

Durante el bienio 2008-2009 la moneda brasileña sufrió una devaluación producto de la crisis financiera internacional, que mejoró los términos de intercambio del vecino país pero la vigencia de las licencias no automáticas mantuvo en cierto modo al resguardo a la industria de electrodomésticos argentina en general.⁴

Así las cosas, hacia finales de 2009 la situación macro comenzó a mejorar, con la moneda brasilera ya estabilizada y el precio de los commodities, especialmente la soja recuperando terreno, la forma en que se había atravesado la crisis permitió una recuperación en la confianza de los consumidores y la economía creció en torno al 9% en el año 2010, consiguiendo la industria analizada alcanzar valores de producción superiores al pico logrado en 2007. (Kiguel, 2015)⁵

A esa altura el escenario de recuperación se veía amenazado por un aumento en el nivel general de precios, que fue sistemáticamente negado por parte del gobierno

³ Datos Extraídos de Memorias en los EECC presentados por la empresa a la CNV

⁴ Datos Extraídos de Memorias en los EECC presentados por la empresa a la CNV

⁵ Y Datos de Indec

nacional cuya postura se debatía entre el manejo a discreción de las estadística del Instituto Nacional de Estadística y Censo y la implantación de controles y acuerdos de precios.

El año 2011 marcó un punto de inflexión, con una economía que comenzó a estancarse y un sector privado que ya no creaba puestos de trabajo, preocupado por el atraso cambiario y una inflación en torno al 25% que no daba muestras de ceder; la instauración de controles sobre el mercado de cambios como corolario desató un deterioro en la economía, con estancamiento en las exportaciones, en el empleo privado, caídas en los niveles de inversión y aumento en el nivel general de precios. (Kiguel, 2015)

Industrias tales como la que concierne al presente trabajo se han visto afectadas por las micro devaluaciones, los aumentos de costos internos con imposibilidad de traslado a precios muchas veces debido a controles impuestos como parte de la política económica, las expectativas de inflación que han imposibilitado un desarrollo de líneas de préstamos a plazos largos, controles de precios y a restricciones en materia de importación.

Por otro lado, no puede dejarse de subrayar que el fuerte fomento del consumo que ha formado parte de la política económica desde 2003 a esta parte, tanto como una rigurosa restricción al ingreso de productos internacionales benefició los negocios de la empresa productora de línea blanca como queda de manifiesto en la caso de la empresa estudiada y su evolución durante los pasados años.

Longvie por supuesto no fue ajena al periodo de bonanza ni a los factores exógenos de los últimos 13 años que han marcado el pulso de la industria y de la empresa, las unidades producidas y comercializadas han tenido un importante incremento como se puede observar en el Gráfico N° 2.

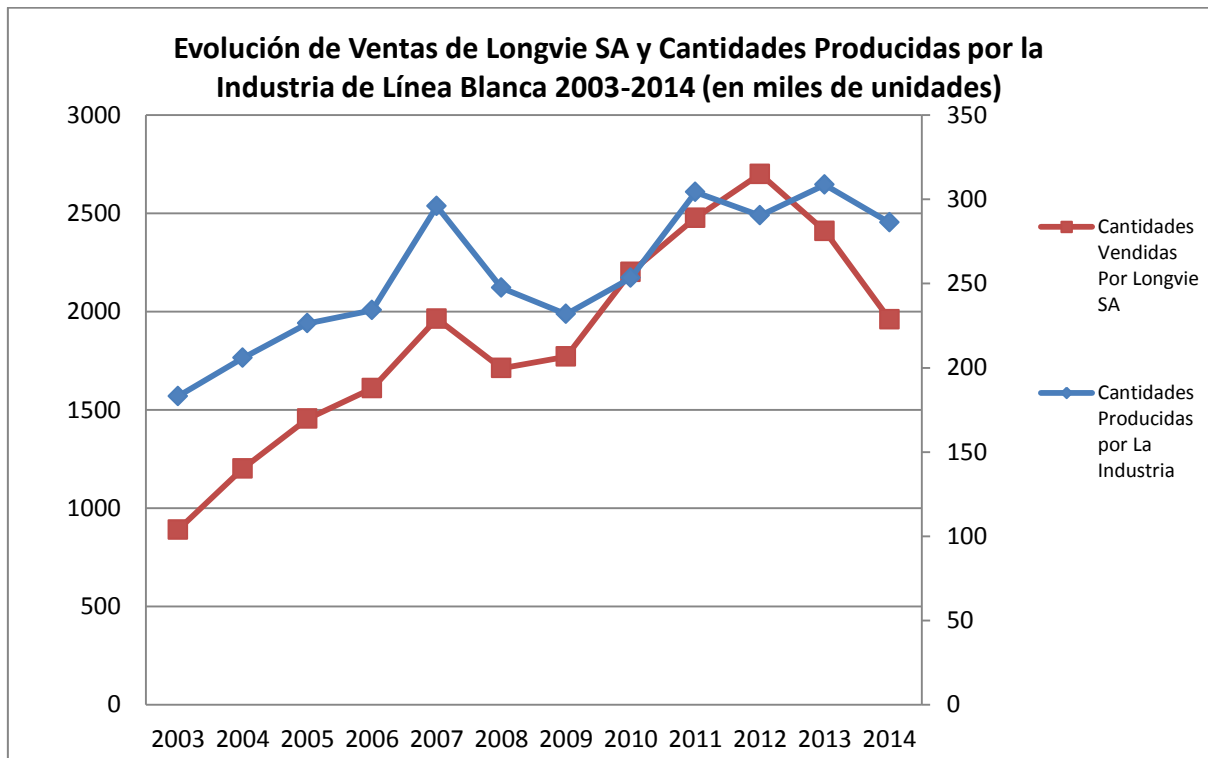


Gráfico N° 2; “Evolución de Ventas de Longvie SA y Cantidades Producidas por la Industria de Línea Blanca 2003-2014 (en miles de unidades)”; elaboración propia en base a balances de la empresa y datos de Indec.

Este crecimiento fue acompañado como es de esperar por inversiones que han tenido lugar a lo largo del periodo y que han posibilitado adaptar los procesos de producción a la demanda de productos modernos y a un mercado creciente producto como se ha señalado del crecimiento en la economía, de la mejora en el ingreso de la población y de consumidores con limitaciones para acceder al mercado internacional.

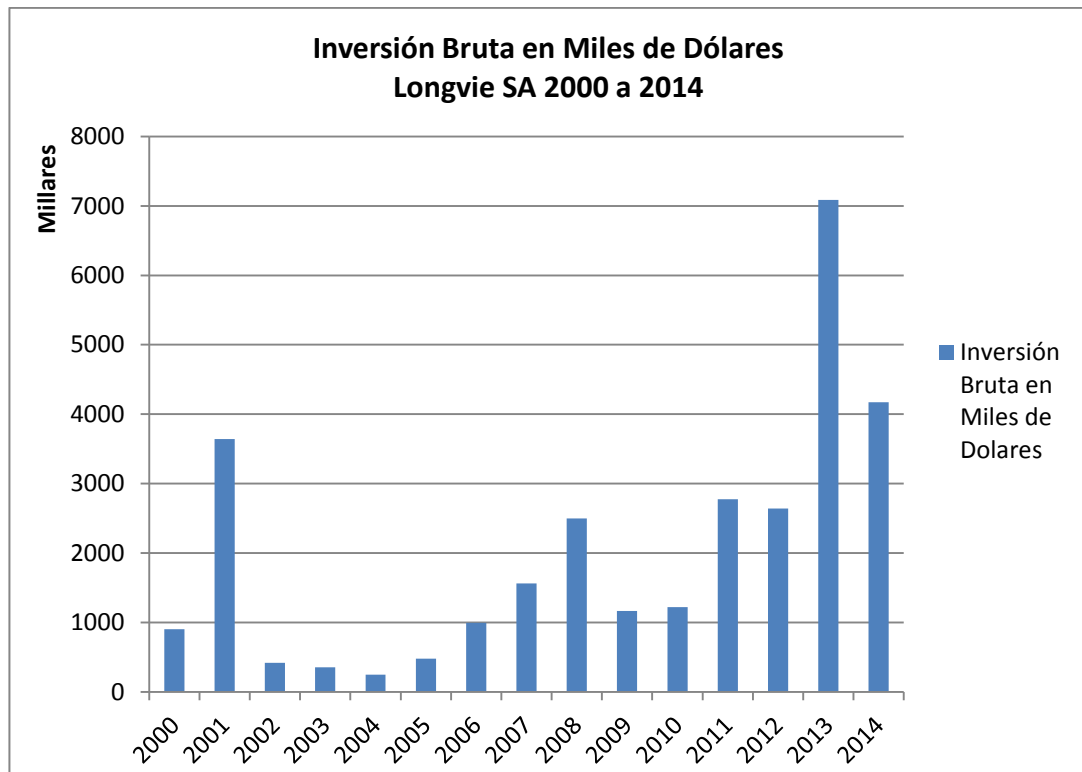


Gráfico N° 3; Inversión Bruta Anual en Miles de Dólares; Longvie SA 2000-2014; Fuente: Elaboración Propia en base a datos proporcionados por la empresa ajustados a tipo de cambio oficial.

El periodo analizado en el presente trabajo abarca los años 2012 a 2015, se trata de un periodo signado por un conjunto de importantes inversiones disparadas por el acuerdo entre Longvie y la europea Candy Hoover, que ha significado un cambio en todo el herramental y todo el equipamiento fabril, que ha posibilitado un proceso con mayor grado de automatización.

Ya en 2013 con ventas en la senda alcista, las presiones sobre las empresas para evitar que trasladen la incesante inflación de costos a precios, se hacía presente con el lanzamiento de “precios cuidados en electrodomésticos”.

Longvie comenzó a producir en planta propia los termotanques eléctricos que previamente se importaban para su comercialización y se incorporaron los anafes

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

eléctricos. Dos productos que se convirtieron en drivers del desempeño alcanzado en 2013, propiciado por limitaciones al acceso al gas en ciertas regiones del país y la practicidad que presentan.

La depreciación sufrida por la moneda local en enero de 2014, acompañada por un aumento de tasas de corto plazo por parte del Banco Central, repercutió en los plazos de financiación otorgados por las tarjetas de crédito afectando la financiación al consumo –condicionante de la demanda de bienes de consumo-.

La cantidad de unidades vendidas disminuyó, así como los pronósticos de venta para todas las líneas de productos.

Así mismo la empresa consiguió colocar una primera tanda de productos con know how Candy, e inmersa en este proyecto se recurrió a mayores volúmenes de endeudamiento bancario, y a la emisión de una segunda serie de ON, esta vez por \$35MM a una tasa de Badlar + 299BP, con plazo de 24 meses.

En cuanto a 2015, la demanda del sector se mantuvo sostenida con un crecimiento en términos nominales del 76% con respecto a 2014 y unidades vendidas un 33% superior. Posibilitó esta performance el hecho de que la planta de la provincia de Catamarca que se encontraba en ampliación operó todo el año de manera normal.

Cada línea de las que opera Longvie presentó un crecimiento por encima de la media de mercado siendo destacable el crecimiento en unidades de los termotanques (+40%).

Se ofrecieron nuevo modelos de campanas, y se lanzó nuevas líneas de calefactores sin piloto para ahorro de energía.

Hacia Marzo 2016 el contexto presenta un nivel de complejidad importante, con inflación de los meses de enero y febrero que rondaría 8,6% según índice realizado por el congreso nacional -ya que aún no existen estadísticas oficiales-. Debido a este incremento de costos y elevadas tasas de interés producto de la necesidad de controlar y sobre todo evitar la escala del valor del dólar es esperable una disminución en el consumo, que repercutirá en forma negativa sobre la industria.

Por otra parte como parte de la política actual existen líneas tendientes a continuar cuidando la industria nacional vía políticas antidumping, y de restricción al ingreso de ciertos productos importados tal como se señala más abajo; se observa un abaratamiento de los costos en dólares por la devaluación acontecida en el orden del 60% en los últimos tres meses por la que se verían beneficiados los sectores relacionados a bienes transables y con un posible derroche sobre la construcción.

Una marcada política de reinserción con un inminente acuerdo con fondos internacionales y consecuente salida de la actual situación de Default como sus principales manifestaciones posibilitarían el retorno del País a los mercados internacionales de crédito y con ellos a posibles inversiones que se espera sean el motor que reemplace en un primer momento al consumo bajo el nuevo esquema.

Con reparo de la incertidumbre que se vislumbra en el corto plazo, variables como las últimas señaladas y con posible efecto en el mediano plazo alientan perspectivas positivas para empresas del sector analizado, y como parte del mismo para

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Longvie, empresa que manifiesta de cara a 2016 emprender remodelación y ampliación de capacidad en plantas de Martelli y Paraná.

Análisis Macroeconómico – PEST a Marzo 2016

Política:

El cambio de gobierno a nivel nacional acontecido tras las elecciones de octubre/noviembre 2015, trajo aparejado en este aspecto cambios de consideración en el aspecto político, a través de la resolución 5/15 del Ministerio de Producción fueron reemplazadas las Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación (DJAI) instauradas por el anterior gobiernos nacional por el Sistema de Monitoreo de Importaciones (SIMI), que concentrará la operatoria de comercio exterior.

Las DJAI habían sido criticadas en los últimos años, por un presunto tratamiento discrecional en su otorgamiento, pero que a la vez fue de utilidad para industrias poco competitivas a nivel internacional como la analizada en el presente trabajo.

El SIMI contempla un registro que según expresa la normativa permitirá tomar medidas frente a volúmenes de importación que representen riesgos para la industria local a través de Licencias No Automáticas –instrumento permitido por la OMC-, entre los bienes protegidos se encuentran las cocinas y los lavarropas, principales líneas de Longvie SA.

Las LNA existen en Argentina desde 1998, en que la devaluación de Brasil llevó a su implementación para proteger la industria nacional.

Como reglamentaciones anexas el ministerio derogó el Régimen Informativo de Precios que permitía a la secretaría económica disponer de información sobre precios y costos, lo que da un indicio de un poder ejecutivo que mantendría menor nivel de intervención en las decisiones empresariales, aunque se prorrogó hasta mediados de año la comisión nacional de defensa de la competencia, encargada de regular abusos de precios.

En conjunto con el Ministerio de Hacienda y Finanza se prorrogaron todos los derechos antidumping por lo que no quedarán libradas a competencia desleal las industrias locales, pero se eliminaron encajes a las inversiones extranjeras para facilitar ingresos de dólares y se liberó la operación de contado con liquidación para ingresar dólares al país sin pasar por mercado oficial de cambios a través de la resolución 651/2015, por lo que existe una predisposición a la inversión extranjera.

En materia macro económica el actual gobierno además ha resuelto la liberación del cepo cambiario vigente en los últimos años que impedida el acceso libre a un mercado único de cambios, y con ello se debió convalidar tasas de interés elevadas para evitar una evaluación descontrolada.

La devaluación ha licuado costos de las empresas exportadoras, pero industrias como la de línea blanca han manifestado siempre problemas de escala para competir a nivel internacional y por tanto son dependientes del consumo interno, que podría verse afectadas por las tasas de interés incrementadas, y por el ajuste fiscal –que incluye incremento en tarifas- en post de eliminar déficits en las cuentas públicas.

La incertidumbre respecto del valor del dólar ha generado aumento de precios en insumos por cobertura o especulación y el sector ha presionado para que sean mantenidos programas como el Ahora 12 comentado en este trabajo, que ha sido extendido hasta el mes de marzo.

Economía

En materia económica, las perspectivas hacia 2016 están marcadas un Producto Bruto Interno que se estima sufrirá una caída en torno 1% según estimaciones del FMI es su informe de pronósticos para el mundo y que es coherente con la estimación por parte del Banco Mundial en el orden del -0,7% justificado por una ralentización en el crecimiento e países emergentes y por la recesión y devaluación de Brasil (principal socio comercial de la Argentina), entre los aspectos externos.

En el orden interno los informes señalan que las expectativas de ajuste monetario y fiscal no favorecerán a la evolución de la actividad económica a nivel nacional.

Para 2017 el BM principalmente señala un estimado de crecimiento en torno al 1,9%, posibilitado principalmente por la variable inversión.

En materia inflacionaria, las principales consultoras y bancos en promedio pronostican 33,8% en la variación del nivel general de precios, y debe señalarse que hasta el mes de agosto no se contaran con estadísticas oficiales por el proceso de reestructuración que se está llevando a cabo en el instituto oficial de estadísticas – INDEC-; así mismo desde el gobierno y en base a estadísticas de la ciudad de Buenos

-Guillermo Leonel Speranzoni-

Aires y de la Provincia de San Luis –adoptadas como referenciales- estiman una cifra en torno al 25%.

A esta altura del año con la quita de subsidios a servicios públicos prevista, y sin conocer el cierre que tendrán las paritarias nacionales, se presume cierta lógica detrás de esta disparidad en las cifras presentadas.

En materia de tipo de cambio, existe un nuevo esquema de flotación administrada, con un mercado único y libre de cambios, que a la fecha se mantiene en torno a las \$15,5 por dólar norteamericano. Con dispares perspectivas producto de incertidumbre en torno al posible ingreso de divisas, al “poder de fuego” del banco central en caso de una demanda sostenida de dólares, entre otros aspectos.

Como sectores beneficiados por este nuevo esquema, en base a las referencias históricas con que se inició el capítulo, se pueden señalar a aquellos sectores productores de bienes transables a nivel internacional como es el caso del Agro, por parte del cual podría esperarse un vuelco de inversiones al mercado interno de no agravarse la situación de los precios internacionales de los commodities.

Social

Se observan como posibles cambios y tendencias sociales:

- Mayor importancia del Uso por encima de la Propiedad: Existe una tendencia a priorizar el uso de los bienes y no tanto la los mismo como

materia de inversión o posesión, presencia del leasing, el renting, los servicios prestados por terceros.

- Se acentúa la inserción de la mujer al plano laboral formal: es cada vez menos significativa la cantidad de mujeres en rol tradicional de ama de casa, se valora entonces la practicidad, y eficiencia para poder adoptar otros roles.
- Sociedad más preocupada por el impacto ambiental e las prácticas los productos.
- Necesidad de estar más y más conectados: se valora, la información en tiempo real, el control remoto de ciertos aspectos de la vivienda, y el contacto con otros vía medios electrónicos.
- Familias menos numerosas: si en años anteriores se valoraba una infraestructura a nivel vivienda y hogar que pudiera satisfacer a un grupo familiar de 5 a 7 integrantes hoy ya no lo es tanto; el tamaño de los ambientes, de los automóviles, los utensilios del hogar, entre otros así lo demuestran.

Tecnología

Se rescatan los siguientes cambios tecnológicos que tienen o podrían tener influencia sobre el sector analizado en el trabajo:

- Cambios en los materiales con que es confeccionada la indumentaria.
- Dispositivos de control remotos, y mejora en las comunicaciones.

- Electrodomésticos específicos para la cocción de pan, arroz, sándwiches, comestibles al vapor, fritos, en algunos caso programables y automáticos como se puede observar en Thermomix

Análisis de Industria – 5 fuerzas de Porter

Ingresos al Sector

La fabricación de electrodomésticos, en particular de línea blanca, se lleva adelante en plantas de montaje cuyas piezas en muchos casos (producto de las restricciones para importar de los últimos años) también son fabricadas por la misma empresa en procesos mucho más seriados. Por lo tanto los requisitos de capital son de considerable cuantía para una empresa que decidiera desembarcar en el sector, constituyéndose como una barrera de entrada considerable.

Los costos fijos asociados a la estructura mencionada complementan tal barrera, ya que se hace necesario un volumen no menor de ventas para lograr que las economías de escala se desarrollen. Una arista no favorable en este aspecto son los desequilibrios entre oferta y demanda a los que está expuesto el sector en ocasiones en que la demanda disminuye no pudiendo por cuestión de escala regular la producción.

Existe en el sector barrera notoria en materia de identificación de marca, como artículo de consumo durable que se trata es normal sea asociado a cada marca un nivel de confiabilidad y calidad, presente muchas veces en la memoria colectiva.

La política gubernamental en el caso de la industria analizada en retrospectiva y en el contexto actual contribuye a una dificultad de ingreso de jugadores al mercado, empresas internacionales con economías de escala alcanzadas superiores y en ocasiones con marcas reconocidas a nivel mundial son disuadidas por restricción a las importaciones.

Los Productos Sustitutos

Se observa en Longvie así como en la industria de línea de blanco toda, un esfuerzo por adaptar sus procesos productivos y hacer propios los productos que se han presentado como posibles sustitutos de aquellos que las empresas históricamente fabricaban.

Es así que se han incorporado líneas de productos como es el caso de cocinas y hornos eléctricos, con la creciente tendencia de hogares sin instalación de gas, por otro lado es notable que Longvie ha quedado fuera de un producto sustituto por excelencia de unos de sus más característicos artículos (los calefactores) como lo son los aires acondicionados.

Los servicios tales como Lavadero autoservicio presentan costos superiores que permiten intuir que de existir posibilidad de financiamiento los lavarropas son ampliamente preferidos.

Párrafo aparte merecen las viviendas con caldera central para calefacción y agua caliente, que evitan el uso de calefactores, así como de calefones o termo-tanques, o bien edificios con laundry propio con reducido costo por lavado que bien pueden presentarse como alternativas que sustituyen los productos de la industria.

Tendencias como las señaladas precedentemente motivan pensar en alternativas tales como la fabricación de lavadoras de mayor tamaño para laundry de edificio, una nueva línea de producto destinada a proveer el servicio en forma tercerizada, publicidad

acentuando la ductilidad y facilidad de poseer una lavadora propia, productos de menor tamaño y fácil instalación para departamentos, entre otros.

Poder Negociador de Clientes y Proveedores

Clientes:

En materia del poder negociador de los clientes se señala que las cadenas de retail presentan cierta concentración como se mencionó en el primer apartado de esta capítulo, frente a productos no muy diferenciados y siendo sumamente fácil el cambio de proveedor.

Como mitigantes se observa la existencia de valor agregado por parte de las firmas de la industria, no se observan tendencias o intenciones por parte de las comercializador de virar hacia una integración hacia atrás en los productos con mayor peso en las ventas de Longvie, ni existe una influencia decisiva del retail sobre el consumidor final, presumiéndose que existe en la decisión de este último un peso de la imagen marca, de la calidad, del diseño, etc.

Proveedores:

En materia de proveedores, el principal insumo de la industria es el metal, del cual para ser aplicados a productos tales como termo-tanques, calefones, calefactores, cocinas, no hay un claro sustituto y existe en el país concentración en un proveedor principal, para el cual la industria de línea blanca se presume es un comprador más,

despertando un alerta respecto al poder que el proveedor podría ostentar, mitigado este por tratarse este insumo de un commodity con precio internacional.

En cuanto a proveedores de fuerza laboral, la plantilla de Longvie cuenta con convenio de empleado metalúrgico, gremio con alto grado de sindicalización y fuerte poder de negociación.

Se debe señalar que no se observa o es poco presumible iniciativas de integración hacia adelante por parte de proveedores.

Rivalidad entre competidores existentes

En términos generales, los productos tradicionalmente más representativos de la industria de línea blanca muestran un crecimiento de ventas propio de un mercado que tienda a la madurez, según datos del INDEC el mercado de cocinas de uso familiar y lavarropas ha crecido a un ritmo promedio los últimos 5 años (2009-2014) del 4%, mostrándose un poco más dinámico el mercado de lavarropas con un crecimiento promedio en los últimos 5 años del 6,6%.

Párrafo aparte merece el mercado de calefactores y estufas que se ha retraído en los últimos años, siendo uno de los principales drivers del sector en el periodo las cocinas y hornos eléctricos.

Se presume que la tendencia a la madurez del mercado es un factor que contribuye a un alto nivel de competencia, agravado por los altos costos fijos que enfrentan en esta industria y la baja diferenciación, que lleva al comprador a focalizar

necesariamente en precios o condiciones de ventas. Se agrega a tales puntos barreras de salida que se presumen altas, vistas empresas integrantes del mercado de mucha antigüedad, con importantes interrelaciones con una cadena de distribución de pocos y grandes participantes.

Mitigan tales factores de competencia, la no existencia de un número elevado de competidores.

Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter	Favorable	Neutro	Desfavorable
Ingreso de Competidores			
Economía de Gran Escala	x		
Dif de Producto / Lealtad de Marca	x		
Requerimiento de Capital	x		
Ventaja de Costos Ind de Tamaño	x		
Acceso a los Canales de Distribución		x	
Influencia de la Política Gubernamental	x		
Amenaza de Sustitutos			
Existen Productos Sustitutos			x
Poder de Negociación de los Compradores			
Concentrado y Cpra Grandes Volúmenes			x
Grado de Estandarización del Producto			x
Serán porción significativa de costo		x	
Bajos Beneficios			x
Productos Importantes en su Calidad	x		
Consumidores se podrían Integrar	x		
Poder del Retailers sobre Cons Final	x		
Poder de Negociación de los Proveedores			
Pocas Empresas			x
Ctos de Cambio de Proveedor			x
Amenaza de integración hacia adelante	x		
Industria es Importante para el Proveedor		x	
Rivalidad entre los Integrantes de la Industria			
Número de Competidores	x		
Tasa de Crecimiento del Sector			x
Nivel de Costos Fijos			x
Diferenciación de Producto/Lealtad	x		
Barreras de Salida			x

Estructura Patrimonial Periodo 2012-2015

La estructura patrimonial ha pasado de presentar activos fijos que representaban el 16,36% en 2012 a representar el 25,06% en 2014 sobre los activos totales correspondientes, consolidando de esta manera un aumento en activos fijo del 252,15% contra uno del 147,49% en activos circulante en el mismo periodo, en cuanto a 2015 existe una disminución en el peso relativo del activo fijo que se ubica en 14,5% producto de la importante expansión en las ventas que ha requerido mayor volumen de stock y de créditos por ventas.

Destacan dentro de los activos fijos, los moldes y matrices, que sirven de base para la fabricación de los productos comercializados, y que muestran un notorio dinamismo a lo largo del periodo estudiado, la empresa por su parte destaca en sus memorias el esfuerzo realizado por contar con productos modernos y atractivos.

Es dable resaltar que la empresa no alquila los inmuebles sobre los que opera y que las tres plantas se encuentran activas entre los bienes de uso, todas según normas contables a valores históricos lo que sin dudas también contribuye al peso relativo menor del activo de largo plazo.

Por el lado de los activos circulantes, los de preponderancia (con 55,85%) son los stocks, principalmente el de insumos y el de productos terminados, los que representan 25% y 23,5% sobre circulante respectivamente hacia el cierre de 2014, tendencia que se mantiene en 2015 lo leve pérdida de peso relativo. Por otro lado no es menor la participación de las cuentas por cobrar de origen comercial las que representan en el periodo estudiado 33,7%, 30%, 31,3% y 33,7% respectivamente sobre circulante.

Esto se presume que es debido a que la empresa para lograr presencia debe acompañar a las casas de retail con plazos de cobro que van entre los 55 y 60 días.

Por último no existen desvíos de fondos a actividades secundarias, lo que es observable en activos extra-funcionales que no son de consideración.

ENDEUDAMIENTO	2012	2013	2014	2015
EXIGIBLES / ACTIVO TOTAL	46,92%	55,52%	54,49%	54,82%
EXIG CTO PLAZO / TOTAL EXIGIBLES	70,72%	77,82%	72,64%	91,69%
EXIG LGO PLAZO / TOTAL EXIGIBLES	29,28%	22,18%	27,36%	8,31%
CÍCLICOS / EXIG CORTO PLAZO	88,37%	71,49%	76,81%	79,20%
EXPRESOS / EXIG A CORTO PLAZO	11,63%	28,51%	23,19%	20,80%

Tabla N°4; “Indicadores de Endeudamiento Longvie 2012-2015”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

En materia de endeudamiento las fuentes exigibles (fondos de terceros) han pasado de financiar un 46,9% del activo en 2012, a hacerlo en un 55,5% en 2013, manteniéndose en torno a estos valores en 2014 y 2015. De cada 100 pesos que la empresa disponía en 2012 casi 47 eran de terceros mientras en 2013, 2014, y 2015 por cada 100 lo fueron 55.5, 54.5 y 54.8 respectivamente, dándose un cambio en el mix con una presencia promedio mayor de fuentes de terceros en un 17%/19%.

La concentración del endeudamiento se produce en el corto plazo, habiendo representado éste un 70,7% en 2012, con un pico de 77,8 para 2013 y finalmente un peso del 72,6 en lo que a 2014 respecta, hacia 2015 se observa un valor de 91,69 producto de que estarán aconteciendo en el corto plazo vencimiento de ON emitidas.

En 2014 - 2015 la posición de la firma en deuda de corto plazo es en parte compensada con el hecho de que un 76,8% y 79,2% respectivamente de los exigibles de

corto son cíclicos y que por lo tanto de mantenerse más o menos firmes las ventas se irán renovando.

GARANTÍA DE LOS ACTIVOS (Cifras en Miles de Pesos)	2012	2013	2014	2015
MATERIAL / ACTIVO FIJO	93,87%	92,48%	96,19%	95,67%
RECURSOS A LARGO PLAZO				
CAPITALES PERMANENTES (EXIG A LGO PLAZO + PN)	157.157	183.477	233.942	303.829
CAP PERMANENTES / EXIG + FONDOS PROPIOS	66,81%	56,80%	60,42%	49,74%
FINANCIACIÓN INTERNA	2012	2013	2014	2015
RESERVAS + AMORT ACUMULADA + PREVISIONES + RESULTADOS	194.740	202.549	206.076	307.311
FINANCIACIÓN INTERNA / CAP SOCIAL + FINAN INTERNA	78,47%	74,76%	70,51%	75,23%

Tabla N°5; “Indicadores de Garantía de Activos, Recurso de Largo Plazo y Financiación Interna Longvie 2012-2015”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

La estructura de largo plazo

Al observar los recursos a largo plazo, vemos como era de esperar un cierto deterioro dado por la disminución del peso relativo de los capitales permanentes sobre las fuentes de financiamiento, con un índice de recursos a largo plazo del 66,8 en 2012, con una importante disminución en 2013 en que llegó a 56,8% para luego recuperar en 2014 en que el 60,4% de las fuentes de financiación eran a largo plazo, con una empresa que como se señalaba se encuentra invirtiendo en activos fijos. En 2015 y como

consecuencia de los vencimientos corrientes de deuda contraída en ON el ratio desmejora notablemente ubicándose en 49,74%.

En la misma línea la financiación interna muestra una tendencia descendente, y si bien durante los años 2012 y 2013 no se han distribuido dividendos, acompañando así el crecimiento en las inversiones (aunque de manera insuficiente), durante 2014 y 2015 sí se procedió a la distribución de dividendo en efectivo, mostrando así una clara política tendiente a favorecer el cambio en el mix de financiamiento presumido líneas más arriba.

Al confrontar recursos de largo plazo con activos fijos, descubrimos como los recursos han pasado de cubrir en más de 3 veces los activos fijos en 2012, a hacerlo en 1,49 veces en 2013 y en 1,41 veces en 2014, mejorando el ratio hacia 2015 en que los recursos permanentes cubren 2,44 veces la inversión en activos fijos. Pasando de este modo de cubrir con fondo de maniobra 60,3% del activo circulante a hacerlo en 44% y 47,2% en 2013 y 2014 respectivamente proyectando para 2015 en torno a un 41,23% producto del importante crecimiento de ventas y el consecuente incremento en el activo corriente, y si bien aún cuenta con fondo de maniobra para afrontar necesidad de fondos del corto plazo la estructura de financiamiento se muestra menos holgada y sólida.

ESTRUCTURA FINANCIERA INTERMEDIA

Cifras en Miles de \$ Corrientes	2012	2013	2014	2015
CAP PERM - ACT FIJO = FM	118.672	109.762	136.902	215.402
CAPS PERMANENTES / ACTIVO FIJO	3,08	1,49	1,41	2,44
FONDO DE MAN / ACTIVO CIRCULANTE	60,32%	44,02%	47,18%	41,23%

Tabla N°6; “Indicadores de Estructura Financiera Intermedia Longvie 2012-2014”,

Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

CALCULO Y FINANCIACIÓN DE LA NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO – Cifras en Miles de \$ Corrientes

NCT = ACTIVO CIRC - EXIG CÍCLICOS	127.751	149.557	172.445	279.259
S/ Vtas	32,1%	31,6%	29,3%	26,9%
NCT = FM + EXIG EXPRESOS	127.751	149.557	172.445	279.259
FM / NCT	92,89%	73,39%	79,39%	77,13%
EXIG EXPRESOS / NCT	7,11%	26,61%	20,61%	22,87%

Tabla N°7; “Cálculo y Financiación de Necesidad de Capital de Trabajo Longvie 2012-2015”,
Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

Estructura Intermedia

La necesidad de capital de trabajo se muestra estable durante 2012 y 2013 con un pequeño sesgo a la baja representando promedio un 31,85% sobre las ventas. Hacia 2014 y 2015 en cambio existe una disminución en la necesidad de capital de trabajo que se ubica en torno al 29,3% y 26,9% sobre ventas, pero con un crecimiento en términos absolutos –y por lo tanto con requerimiento de fondos por casi ciento siete millones de pesos.

En cuanto al modo en que se ha financiado la necesidad de capital de trabajo durante los últimos 4 años existe un cambio significativo luego de 2013. El capital de trabajo pasó de estar financiado en un 7,1% por recursos expresos a estarlo 26,6% y 20,6% en 2013 y 2014 respectivamente, y cerrando 2015 en un 22,87% por líneas de corto plazo expresas.

ESTRUCTURA DE CORTO PLAZO

SOLVENCIA – CAPACIDAD	2012	2013	2014	2015
ACT CIRC / PASIVO A CORTO PLAZO	2,52	1,79	1,89	1,70

-Guillermo Leonel Speranzoni-

ACT CIRC - STOCKS /
PASIVO A CORTO PLAZO

	1,23	0,81	0,84	0,85
--	------	------	------	------

ACT CIRC - STOCKS - CLIENTES /
PASIVO A CORTO PLAZO

	0,25	0,13	0,17	0,21
--	------	------	------	------

DISPONIBILIDADES /
PASIVO A CORTO PLAZO

	0,25	0,13	0,17	0,21
--	------	------	------	------

Tabla N°8; “Indicadores de Solvencia-Capacidad de Pago de Corto Plazo Longvie 2012-2015”,
Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

SOLVENCIA – PUNTUALIDAD

ROTACIONES GLOBALES

	2012	2013	2014	2015
--	------	------	------	------

ROTACIÓN GLOBAL DEL ACTIVO CIRCULANTE

VENTAS / AC

	2,02	1,90	2,03	1,98
--	------	------	------	------

Cant de Días

	181	180	180	184
--	-----	-----	-----	-----

ROTACIÓN GLOBAL DE STOCKS

CMV / STOCKS

	3,02	2,67	2,64	2,75
--	------	------	------	------

Cant de Días

	121	138	138	133
--	-----	-----	-----	-----

Tabla N°9; “Indicadores de Solvencia-Puntualidad de Corto Plazo Longvie 2012-2015”,
Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

Existe una disminución de liquidez o solvencia de corto plazo, que pasa de ser 2,5 en 2012 a ser 1,89 en 2014 y 1,70 en 2015 y es de consideración el grado de liquidez perdida según indicadores con mayor grado de acidez.

En materia de rotación y puntualidad la rotación global de activos circulantes se mantiene estable en el periodo 2012-2015 lo mismo que la rotación global de stocks, que muestra una leve tendencia a la baja.

Origen y Aplicación de Fondos 2012-2013

Durante el sub-periodo 2012-2013, se observan aplicaciones de fondos en el corto plazo por \$25.042.811.- mientras que en el largo plazo la cifra fue \$5.673.294.-

-Guillermo Leonel Speranzoni-

también en concepto de aplicación. Por tanto en valores absolutos se dio un aumento en la necesidad de capital de trabajo y el fondo de maniobra, lejos de contribuir financierarlo resultado negativo en más de \$5,6MM. Se hizo frente a ambas necesidades de fondos con recursos exigibles de carácter expreso.

Principales aplicaciones del sub periodo 2012-2013 (en miles de pesos):

Productos Terminados	34.344	33,87%
Edificio en Obra	28.923	28,52%
Ant. A Proveedores	9.969	9,83%
Clientes	8.647	8,53%
Matrices en Curso	7.100	7,00%

Principales orígenes de fondos del sub periodo 2012-2013 (en miles de pesos):

Préstamos Bancarios	30.716	30,29%
Capital Social	14.960	14,75%
Proveedores	14.377	14,18%
Anticipo de Clientes	8.475	8,36%
Préstamos Bancarios	7.606	7,50%
Amort. Acumulada	5.682	5,60%

Tabla N°10; “Principales Orígenes y Aplicaciones de Fondos Longvie 2012-2013”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

Origen y Aplicación de Fondos 2013 – 2014

En lo que al sub-periodo 2013-2014 respecta, se observan aplicaciones de fondos en el corto plazo por \$25.995.483.- mientras que en el largo plazo se da un origen de fondos por un total de 10.514.705.- por lo que en parte un excedente de recurso de largo plazo (crecimiento del fondo de maniobra) ha contribuido a cubrir necesidades de capital de trabajo, sin embargo se ha recurrido nuevamente a recursos de carácter expreso para cubrir 15.480.778.-

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Principales aplicaciones del sub periodo 2013-2014 (en miles de pesos):

Materias Primas	37.214	28,62%
Moldes y Matrices	28.338	21,79%
Maquinarias	16.999	13,07%
Clientes	15.968	12,28%
Amort. Acumulada	11.941	9,18%

Principales orígenes de fondos del sub periodo 2013-2014 (en miles de pesos):

Edificio en Obra	27.903	21,46%
Capital Social	17.781	13,67%
Productos Terminados	17.356	13,35%
Préstamos Bancarios	15.481	11,91%
Resultado del Ejercicio	14.346	11,03%

Tabla N°11; “Principales Orígenes y Aplicaciones de Fondos Longvie 2013-2014”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

Origen y Aplicación de Fondos 2014 – 2015

En lo que al sub-periodo 2014-2015 respecta, se observan aplicaciones de fondos en el corto plazo por \$94.566.718.- (donde se incluyen 37 millones que se encuentran en caja y contribuirán al pago de utilidades y cancelación de ON a vencer durante 2016) mientras que en el largo plazo se da un origen de fondos por un total de \$66.252.697.- por lo que en parte un excedente de recurso de largo plazo (crecimiento del fondo de maniobra) ha contribuido a cubrir necesidades de capital de trabajo.

Principales aplicaciones del sub periodo 2014-2015 (en miles de \$):

Clientes	85.123	31,01%
Productos Terminados	56.842	20,70%
Materias Primas	37.101	13,51%
Préstamos Bancarios (Lgo)	28.033	10,21%
Ant. A Proveedores	8.154	2,97%

-Guillermo Leonel Speranzoni-

Principales orígenes de fondos del sub periodo 2014-2015 (en miles de pesos):

Resultado del Ejercicio	72.831	26,53%
Pasivos Fiscales -otros-	41.534	15,13%
Proveedores	32.835	11,96%
Anticipo de Clientes	28.097	10,23%
Amort. Acumulada	15.759	5,74%

Tabla N°11; “Principales Orígenes y Aplicaciones de Fondos Longvie 2013-2015”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

Evolución Económica y Factores que Incluyen Sobre la Rentabilidad

Durante el periodo analizado las ventas en valores corrientes de la empresa han mostrado un incremento constante, pero el principal factor que explica el incremento ha sido siempre la suba, constante también, de precios como se puede observar en la tabla a continuación, entre los años 2012 y 2013 el incremento de precios explica en un 67% el crecimiento en ventas corrientes y las cantidades aunque incrementales presentan una incidencia mucho menor.

Entre 2013 y 2014 el efecto precio es tal que incluso compensa la caída en ventas y se observa cómo, en termino interanuales en el primer semestre del corriente año el fenómeno se repite y aunque el incremento en ventas es sensiblemente superior al ocurrido en los últimos años el de la suba en los precios de los productos explica en un 71% el incremento de ventas.

Var Vtas 2013 Vs. 2012			Var Vtas 2014 Vs. 2013			Var Vtas 2015-II Vs. 2014-II		
Absoluta	19%	%/Var Abs	Absoluta	24%	%/Var Abs	Absoluta	56%	%/Var Abs
En Cant:	6%	33%	En Cant:	-7%	-30%	En Cant:	16%	29%
En Pcio:	13%	67%	En Pcio:	32%	130%	En Pcio:	40%	71%

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Tabla N°12; “Evolución de Ventas y Efectos Precio y Cantidad - Longvie 2012-2015 (1° Semestre)”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

En una primera aproximación a la rentabilidad de la estructura económica de la firma, cabe señalar que la empresa discrimina como ingresos financieros los intereses cobrados por la financiación de productos a sus clientes (casas de electrodomésticos) y que a fines prácticos y por entender este tipo de ingresos como parte de la operación habitual de la firma será tratado como parte del margen de explotación. Así mismo las cuentas por cobrar que originan este ingreso requieren ser financiadas por Longvie y obviamente tienen un costo, por lo que en algunos puntos será de utilidad observar la posibilidad o no de traslado de este costo a clientes vía ese concepto en particular –los ingresos financieros por financiación-.

En el periodo analizado el margen de explotación ha crecido incesantemente con una fuerte aceleración en 2014 acentuada en 2015. Con una correcta absorción de costos estructurales que han pasado de ser 13,7% de las ventas en 2012 a 10,98% en lo que respecta al año 2015.

Los costos variables de producción pasaron de representar en torno al 76,43% promedio sobre ventas en 2012-2013 a ser del 69,29% en 2015, y es presumible que esta disminución en parte tenga que ver con la posibilidad de traslado de costos a precios acontecida en 2014 y 2015 –que se señaló en ocasión de señalar el efecto precio sobre el crecimiento en ventas de los últimos años.

Motivada principalmente por la evolución del beneficio de explotación la rentabilidad neta ha evolucionado favorablemente en los últimos años con respecto a 2012 ha tenido un crecimiento del 27% en 2014 y en términos interanuales en 2015

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

creció un 57,7%, para ubicarse en 10,16% sobre las ventas, en este último año motivado también por un descenso en los costos de financiamiento que caen con respecto al primer semestre de 2014 un 27%, para ubicarse en un 4,50% sobre el nivel de ventas.

Análisis de Crecimiento

Se pretende en este punto estimar el crecimiento potencial de la firma para 2016 a partir de la situación económico-patrimonial de la empresa a finales de 2015.

ANALISIS DE CRECIMIENTO para 2016 a partir de datos:	2015
NCT en Miles de \$	279.259
FONDO DE MANIOBRA en Miles de \$	215.402
EXPRESOS en Miles de \$	63.857
FONDO DE MANIOBRA	77%
RECURSOS EXPRESOS	23%
BENEFICIO RETENIBLE	93.294
VENTAS	1.036.229
F = NCT / VENTAS	26,95%
B = BFCIO NETO / VENTAS	9%
gp POTENCIAL DE CRECIMIENTO	50,15%

Tabla N°13; “Análisis de Crecimiento - Longvie 2015”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV.

A partir de los cálculos realizados y bajo los supuestos de que toda variable que afecta al crecimiento se mantiene constante según el modelo de Zimmer, Longvie presenta un crecimiento potencial hacia 2016 de 50,15% en materia de ventas sin afectar la situación patrimonial y financiera presentada a diciembre de 2015 y valiéndose de la autofinanciación como origen de fondos para cubrir nuevos requerimientos en materia de capital de trabajo.

CAPITULO 6: CONCLUSIONES DIAGNOSTICAS

Conclusiones Diagnósticas

Situación Patrimonial de Longvie SA a Diciembre 2015:

El Activo de la empresa se encontraba principalmente compuesto por circulante, destaca dentro del mismo no sólo un fuerte peso de stocks, sino también de cuentas por cobrar.

Existe un fortalecimiento de la posición en activos fijos producto de los desembolsos en Capex a lo largo del periodo estudiado con el fin de sustituir productos que antes se importaban como el caso de anafes y termotanques eléctricos, así como por la remodelación de planta que significó el acuerdo con Candy.

Para este tipo de inversiones en planta que tienden a realizarse en el mediano a largo plazo y que incluso suelen tener periodos de inmovilización total como se observa en 2013 en que tanto la planta en Catamarca como ciertas matrices estaban en curso y no generaban ingresos de efectivo, es esperable se cuente con fuentes de financiación no exigibles en el corto plazo.

En materia de activo circulante, se observa un peso relativo considerable de las cuentas por cobrar producto de la necesidad de otorgar financiamiento a las casas de retail como estrategia para lograr una presencia sostenida en el mercado, otorgando plazos de cobro que van desde los 55 a los 60 días.

Se hace efectivo un cambio en el mix de financiamiento con una presencia promedio mayor de fuentes de terceros en un 17% al 19%. Las fuentes exigibles (fondos de terceros), han pasado de financiar un 46,9% del activo en 2012, a hacerlo en un 55,5% en 2013, manteniéndose en torno a estos valores en 2014 como en el año 2015.

Se observa en el periodo un incremento considerable de inversión en activos fijos que no fue posible financiar con líneas de mediano o largo plazo. Tal decisión (o circunstancia) puede haber tenido que ver con falta de confianza en el curso de la economía y/o también con la incertidumbre sobre la evolución futura de tasas de interés.

En materia de endeudamiento de corto plazo; la situación actual dista de ser la del ejercicio económico 2012 en que las fuentes cíclicas de corto plazo representaban el 88,3% y solo se debía hacer uso de recurso expresos por poco más del 11% de las necesidades de fondos de corto plazo. Si bien no se tratarían de valores alarmantes, es una variable a seguir de cara a controlar que no se convierta esto en una tendencia hacia mayor presencia de fuentes de tipo expresas.

Hacia 2015 un crecimiento de fuentes cíclicas principalmente fiscales, mejoran la calidad del endeudamiento, y se observa un lógico incremento en los exigibles de corto plazo que pasan a ser de un 91,96% sobre el total de exigibles y que tiene su correlato en un activo circulante que representa más de un 85% del total de activos.

Durante el mismo año desacelera el proceso de inversión en activo fijo como consecuencia de la finalización de obra en Catamarca y consecuentemente las fuentes de largo plazo pierden peso relativo en la estructura de financiamiento.

Estructura de Largo Plazo

La empresa presenta un importante solvencia patrimonial otorgada por sus 3 plantas activas entre los bienes de uso de la firma y que debido a que no se ha hecho uso de la posibilidad de revaluar los valores de los bienes de uso, la información contenida en los estados contables no parece reflejar tal solvencia pero ello no quiere decir que no cuente con tal atributo muy deseable en los acreedores, principalmente de mediano y largo plazo.

Queda perfectamente reflejado en los EECC el peso de las matrices, los moldes y la maquinaria, los cuales si bien tienen una tendencia a la liquidez en menores plazos que los inmuebles y las plantas, requieren de fuentes de financiamiento que al menos permitan su cancelación en el mediano plazo.

Estructura Intermedia

Hacia 2014 y 2015 existe una disminución en la necesidad de capital de trabajo que se ubica en torno al 29,3% y 26,9% sobre ventas respectivamente, producto presumiblemente de los nuevos procesos adoptados y la nueva ingeniería de planta en la que la empresa ha venido invirtiendo en el periodo estudiado.

El deterioro sufrido por el fondo de maniobra a partir de la decisión de no tomar deuda a mediano plazo o bien de la imposibilidad de hacerlo, la mejora poco sustancial en la administración de capital de trabajo y la no voluntad de reinvertir el total de lo ganado durante 2014, mantiene a la empresa con la necesidad de acudir a recursos de

carácter expreso, sujetos a verificación crediticia, a re-pacto de condiciones, y generalmente a mayores tasas.

Hacia 2015, por la creciente generación de fondos propios vía resultados los capitales permanentes y con ellos el fondo de maniobra crece en forma nominal un 57% lo que no es suficiente para cubrir el crecimiento de activo circulante y acaba por ser compensado con fondos cíclicos principalmente de origen fiscal sin necesidad de recurrir como en años anteriores a crecientes niveles de deuda de carácter expreso – quedando esta última en valores relativos similares a 2014-

Estructura de Corto Plazo

Existe una pérdida de liquidez corriente en el periodo analizado, lo que se constituye como una variable a controlar a partir de este punto, visto que también es de consideración el grado de liquidez perdida según indicadores con mayor grado de acidez.

La rotación global de activos circulantes se mantiene estable en el periodo 2012-2015 lo mismo que la rotación global de stocks, que muestra una leve tendencia a la baja producto de mayores volúmenes de materias primas en stock, fenómeno que pueda estar siendo provocado por la incorporación de nuevas líneas de productos que anteriormente se importaban o bien de cara a la puesta en marcha de la totalidad del proyecto Candy y consecuente funcionamiento de la planta de Catamarca a su nueva capacidad, fenómeno sobretodo observado en 2014, y que en 2015 se ha visto normalizado.

La Rentabilidad

Existe un importante efecto precio que repercute sobre el incremento de ventas, Es destacable como el incremento de precios en el periodo 2012-2013 es inferior en relación a lo ocurrido en los otros sub-periodos estudiados, esto tiene que ver según señala la misma empresa con una necesidad de cuidar la cuota de mercado, lo que le impidió por temor a la pérdida de market share trasladar el fuerte aumento de costos del que venía siendo objeto. Por otro lado durante 2013 existió un sistemático control por parte del gobierno nacional sobre los precios del sector fenómeno que puede haber repercutido también.

La situación se revierte hacia 2014 y 2015 con el resurgimiento de planes largos de financiación con tarjetas de crédito fomentado por el gobierno con tarjetas de crédito, e incluso el plan canje de electrodomésticos como lavarropas y heladeras de principios de 2015.

Se observa una evolución favorable, e incesante crecimiento de los márgenes de explotación en el periodo estudiado gracias a una correcta absorción de costos estructurales que han pasado de ser 13,7% de las ventas en 2012 a 10,98% en lo que respecta a 2015, pero por encima de este correcto funcionamiento del apalancamiento operativo, la principal razón es la caída relativa en los costos variables de fabricación.

La tendencia decreciente de estos ultimo ha sido gracias a la mayor productividad lograda tras el cumulo de inversiones que significó el acuerdo con la empresa Europea Candy y que ha significado un mayor nivel de automatización que queda plasmado en la caída del costo de mano de obra en relación a ventas.

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Como corolario la firma ha generado fondos para atender a sus vencimientos de corto plazo y al incremento en el Capital de Trabajo que le requiere el positivo avance del nivel de ventas. Observado el modelo de Zimmer de mantenerse las perspectivas y la política de reinversión actual, Longvie podría afrontar de forma legítima sin necesidad de fondos externos de carácter expreso un 50% de crecimiento en el volumen de ventas.

Factores que Explican la Rentabilidad

2012-2013: la rentabilidad final sobre ventas se reduce un 1% de 12,8% a 12,6%; si bien el rendimiento (rtido de explot sobre act funcionales) se ubicó en 18,2% en 2013 habiendo crecido un 7,4% gracias principalmente a los ingresos obtenidos por intereses cobrados a clientes que incrementaron el margen de explotación que lo contempla, ya que analizado este último sin ese efecto sufre una disminución por la imposibilidad de traslado a precios de costos variables y disminución en la rotación de activos circulantes que no fue compensada por la mejora en rotación de activos fijos y por la correcta absorción de los mismo. El apalancamiento financiero fue negativo con valor en torno a 0,62 empeorando la situación de 2012 en que el índice había arrojado un valor de 0,75; si bien el nivel de endeudamiento se mantuvo apenas por debajo de lo observado en 2012 (1,18 en 2013 vs 1,20 en 2012), los resultados financieros han castigado con mayor intensidad el resultado neto total, esto tiene su principal explicación en una relación negativa entre la tasa pagada por la empresa a terceros (promedio en 2013 de 27,6%) y el rendimiento de los activos funcionales (18,2% para 2013), esta relación era aún peor en 2012 pero en 2013 el impacto sobre la rentabilidad final es superior debido a la imposibilidad de trasladar a precios este costo financiero.

Por último se observa que no fue suficiente el incremento en el apalancamiento de deudas no financieras para contra restar el efecto negativo de la palanca financiera.

2013-2014: la rentabilidad final sobre ventas se incrementa sustancialmente un 46%, 18,4% vs 12,6% del año anterior; si bien en 2014 el efecto palanca financiera continúa siendo negativo (aunque con leve mejoría) debido a la relación negativa entre el rendimiento de los activos (22,3%) y el costo promedio al que se endeuda la empresa (35,9%), el primero es tan sensiblemente superior (+22,3%) a otros años que no es contra restando ni mucho menos por el segundo generando el impacto positivo sobre la ganancia de los accionistas.

El incremento se origina en un crecimiento en el margen (resultado de explotación sobre ventas) explicado principalmente por factores netamente operativos y a diferencia del sub periodo anterior una importancia relativa notablemente inferior de los ingresos por intereses comerciales percibidos; entre los factores operativos señalados destacan el hecho de que la incidencia de los costos variables sobre las ventas en 2014 ha sido del 78,2% (3,7 puntos porcentuales menos que en 2013), por lo que se ha conseguido trasladar tales costos a precios y existe una mejora del 6,3% en la rotación de circulante que se ve contra restada por la fuerte incorporación de activos fijos que hace caer la rotación de los mismos por lo que se estima no se ha logrado una cantidad suficiente de ventas como para lograr una eficiencia acorde a la nueva configuración de planta.

2014-2015: la rentabilidad final sobre ventas se incrementa sustancialmente un 107%; en 2015 el efecto palanca financiera se vuelve neutro lo que significa una

importante mejora con respecto a 2014 debido principalmente a la menor incidencia relativa del costo de endeudamiento, ya que este último estuvo principalmente compuesto en el periodo por préstamos financieros que fueron tomados en condiciones favorables previo la incertidumbre de los últimos meses de 2015 y con un peso significativo de Obligaciones Negociables.

El principal driver que actúa sobre el crecimiento en el margen final de rentabilidad es el crecimiento en el resultado de explotación sobre ventas explicado principalmente por factores netamente operativos, entre los que destacan: el hecho de que la incidencia de los costos variables sobre las ventas en 2015 ha sido del 74,5 % (3,7 puntos porcentuales menos que en 2014), por lo que se ha conseguido trasladar tales costos a precios y existe una disminución del 10% en la incidencia de costos fijos y una notable mejora en la rotación del activo fijo producto de una mayor productividad que fue posible gracias a las inversiones de los últimos años.

Estructura de deuda estimada a Diciembre de 2015

Si se analiza el endeudamiento financiero de la firma a diciembre de 2015 desglosado el mismo por tipo de línea y por lo tanto por tasa que la empresa paga por los fondos de terceros se observa que el instrumento con mayor peso relativo son las líneas bancarias a tasa de mercado con un peso relativo del 27%, seguido de muy cerca por la cesión de valores con el 26% y la ON que representan el 21% de los fondos obtenidos del sistema financiero.

En la Tabla 14 se observa también como convenientes las tasas de las líneas prendarias e hipotecarias, pero tal aspecto obedece a la fecha de la cual datan los

préstamos (2011, 2012, principios de 2013), momento en el cual las tasas en general fueron sensiblemente inferiores las vigentes. Por otra parte sería claramente conveniente la tasa de inversión productiva, la misma es una línea de préstamo bancaria de entre 4 y 5 años de plazo que ha estado disponible en sucesivas ediciones desde 2012 y que ha sido posibilitada por una decisión política de incitar a los bancos a prestar parte de sus fondos líquidos a una tasa que ha rondado entre el 15% y 22% pero que en 2015 ha sido enfocada poniendo prioridad a empresa de menor tamaño que Longvie, y de la cual surgen dudas respecto de su continuidad durante el actual gobierno nacional.

Entre los tres tipos restantes de líneas utilizadas, sin dudas la de menor costo son las obligaciones negociables, que presentan una tasa sensiblemente menor a las de cesión de valores como se observa claramente en 2014 y mucho más si se las compara con respecto a las líneas tomadas a tasa de mercado, a las que la empresa recurre asiduamente para cubrir necesidades de fondos siempre a corto plazo y que son aquellas a las que el presente trabajo hace alusión como las “líneas de carácter expreso”. Se señala que en 2015 la tasa que se presenta en el Tabla 14 para las ON es la corriente a la fecha del presente trabajo compuesta por Badlar mas tasa de emisión de las mismas comparadas contra tasas de mercado del momento en que fueron tomadas las líneas de mercado y aun así es favorable.

Si bien la tasa de mercado es fija durante el plazo del préstamo, por tratarse de líneas de corto plazo para capital de trabajo justamente son superiores a las que se pactan en los mercados de valores y a plazos de entre 6 y 12 meses periodo tras el cual las instituciones bancarias tras nuevo análisis de crédito definen acompañar o no con nuevos préstamos y en diferentes condiciones. Por su parte las ON están normalmente

atadas a un coeficiente variable Badlar -tasa de depósitos a 30 días en plazos fijos por más de un millón de pesos- que es, por ser una tasa pasiva y prácticamente sin riesgos de repago, sensiblemente inferior a la de préstamos bancarios a tasa de mercado.

Tipo de Línea agrupadas por tasa	2014	%	Tasa	Ponderado	2015	%	Tasa	Ponderado
Totales en Miles de \$ Ctes	111.553	1,00			131.521	1,00		
Autocancelable*	20.265	0,18	26,90%	0,049	33.756	0,26	29,30%	0,075
Tasa de Mercado	17.187	0,15	30,92%	0,048	35.280	0,27	29,53%	0,079
Inv. Productiva	16.421	0,15	17,11%	0,025	18.477	0,14	17,10%	0,024
Hipotecario	16.611	0,15	15,71%	0,023	13.544	0,10	15,71%	0,016
Prenda	4.990	0,04	15,38%	0,007	3.373	0,03	18,67%	0,004
O. Negociables I								
O. Negociables II	36.079	0,32	22,07%	0,071	27.090	0,21	28,16%	0,058
				22,3%				25,7%
				31,0%			CFT:	35,4%

* promedio anteriores 4 datos trimestrales para evitar estacionalidad

Tabla N°14; “Composición de Deuda Financiera – Longvie a Dic-2014/Dic-2015”, Elaboración Propia en base a EECC Certificados Auditados Presentados en CNV y Estadísticas BCRA.

Pero el interés, si bien es el más relevante de los costos de financiamiento, no es el único. Como muestra la siguiente tabla existe una importante carga en concepto de “impuestos, tasas y contribuciones” dentro de los gastos de tipo financiero, variable esta que presenta una importante correlación con el nivel de ventas en los últimos años representando en promedio de los últimos 4 periodos un 1,38% en términos de ventas, y que tiene un peso de hasta el 70% sobre la carga financiera total.

Carga Financiera – Composición	2014	%	2015	%
Total en Miles de \$ Ctes	34.553	100%	46.613	100%
Int. Bcos / Financiera	23.843	69%	26.978	58%
Imp, Tasas y Contrib	8.097	23%	13.426	29%
Com. Y Gastos Brios	1.478	4%	1.633	3,5%
Dif de Cambio	1.055	3%	4.497	9,5%
Otros	79	0%	77	0%

Comportamiento de los Imp, Tasas y Contribuciones

	2012	2013	2014	2015
Monto:	5.802	6.599	8.097	13.426

-Guillermo Leonel Speranzoni-

Fortalezas:

1. Marca reconocida en el mercado y con importante trayectoria –fundada en 1939-.
2. Nivel de solvencia que presta su activo fijo; tres plantas activas entre sus bienes de uso.
3. Alto nivel de inversiones realizado en el último año ha generado mejoras en la productividad a través de automatización de procesos.
4. Acuerdo comercial con empresa de primera línea europea hasta diciembre de 2024.

El carácter de socios y la marca desarrollada a través de los años son sin dudas dos de los puntos fuertes de Longvie, la presencia en el mercado de la familia fundadora hasta el día de hoy trasmite confianza y asegura un conocimiento de la industria y los *stakeholders* conseguido a través de los años.

Por otro lado el hecho de ser propietario de las tres plantas en donde opera brinda a la empresa un respaldo patrimonial de consideración, valorado también por potenciales acreedores.

Oportunidades:

1. Boom de edificios sin gas y tendencia hacia artefactos de cocción eléctricos.

2. Posibilidad de colocar producción en el mercado externo en caso de una mejora en los términos de intercambio que pueda conseguir el nuevo gobierno.
3. Repunte de la industria de construcción, el cual ha crecido sostenidamente en tercer y cuarto trimestre de 2014 (1,1% y 1,8% respectivamente) y primer y segundo trimestre de 2015 (5,3% y 10% respectivamente) siempre comparado en forma interanual, y de la se espera sea la primera en reactivar, tal la historia económica reciente lo demuestra tras la recuperación de los sectores exportadores, principalmente el agro.
4. Mercados internacionales que se puedan abrir producto del acuerdo con Candy Hoover.

Las oportunidades identificadas señalan la necesidad de lograr incrementos en la productividad de cara a lograr provecho de las mismas, lo que trae aparejado inversiones y copia de mejores prácticas, ya que industrias extrajeras se presumen más productivas por la amenaza que significan para la local.

Debilidades:

1. Disminución en el fondo de maniobra avanzando hacia una estructura de financiamiento menos sólida y holgada que en periodo anteriores.
2. El sostenimiento de las ventas tiene relación a la financiación otorgada a sus cliente que son principalmente cadenas con fuerte poder de negociación
3. Apalancamiento financiero con efecto negativo o neutro.

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

4. Vista la existencia de recursos expresos de corto plazo financiando activos fijos, existe una exposición a variación en las tasas de interés.
5. Se observa en el periodo 2012-2015 un cambio en el mix de financiamiento, ganando peso fuentes de terceros, con concentración en líneas de corto plazo y un crecimiento principalmente en recursos de carácter expreso, mejorando en este último aspecto hacia 2015.

Atento a las debilidades identificadas, es posible que centrando la atención en reconstituir el Fondo de Maniobra se consiga devolver a la firma mayores niveles de solidez.

El apalancamiento con efecto negativo por su parte genera ineficiencias en el uso de recursos y permite presumir que un nivel menor en el mismo mejoraría la rentabilidad final o reduciría el impacto frente a un escenario negativo –una de las amenazadas señaladas-.

La presencia de montos significativos y crecientes de recursos expresos y el nivel exposición que los mismos representan, presenta una oportunidad de proponer una línea a mediano plazo y a menores tasas con la premisa de mejorar métricas de apalancamiento y devolver una posición holgada a la estructura de financiamiento.

Amenazas:

1. Periodos de estancamiento económico o recesión tienen un impacto negativo más que proporcional en la actividad de la empresa.

2. Cotización del dólar estadounidense tiene impacto sobre costos vía insumos importados u otros de origen nacional pero fijados a precio dólar.
3. Potenciales modificaciones en política de importaciones que puedan generar el ingreso de competencia internacional al mercado doméstico.

Como apunta en este apartado las amenazas están principalmente relacionadas a la política oficial en materia de tipo de cambio y comercio exterior. Longvie es por excelencia una firma enfocada al mercado local, con insumos que en parte son importados o con precios fijados en dólares y cuyos competidores a nivel regional son empresas multinacionales con ventajas competitivas, lo que viene provocando una dependencia al proteccionismo por parte del gobierno nacional y colocando a la empresa en una posición en la cual cambios en cualquiera de las variables mencionadas significarían un gran desafío y posiblemente una necesidad de reconfigurar procesos.

Capítulo 7:
OBJETIVOS DE LA PROPUESTA
DE
APLICACIÓN PROFESIONAL

A partir del diagnóstico presentado, vista la fuerte dependencia a deudas bancarias de corto plazo, y el negativo efecto palanca que se observó oportunamente, así como la necesidad operativa de la empresa de acceder a recursos para la financiación de capital de trabajo –principalmente por los elevados niveles de cuentas por cobrar- se plantea la hipotética colocación de ON para dar salida a la firma de las líneas de corto plazo bancarias en tres diferentes escenarios macro y micro económicos.

Buscando establecer e implementar una alternativa diferente de financiamiento, frente a estos escenarios y estimada una mayor probabilidad de la situación menos favorable a partir de datos de las principales consultoras y organismos internacionales en términos de crecimiento económico y contexto externo, y con el afán de fortalecer la situación económico financiera de la empresa, se presentan a continuación los objetivos de la propuesta profesional.

Objetivos de la Propuesta de Aplicación Profesional

1. Diagnosticar escenario macro y micro económico a Marzo de 2016.
2. Definir características de Emisión de Obligaciones Negociables y todos los detalles de la operación prevista a Julio de 2016.
3. Desarrollar estrategias de financiamiento mediante Obligaciones Negociables a partir de Julio 2016 obteniendo para Longvie una nueva estructura financiera.
4. Cuantificar los beneficios de la utilización de Obligaciones Negociables, mediante indicadores y sus variaciones con respecto a Diciembre 2015.
5. Concluir respecto de la conveniencia o no de la utilización de las obligaciones negociables bajo diferentes tipos de escenarios.

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Fundamentación de los objetivos de la propuesta

La propuesta profesional se fundamenta principalmente en la identificación de una situación económico financiera a la que la empresa Longvie SA había arribado tras años de focalizar sus esfuerzos de gestión en la modernización y ampliación de su planta en Catamarca y su capacidad productiva, sin atender –por decisión expresa o imposibilidad- al tipo de financiamiento utilizado. Estresando, como se señalara en la etapa diagnóstica, ratios de liquidez y destruyendo valor mediante un apalancamiento financiero negativo.

Por otra parte existe además un fundamento de origen teórico, ya que si bien el financiamiento mediante Obligaciones Negociables presenta según señala la bibliografía características deseables en un instrumento de financiación, una vez aplicado en un caso concreto así mas no sea a través de una simulación como se propone en el presente trabajo, puede ocurrir que se arribe a distintas conclusiones según el contexto que se contemple así como según sea el mix de financiamiento que la empresa ponga en práctica.

Se espera, por tanto, con la colocación de ON en reemplazo de deuda financiera de corto plazo, una disminución del costo financiero total de endeudamiento de manera de que el mismo opere por debajo de 37,2% (ROIC a Diciembre 2015) consolidando valores de apalancamiento financiero por arriba de 1, a la vez que se consigue un ahorro de fondos con respecto a la alternativa utilizada actualmente.

Estrategias para alcanzar los objetivos plateados

1. Estrategia de análisis de variables económicas de primer trimestre 2016 para la posterior segmentación de la emisión e distintas etapas.
2. Estrategia de relevamiento y conocimiento de las características de las emisiones de Obligaciones Negociables por parte de Longvie S.A. y análisis de normativa vigente.
3. Estrategia de despliegue de tres posibles escenarios con sus consiguientes alternativas de emisión.
4. Estrategia de cotejo de CFT de colocación de ON contra CFT de préstamos a tasas de mercado de corto plazo.
5. Comunicación adecuada de la propuesta de ON Longvie tendiente a lograr tasas bajas y convenientes.

CAPITULO 8:
ASPECTOS ESPECIFICOS DE LA PROPUESTA

Aspectos Específicos de la Propuesta

Diagnóstico Macro y de la Industria

Plasmado en el Análisis de Datos, se hizo utilización de herramientas tales como como el Análisis PEST y las 5 Fuerzas de Porter como estrategia para análisis del sector y la macro.

A marzo de 2016 se enfrenta un escenario aún un tanto incierto en materia de política económica que afecta a todos los agentes, incluso la industria de línea de blanco en forma directa.

Por un lado existen políticas claras de restricción de ciertos productos importados, como medio para favorecer la industria nacional, entre los que se encuentran aquellos que constituyen la actividad principal de Longvie.

Existen además señales tendientes a mejorar el clima de negocios permitiendo una mayor discrecionalidad en manejo de precios por parte de las empresas y una economía de mercado, tales como la vuelta a un único y libre mercado de cambios, la derogación de régimen de información sobre precios, la laxitud permitida a las instituciones financieras de regular tasas en base al mercado y a sus necesidades.

Por otra parte, se enfrenta a la fecha un elevado nivel de tasas de interés, validadas por el Banco Central de la República Argentina como medio para controlar la demanda de dólares, cuya cotización se ve influenciada por la creciente inflación y la tendencia a la nivelación de precios relativos.

La inflación creciente –cuyas razones se encuentran, en la liberación del mercado cambiario, el ajuste fiscal, en el reacomodamiento de precios relativos, e incluso en especulación misma- y las elevadas tasas de interés, podrían ocasionar una disminución en el grado de actividad económica, lo que es sumamente perjudicial para una industria sensible al ciclo económico como se ha demostrado lo es la línea blanca.

Existen por parte de organismos internacionales y como se ha señalado ya en este trabajo perspectivas negativas respecto de la evolución de la demanda agregada, con caída estimada en el PBI de hasta el 1% para el año 2016.

Así mismo, de cara a un inminente acuerdo con deudores internacionales existen perspectivas de retorno a mercados internacionales de crédito que posibilitaría la reactivación de la demanda agregada mediante la variable inversiones.

En principio con las variables de tipo de cambio actual y la política de apertura económica demostrada, serían los productores de bienes transables y aquellas empresas ligadas a tal cadena los principales beneficiados.

El Proceso de Emisión de ON

La empresa comienza por contactar a un estructurador, quien guía a la firma en el proceso, generalmente se trata de bancos con los cuales la empresa ya opera y que reconocen también un beneficio en el hecho de disminuir la línea tomada en la institución financiera por parte de la colocadora (Longvie S.A. en este caso).

Mediante una reunión extraordinaria de directorio se da aprobación a la nueva serie, habiendo a este punto ya interactuado el área de finanzas y los abogados de la

firma con el estructurador para transmitir las necesidades puntuales respecto de los fondos demandados y del flujo de desembolsos que pretende la empresa, aportando por su parte el estructurador su visión de mercado respecto a la viabilidad de la colocación.

Ultimados los detalles el directorio da la aprobación definitiva a la serie en cuestión, tras redactar el prospecto (en este caso, puesto que se supone una emisión dentro de una programa global se trata de un prospecto suplementario).

El proceso de emisión de obligaciones en el mercado de valores es eminentemente de corte legal, las presentaciones en la CNV del suplemento de la serie donde se detallan la características de la emisión y demás respuestas a los requisitos legales son en esencia trámites de tipo legal, llevados en parte adelante por los equipos legales encargados de la estructuración perteneciente al banco y los abogados propios de la empresa.

El prospecto es un documento puesto a disposición de los potenciales inversores que ofrece información de la empresa, proyecciones, trayectoria, detalles de la emisión en particular, forma de pago amortización y renta, moneda régimen impositivo.

Características del programa de emisión de ON:

Monto Máximo: hasta U\$D 10.000.- o equivalente en otras monedas; en ningún momento el monto en circulación puede exceder tal valor.

Oferta: podrá realizarse en argentina y en el exterior conforme se exprese en el suplemento de precio de la serie correspondiente.

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Forma y Denominación: serán nominativas no endosables, y podrán ser emitidas en forma caratular o escritural, representadas por certificados globales o definitivos, y con denominaciones a ser determinadas oportunamente, según se establezca en cada Suplemento de Precio.

Clases, Otras Emisiones: se emitirán en Clases que podrán dividirse a su vez en una o más Series. Cada Clase y/o Serie de Obligaciones Negociables se emitirá conforme los términos de un Suplemento de Precio que describirá las condiciones específicas aplicables a cada Clase

Monedas: podrán ser en dólares o pesos, o cualquier otra moneda según suplemento de precio correspondiente a la clase.

Precio de Emisión: podrá tratarse de precio nominal, con descuento o prima; según suplemento de precio de la clase en particular.

Rango y Clasificación: constituirán obligaciones negociables simples, no convertibles en acciones, a corto, mediano o largo plazo, con o sin garantía, subordinadas o no . Constituirán obligaciones generales, incondicionales y no garantizadas de Longvie y tendrán en todo momento igual grado de privilegio, sin preferencia alguna entre sí, que todas las demás obligaciones no garantizadas y no subordinadas, actuales o futuras.

Duración del Programa: 5 años a partir de la autorización por parte de CNV.

Intereses: podrán emitirse en base a una tasa fija o variable de interés, o estar sujetas a cualquier otro mecanismo para la fijación del interés que se establezca en el Suplemento de Precio respectivo.

Colocación y Adjudicación: según serie en particular.

Agente de Pago: Caja de Valores o quien designe el suplemento de precio de la serie en particular.

Rescate a Opción de la sociedad: La Sociedad podrá optar por rescatar las Obligaciones Negociables en forma total o parcial siempre que se establezca dicha posibilidad en el Suplemento de Precio correspondiente y de conformidad con los términos y condiciones que se especifiquen en el mismo. El rescate anticipado parcial se realizará respetando el principio de trato igualitario entre obligacionistas.

Listado/Negociación: podrá solicitar el listado y/o negociación de las Obligaciones Negociables de una o más Clases y/o Series en bolsas de comercio, mercados de valores y/o entidades locales o del exterior.

Gastos: a cargo del emisor, salvo aclaración al respecto en correspondiente suplemento de precio.

Ley Aplicable y Jurisdicción: se emitirán conforme a la Ley de Obligaciones Negociables y las demás leyes y reglamentaciones vigentes en la Argentina a la Fecha de Emisión de cada Clase y/o Serie. Toda controversia que se suscite en relación con dichas Obligaciones Negociables quedará sometida, en lo que respecta a la Sociedad, a

la jurisdicción exclusiva de los tribunales comerciales competentes con asiento en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina; los inversores podrán acudir al Tribunal Arbitral de la BCBA, por las reglas de arbitraje de derecho de conformidad con lo dispuesto en el artículo 46 de la Ley de Mercado de Capitales.

Destino de los Fondos: El producido neto recibido por la Sociedad de la venta de las Obligaciones Negociables se aplicará para inversión en 19 activos físicos y/o la integración de capital de trabajo dentro de la Argentina, y/o para la refinanciación de pasivos, de conformidad con lo establecido por el art. 36 de la Ley de Obligaciones Negociables, y según se especifique en el correspondiente Suplemento de Precio.

Fiduciarios y Otros Agentes: podrá designar fiduciarios u otros agentes en relación con cada Clase de Obligaciones Negociables. El correspondiente Suplemento de Precio especificará los términos de los acuerdos que hubiere suscripto la Sociedad con los mismos así como el nombre y las direcciones de dichos agentes.

Calificación de Riesgo: El Programa no posee calificación de riesgo. La Sociedad ha decidido que podrá calificar cada Clase y/o Serie de Obligaciones Negociables a ser emitidas bajo el Programa de conformidad con la normativa aplicable y según se establezca el Suplemento de Precio aplicable.

Si bien cada serie de obligaciones negociables requiere permiso de oferta pública y la autorización de listado en el mercado, cuando la emisión se realiza en el marco de un programa global, serán menores los pasos para autorizar cada serie y se presentará un prospecto reducido en cada emisión, con la posibilidad de realizar la colocación de las series en el momento más adecuado del mercado.

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Decidida la emisión mediante aprobación de la asamblea se procede a presentar a la Comisión Nacional de Valores:

1. Copia del acta de la asamblea que haya decidido la emisión, así como de la reunión del órgano de administración que completare las condiciones del empréstito por delegación de aquella, dicha acta deberá contener según señala el artículo 10 de la ley 23.576 (ley de obligaciones negociables) los siguientes datos:
 - a. Fecha de las asambleas y reunión del órgano de administración en su caso, en que se haya decidido el empréstito y sus condiciones de emisión;
 - b. La denominación de la emisora, domicilio, fecha y lugar de constitución, duración y los datos de su inscripción en el Registro Público de Comercio u organismo correspondiente;
 - c. El objeto social y la actividad principal desarrollada a la época de la emisión;
 - d. El capital social y el patrimonio neto de la emisora;
 - e. El monto del empréstito y la moneda en que se emite;
 - f. El monto de las obligaciones negociables o debentures emitidos con anterioridad, así como el de las deudas con privilegios o garantías que la emisora tenga contraídas al tiempo de la emisión;
 - g. La naturaleza de la garantía, si las hubiera;
 - h. Las condiciones de amortización;
 - i. La fórmula de actualización del capital en su caso, tipo y época del pago del interés;
 - j. Si fueren convertibles en acciones la fórmula de conversión, así como las de reajuste en los supuestos de los artículos 23 inc. b), 25 y 26 de la presente ley y la parte pertinente de las decisiones de los órganos de gobierno y de administración en su caso, referentes a la emisión.

Se deberá hacer mención además al destino de los fondos del empréstito, conforma artículo 2 de la LON; y la forma y el plazo de colocación e integración.

La emisora deberá elaborar un aviso que publicará en Boletín Oficial por UN (1) día, quedando constancia del contenido del mismo en el organismo de control respectivo, y se inscribirá en el Registro Público con la información precedente.

2. contrato de convenio, con institución intermediaria, si la hubiera, por el que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación total.
3. se debe adjuntar copia del suplemento de prospecto de la serie

Atento a este punto las condiciones de emisión propuestas a modo de ejemplo son las siguientes –tomando como base condiciones marco de la Serie I y Serie II-:

Emisora	Longvie S.A.
Organizador	A designar.
Colocador	A designar.
Clase	III
Monto	El monto total máximo de la emisión será de hasta \$30.000.000 lo que debe ser refrendado en acta de asamblea por las autoridades de la empresa.
Fecha de Emisión	Es aquella fecha en la que se emitan las Obligaciones Negociables, la cual tendrá lugar dentro de los tres (3) días hábiles bursátiles siguientes al último día del Período de Licitación Pública y que será informada en el Aviso de Resultados.
Fecha de Liquidación	Es aquella fecha en la cual los inversores deberán integrar las Obligaciones Negociables adjudicadas, la cual tendrá lugar dentro de los tres (3) días hábiles bursátiles siguientes al último día del Período de Licitación Pública y que será informada en el Aviso de Resultados.
Precio de Emisión	Cien por ciento (100%) del valor nominal (a la par)
Denominaciones	\$1 (Pesos uno) y montos superiores que sean múltiplos enteros de \$1 (Pesos uno)

Unidad Mínima de Negociación	\$1 (Pesos uno)
Monto Mínimo de Suscripción	\$1000 (Pesos mil) y múltiplos de \$1 (Pesos uno) por encima de dicho monto
Moneda de Suscripción y Pagos	Pesos
Forma de las Obligaciones Negociables	Las Obligaciones Negociables estarán representadas en un certificado global a ser depositado en Caja de Valores S.A. (“Caja de Valores”) de acuerdo a lo establecido por la Ley N°24.587 de Nominatividad de los Títulos Valores Privados.
Fecha de Vencimiento	Será el día que se cumplan veintiún (21) meses desde la Fecha de Emisión.
Amortización	El capital de las Obligaciones Negociables será amortizado mediante siete (7) pagos consecutivos, por un monto igual al 14% del valor nominal cada uno de los primeros 6, y un 16% del valor nominal en el pago número 7. Los pagos de capital serán realizados en los meses 3, 6, 9, 12, 15, 18, 21 contados desde la Fecha de Emisión, en las fechas que sean un número de día idéntico a la Fecha de Emisión pero del correspondiente mes, siempre y cuando ese día fuera un Día Hábil, si no lo fuera, el pago correspondiente será efectuado el Día Hábil inmediatamente posterior.
Intereses	Las Obligaciones Negociables devengarán intereses (los “Intereses”) sobre el saldo de capital impago bajo las mismas, desde la Fecha de Emisión hasta la Fecha de Vencimiento.
Tasa de Interés	Los Intereses se devengarán a una tasa de interés variable anual, que será la suma de (i) la Tasa de Referencia (según se define más abajo) más (ii) un Margen de Corte (según se define más abajo). La Tasa de Interés será calculada para cada Fecha de Pago de Intereses (según se define más abajo) por el Agente de Cálculo (según más abajo se define).
Tasa de Referencia	Será el promedio aritmético simple de la tasa de interés para depósitos a plazo fijo de más de \$1.000.000 (Pesos un millón) por períodos de entre treinta (30) y treinta y cinco (35) días de plazo de bancos privados de Argentina publicada por el BCRA (la “Tasa BADLAR Privada”), durante el período que se inicia el séptimo Día Hábil anterior al inicio de cada Período de Devengamiento de Intereses y finaliza el séptimo Día Hábil anterior a la Fecha de Pago de Intereses correspondiente. En caso de que la Tasa BADLAR Privada dejare de ser informada por el BCRA, se tomará: (i) la tasa sustituta de la Tasa BADLAR Privada que informe el BCRA o (ii) en caso de no existir o no informarse la tasa sustituta indicada en (i) precedente, el Agente de Cálculo calculará la Tasa de Referencia, considerando el promedio de tasas informadas para depósitos a plazos fijo de más de \$1.000.000 (Pesos un millón) por períodos de entre treinta (30) y treinta y cinco (35) días de plazo de los cinco (5) primeros bancos privados de Argentina. A fin de seleccionar los cinco (5) primeros bancos privados se considerará el último

	informe de depósitos disponibles publicados por el BCRA.
Margen de Corte	Es la cantidad de puntos básicos (expresada como porcentaje nominal anual) adicionado a la Tasa de Referencia. El mismo será determinado luego del cierre del Período de Licitación Pública y antes de la Fecha de Emisión e informado mediante el Aviso de Resultados. Dicha determinación será efectuada sobre la base del resultado del procedimiento de adjudicación de las Obligaciones Negociables.
Período de Devengamiento de Intereses	El primer Período de Devengamiento de Intereses es el comprendido entre la Fecha de Emisión y la primer Fecha de Pago de Intereses, incluyendo el primer día y excluyendo el último día.
Pago de Intereses	Los Intereses se pagarán por período vencido de forma trimestral, en las fechas que sean un número de día idéntico a la Fecha de Emisión pero del correspondiente mes.
Base para el Cálculo de Intereses	Cantidad de días transcurridos sobre la base de un año de trescientos sesenta y cinco (365) días.
Rango	Las Obligaciones Negociables constituirán obligaciones simples, no convertibles en acciones, directas, incondicionales, no subordinadas y no garantizadas de Longvie y en todo momento tendrán igual prioridad de pago que todas sus demás deudas no garantizadas y no subordinadas, presentes y futuras (salvo las obligaciones que gozan de preferencia por ley).
Sistema de Colocación	Las Obligaciones Negociables serán adjudicadas mediante subasta pública ciega - de ofertas selladas, de conformidad con la Normas.
Destino de los Fondos	El producido neto de la colocación de las Obligaciones Negociables será destinado a la cancelación de pasivos bancarios.
Listado/Negociación	La Emisora podrá solicitar que las Obligaciones Negociables listen en la BCBA o sean admitidas al régimen de negociación en el MAE o en cualquier otra bolsa de comercio y/o mercado de valores en Argentina o en el exterior.
Agente de Cálculo	Longvie S.A.
Agente de Liquidación	A determinar.
Fiduciario	No se prevé en esta emisión de Obligaciones Negociables la designación de un fiduciario.
Calificación de Riesgo	Longvie SA opera habitualmente con Moody's Latin América, se supone misma calificación vigente a la fecha "Baa2.ar".
Tabla N°16; "Resumen de Características Potencial Emisión de Serie 3 ON – Longvie SA ", Elaboración Propia en base a Prospectos Anteriores y Ultimas Emisiones en Merval.	

El mercado recibirá de parte de la CNV el prospecto del cual dará publicidad, y resolverá respecto de la solicitud de listado, notificando a la sociedad y a la CNV. Además publicará el anuncio de la respectiva autorización.

Un agente colocador del mercado, normalmente el mismo banco que realizó la estructuración, informa características del producto al público general, recibe ofertas de suscripción, adjudica según método elegido y realiza la liquidación.

Vencido el periodo de liquidación previsto por el emisor y estructurador, existe obligación de informar el monto colocado al ente regulador y al mercado de valores.

(Merval,

2015)

Diagrama de Gantt Tentativo

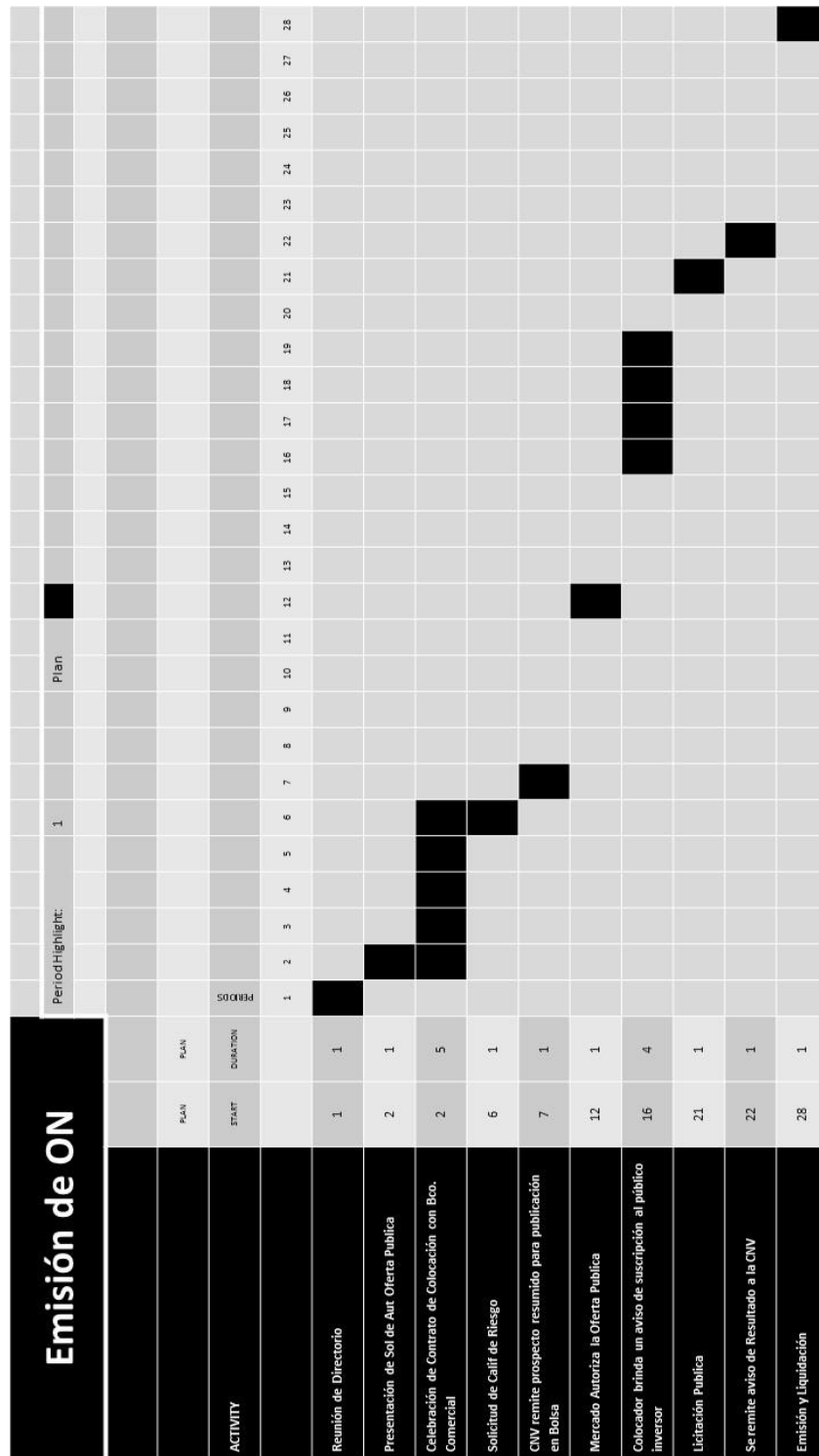


Tabla N°17; “Diagrama de Gantt – Emisión de ON”; Trabajo Final de Grado; Elaboración Propia.

Definición de tres hipotéticos escenarios de colocación

Escenarios:	Negativo		Neutral		Positivo	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
PBI	-1.50%	0.00%	1.00%	2.00%	2.00%	3.00%
Inflación	37.00%	25.00%	30.00%	25.00%	25.00%	20.00%
Sector L. Blanca	-5.70	14.40	30.00%	25.00%	32.00%	35.00%
Badlar	30.00%	25.00%	25.00%	20.00%	22.00%	18.00%
Prima de Riesgo	4.50%	4.00%	3.00%	2.50%	2.50%	2.20%
TIR (trim / anual)	9.65%	45%	7.95%	36%	7.03%	31%

Se definen tres posibles escenarios, en los cuales las variables macro y micro económicas adoptan valores tales que permitan poner a prueba el desempeño de la estrategia de financiación mediante ON; como última línea se refleja el costo financiero total trimestral y anual del financiamiento mediante ON según proyección de fondos de la Tabla 18.

1. Escenario Negativo: se ha tomado como base del mismo lo acontecido con la empresa durante la crisis 2008; en que se dio una contracción de la actividad económica y consecuente repercusión sobre la demanda de los productos de la empresa. En los dos años propuestos la evolución de ventas es negativo en términos reales con elevados niveles de inflación que persisten y elevadas tasas de interés.
2. Escenario Neutral: con inflación algo más moderada, y ventas acompañando los valores de la misma se pretende recrear una situación económica que de algún modo seguiría parámetros vigentes al cierre de 2015.
3. Escenario Positivo: En el mismo las ventas crecer por encima de valores inflacionarios, consiguiendo una hipotética colocación de mayores volúmenes en el mercado ya sea ganando participación en el mismo, pero principalmente por expansión económica con inflación controlada y en senda

bajista, así como mejores condiciones de endeudamiento en el sistema financiero, lo que queda reflejado en menores primas de riesgo.

Proyección de los EECC y Estimación de Situación Resultante tras la Colocación de ON

Con el objetivo de conocer la forma en que una potencial emisión de ON Clase III repercutiría sobre los ratios financieros de la firma, se propuso la proyección de EECC prospectivos 2016 y 2017 bajo el supuesto de 3 diferentes escenarios posibles sobre los cuales se realizó un nuevo análisis económico financiero obteniendo nuevos ratios y conclusiones que se señalan a continuación.

Donde se han incluido presupuestos de la actual forma de financiación de la firma en contraste con las ON planteadas, y se ha concluido respecto de la nueva configuración.

Costos de la Emisión Comparados con Líneas Bancarias a tasa de Mercado

Según estudios consultados respecto a los costos de emisión de las obligaciones negociables aquellos que no son financieros y que suman al explícito costo de interés, se dividen en dos grandes grupos (Larsen, Vigier, Guercio, & Briozzo, 2013)

- Costos de Transacción:
 - o Inscripción en Registro Público de Comercio: costos del formulario utilizado para la inscripción de la emisión.
 - o Derechos de Cotización: costo variable respecto del monto de la emisión; \$5830.- más el 0,01% sobre el excedente sobre \$17653950.- de ON en

circulación pero si sus acciones cotizan en bolsa cuentan con un 30 de descuento.⁶

- Publicaciones: en los boletines de la bolsa, suplemento diario, y semanario de la Bolsa; publicación de balances trimestrales. Primer año \$23249.- y segundo año \$12913.-
- Honorarios Profesionales: legales del 1% al 5% del total de la emisión, contadores monto fijo en torno a los \$10M.-, agente organizador y colocador 1,2%.-

En este punto las empresa de cierta envergadura como como la analizada tienden a contar con menores costos puesto que su departamento contable y legal cuentan con la envergadura y la gimnasia suficiente en este tipo de operaciones de mercado abierto. De hecho en la emisión de la Serie II los honorarios de agente colocador y organizador fue de 1,1 (muy cercano al 1,2 señalado) pero el resto de honorarios fue de sólo 0,8% -incluyendo este calificación de riesgos-.

- Costos de Señalización: las mismas tienen como propósito disminuir la asimetría de información entre la empresa y el público inversor objetivo.
 - Calificadoras de Riesgos: estos aranceles giran en torno a los USD 11M y se constituyen como el principal costo fijo de la emisión, y que por tanto a mayores valores de emisión es menor la incidencia.
 - Garantías: sirven para elevar las probabilidades de éxito en la colocación, suele tratarse de garantías reales sobre el patrimonio de la firma así como vales de SGR.

⁶ Resolución 351 / 1998 MINISTERIO DE ECONOMIA, OBRAS Y SERVICIOS PUBLICOS

Escenario 1

Flujo ON Serie III

	Trimestre 0	Trimestre 1	Trimestre 2	Trimestre 3	Trimestre 4	Trimestre 5	Trimestre 6	Trimestre 7	Trimestre 8
	30000000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000
Com Colocador	-330000								
Hon Profesionales	-240000				-105600				
CNV y Publicidad	-75000				-18743				
Cancelación D. Banc	-600000								
Intereses		-2587500	-2264062.5	-1940625	-1617187.5	-1087500	-815625	-543750	-271875
Cash Flow	28755000	-6337500	-6014062.5	-5690625	-5491530.5	-4837500	-4565625	-4293750	-4021875
TIR Trimestral	9.65%								

Escenario 2

Flujo ON Serie III

	Trimestre 0	Trimestre 1	Trimestre 2	Trimestre 3	Trimestre 4	Trimestre 5	Trimestre 6	Trimestre 7	Trimestre 8
	30000000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000
Com Colocador	-330000								
Hon Profesionales	-240000				-105600				
CNV y Publicidad	-75000				-18743				
Cancelación D. Banc	-600000								
Intereses		-2100000	-1837500	-1575000	-1312500	-843750	-632812.5	-421875	-210937.5
Cash Flow	28755000	-5850000	-5587500	-5325000	-5186843	-4593750	-4382812.5	-4171875	-3960937.5
TIR Trimestral	7.95%								

Escenario 3

Flujo ON Serie III

	Trimestre 0	Trimestre 1	Trimestre 2	Trimestre 3	Trimestre 4	Trimestre 5	Trimestre 6	Trimestre 7	Trimestre 8
	30000000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000	-3750000
Com Colocador	-330000								
Hon Profesionales	-240000				-105600				
CNV y Publicidad	-75000				-18743				
Cancelación D. Banc	-600000								
Intereses		-1837500	-1607812.5	-1378125	-1148437.5	-757500	-568125	-378750	-189375
Cash Flow	28755000	-5587500	-5357812.5	-5128125	-5022780.5	-4507500	-4318125	-4128750	-3939375
TIR Trimestral	7.11%								

Tabla N°18; “Flujo Proyectado ON Serie III - Longvie SA” – Elaboración Propia en Base a Emisión

Propuesta.

Por el lado de las Obligaciones Negociables, planteados tres escenarios posibles de tasa de interés Badlar y Prima de Riesgo, el costo financiero total de las emisiones hipotéticas van desde el 32% en el escenario más favorable hasta el 45% anual en el peor de los escenarios planteados (dichos valores surgen de transpolar lo indicado por la

-Guillermo Leonel Speranzoni-

Com. “A” 3050 de BCRA respecto del cálculo del costo financiero total al flujo estimado en la Tabla N°18)

En cuanto a las líneas de préstamos de corto plazo vigentes en el mercado también existen gastos extra por encima de la tasa de interés que es necesario señalar, consultado uno de los bancos privados de primera línea con los que opera Longvie se observan gastos de otorgamiento en torno al 1%, así como seguros sobre saldo de hasta el 1,8%. Arribando por tanto a costos financieros totales que van del 62% al 74% dependiendo el escenario que se estime.

Siendo notable por lo tanto la desventaja en concepto de tasa que lleva consigo un préstamo de corto plazo en el sistema financiero a tasa de mercado, y a pesar de que con las líneas de corto plazo se fija la tasa por el periodo de duración del préstamo (seis meses a un año normalmente) y en las Obligaciones Negociables en cambio, la tasa de intereses final está atada a una tasa variable el diferencial que se observa entre ambas tasas (Badlar vs Tasa Cobrada por Bancos Privados) más que compensa los costos asociados a la emisión de ON y no permite justificar en la “fijación” de la tasa –al menos en los últimos 10 años- la elección de un préstamo financiero de corto plazo por encima de las ONs.

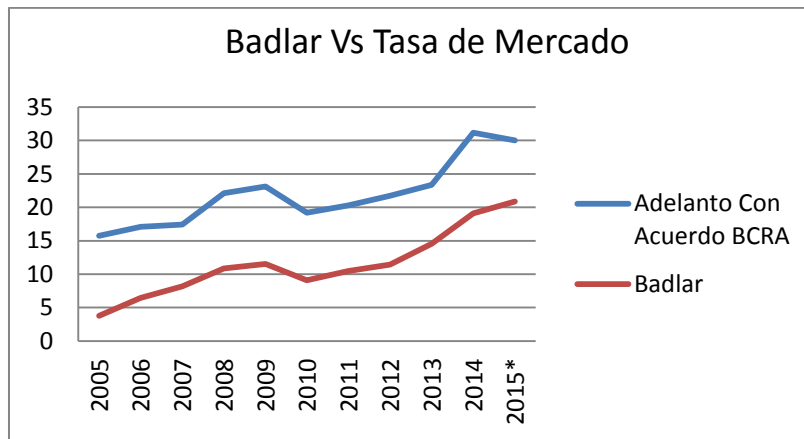


Gráfico N°4; Tasa de Adelanto con Acuerdo Promedio de Bancos Privados y Badlar Promedio Mensual; Fuente: Elaboración Propia en base a estadísticas de BCRA. PAG 103

A partir de los escenarios señalados, se estiman los siguientes presupuestos para las emisiones de obligaciones negociables:

Presupuesto Emisión de Obligaciones Negociables		Presupuesto Emisión de Obligaciones Negociables		Presupuesto Emisión de Obligaciones Negociables	
Monto de la Colocación	\$30MM	Monto de la Colocación	\$30MM	Monto de la Colocación	\$30MM
Tasa Badlar Escenario 1	30.00%	Tasa Badlar Escenario 2	25.00%	Tasa Badlar Escenario 3	22.00%
TEM:	2,87%	TEM:	2,33%	TEM:	2,04%
Plazo Considerado:	8 Trim.	Plazo Considerado:	8 Trim.	Plazo Considerado:	8 Trim.
Amort Trimestral:	\$3.750.000.-	Amort Trimestral:	\$3.750.000.-	Amort Trimestral:	\$3.750.000.-
Cancelación anticipada D. Bancaria:	\$600.000.-	Cancelación anticipada D. Bancaria:	\$600.000.-	Cancelación anticipada D. Bancaria:	\$600.000.-
Costos de Emisión:	\$645.000.-	Costos de Emisión:	\$645.000.-	Costos de Emisión:	\$645.000.-
Honorarios y Tasas Año 2:	\$124.343.-	Honorarios y Tasas Año 2:	\$124.343.-	Honorarios y Tasas Año 2:	\$124.343.-
Total de Intereses:	\$11.128.125.-	Total de Intereses:	\$8.943.375.-	Total de Intereses:	\$7.865.625.-
C.F.T. Anual	45.00%	C.F.T. Anual	36.00%	C.F.T. Anual	32.00%

Tabla N°19; “Presupuestos Emisión ON Serie III - Longvie SA” – Elaboración Propia en Base a Emisión Propuesta.

Presupuesto Deuda Financiera Bancaria de Corto Plazo		Presupuesto Deuda Financiera Bancaria de Corto Plazo		Presupuesto Deuda Financiera Bancaria de Corto Plazo	
Monto de Préstamo:	\$30MM	Monto de Préstamo:	\$30MM	Monto de Préstamo:	\$30MM
TNA Escenario 1:	37.94%	TNA Escenario 2:	32.94%	TNA Escenario 3:	30.44%
TEM:	3.16%	TEM:	2.75%	TEM:	2.54%
Plazo Considerado:	24 Meses	Plazo Considerado:	24 Meses	Plazo Considerado:	24 Meses
Cuota Mensual (Sist Francés):	\$2.119.470.-	Cuota Mensual (Sist Francés):	\$2.036.692.-	Cuota Mensual (Sist Francés):	\$1.995.909.-
TEM:	4.74%	TEM:	4.34%	TEM:	4.14%
Total de Intereses:	\$10.907.750	Total de Intereses:	\$9.470.250	Total de Intereses:	\$8.751.500
Seguros y Gtos:	\$6.510.000	Seguros y Gtos:	\$6.510.000	Seguros y Gtos:	\$6.510.000
C.F.T. Anual	74.30%	C.F.T. Anual	66.57%	C.F.T. Anual	62,83%

Propuesta.

Ahorro efectivo a partir de priorizar colocación de ON por sobre la deuda financiera de corto plazo bancaria en cada escenario, medido en pesos corrientes:

Escenario Uno: \$ 4.920.282.-

Escenario Dos: \$ 5.667.532.-

Escenario Tres: \$ 6.026.532.-

El ahorro que se produce al elegir la colocación de Obligaciones Negociables por encima de la deuda de corto plazo bancario, tiene su fundamento no solo en el diferencial de tasas, si no en los costos indirectos relacionados a cada alternativa, que son sustancialmente mayores en el caso de la deuda financiera bancaria de corto plazo y con relación directa a los montos operados, siendo que en el caso de las ON ese costo indirecto tiene mayor independencia sobre tal concepto.

Si bien existen variaciones en el ahorro conseguido según el escenario presentado se advierte cierto margen de error producto de las diferentes variables que pueden influir en el diferencial de tasa de mercado a badlar, en cualquier caso el

-Guillermo Leonel Speranzoni-

recuento de gastos indirectos muestra la conveniencia lo mismo que la evolución del diferencial de tasas mencionado que puede observarse a lo largo de los últimos años en el Gráfico No. 4.

Evolución estimada de la Rentabilidad, Proyección de los Escenarios Posibles

Hacia 2015 la empresa ha conseguido una importante mejora en sus márgenes de explotación posibilitando menor incidencia de costos variables a lo que se suma una mejora en el efecto que provoca el apalancamiento financiero, aunque este sigue siendo un efecto negativo de 0,90, ha evolucionado respecto del 0,77 observado en 2014 producto de un menor nivel de endeudamiento y una incidencia menor de la carga financiera sobre el resultado de explotación.

Proyectados 2016 y 2017, se observa cómo en escenarios adversos la carga financiera aun cuando está vinculada a Obligaciones Negociables con tasas más beneficiosas que las líneas de carácter expreso vuelven el apalancamiento negativo (0.75-0.77) producto de que la caída en los márgenes alcanza valores tales que no validan el costo de endeudamiento.

Conforme los márgenes de rendimiento se reducen, ya sea por caída en ventas o bien por imposibilidad de trasladar incrementos de costos a precios, la carga financiera producto de mantener un nivel constante de endeudamiento –en términos relativos-, genera un efecto negativo sobre la rentabilidad de la firma, de allí que si bien las ON representan una alternativa superior a la de las líneas de préstamo de corto plazo, el foco esencial debe fijarse, como es de esperar, en la estructura de inversión y su capacidad de validar las tasas proyectadas de interés.

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

“Análisis Económico Financiero de Longvie SA a Diciembre 2015; informe de situación para potenciales inversores y efectos de la colocación de Obligaciones Negociables con el objeto de cancelar deuda bancaria durante 2016”

FACTORES DE RENTABILIDAD	2014	2015	2016 - Esc 1	2017 - Esc 1	2016 - Esc 2	2017 - Esc 2	2016 - Esc 3	2017 - Esc 3
NIVEL 1								
<i>RENTABILIDAD</i>								
BENEFICIO NETO / CAPITALES PROPIOS	18.4%	38.2%	19.9%	18.2%	36.1%	34.8%	37.8%	39.7%
<i>RENDIMIENTO</i>								
RTDO DE EXPLOTACIÓN / ACTIVO FUNC NETO	22.3%	35.0%	24.0%	21.5%	35.4%	34.3%	36.4%	37.8%
<i>APALANCAMIENTO FINANCIERO ENDEUDAMIENTO</i>								
ACTIVO FUNC NETO / (CAP PROP + DEUDA NO FIN)	1.30	1.16	1.07	1.06	1.07	1.06	1.07	1.06
<i>RTDO NETO FINANCIERO / RTDO EXPLOTACIÓN</i>								
	0.37 0.59	0.69 0.78	0.52 0.71	0.53 0.73	0.73 0.81	0.78 0.84	0.76 0.82	0.81 0.86
NIVEL 2								
MARGEN = Rtdo de Explot / Ventas	9.3%	14.5%	8.9%	7.4%	13.8%	13.8%	14.4%	15.6%
MARGEN = RTDO DE EXPLOT / VENTAS	14.5%	20.3%	14.4%	12.9%	19.3%	19.3%	19.9%	21.1%
ROTACIÓN = VENTAS / ACTIVO FUNCIONAL NETO	1.54	1.72	1.67	1.67	1.83	1.77	1.83	1.80
NIVEL 3								
INCIDENCIA VARIABLES = CTOS VBLES / VENTAS	78.2%	74.5%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%
INCIDENCIA FIJOS = CTOS FIJOS / VENTAS	12.4%	11.0%	15.9%	17.4%	11.0%	11.0%	10.4%	9.2%
ROTACIÓN DE FIJO = VTAS / ACT FIJO FUNCIONAL	6.60	12.25	11.55	13.21	15.92	19.91	16.17	21.83
ROTACIÓN DE CIRC = VENTAS / ACT CIRC FUNCIONAL	2.03	1.99	1.97	1.93	2.08	1.96	2.07	1.97

Tabla N°21; “Estimación Factores que Explican la Rentabilidad” Años 2016 a 2017 – Elaboración Propia en Base a Emisión Propuesta.

Comentarios Finales

Se observa en Longvie SA una empresa industrial con una larga trayectoria e importante presencia de marca.

La firma presenta una posición competitiva favorable, siendo los pilares fundamentales de la misma las elevadas barreras de entrada al sector tales como la imagen de marca obtenida a través de los años, los altos requerimientos de inversión en activos fijos, la estructura equilibrada del sector, sin dejar de remarcar una política activa por parte del estado de protección a esta industria en particular. Aun así se recomienda atención y especial cuidado sobre la concentración existente de proveedores, la dinámica de crecimiento moderado del sector, y las posible barreras emocionales de salida; variables a tener en cuenta y que bien podrían ser mitigados importando parte de los insumos, fomentando la innovación, compartiendo know how con empresas internacionales.

Con una sostenida política de innovación y gracias a las inversiones llevadas adelante en el periodo analizado la empresa ha conseguido una importante mejora en sus niveles de productividad, que se observa principalmente en la caída de los costos variables laborales en términos de porcentaje sobre ventas.

Tales inversiones se han financiado haciendo uso de deudas de corto plazo de carácter expreso (como se las define en el presente trabajo) lo que ha repercutido en forma negativa, en relación a como lo hubieran hecho otras formas de financiamiento, sobre el apalancamiento financiero y en consecuencia sobre la rentabilidad final.

A pesar de ello y ya a partir de la información económico financiera correspondiente a 2015, la firma presenta un bajo nivel de endeudamiento en relación a su patrimonio neto y genera fondos suficientes para hacer frente a sus obligaciones así como a los requerimientos de fondos para capital de trabajo, habiéndose financiado en el último ejercicio principalmente con resultados obtenidos (en un 26,4%), pasivos fiscales (15%) y proveedores (12%), logrando una mejora en la calidad del endeudamiento de corto plazo.

Se señala además que analizado el retorno sobre sus activos, de cara a 2016 financiarse con deuda ajena requiere tasas por debajo de 37,2% (ROIC), ya que por arriba de ese costo, las fuentes no estarían validadas por el rendimiento de la empresa y por lo tanto se estaría destruyendo valor.

Por su parte las Obligaciones Negociables representan un instrumento válido de financiamiento “*per se*” por contar, como se ha demostrado, con un costo financiero total sensiblemente inferior que la financiación con préstamos a corto plazo ofrecido por las instituciones bancarias a tasa de mercado, pero que como surge del presente trabajo de darse un escenario desfavorable el efecto sobre la rentabilidad de la firma sería negativo, aun en caso de financiamiento con este instrumento.

En este hipotético escenario es preferible la financiación con fondos propios o bien la postergación de proyectos en lo que respecta a inversiones de mediano largo y plazo. En materia de capital de trabajo, como se ha estimado, la empresa podría afrontar un crecimiento en ventas de en torno al 50% de mantener nivel actuales de absorción de costos y correspondientes márgenes.

-Guillermo Leonel Speranzoni-

Por último y atendiendo a escenarios más favorables, de presentarse una mejora en el clima inversor que posibilite un desarrollo de los mercados de dinero y la reactivación de la demanda agregada los márgenes que presenta la firma posibilitarían crear valor a partir de decisiones de financiamiento que permitan conseguir un apalancamiento positivo y que posibilitaría continuar adelante con la modernización y crecimiento de Longvie S.A.

Recomendaciones Finales

Hacia el ejercicio 2016 y 2017 de mantenerse niveles de actividad y productividad similares a los logrados durante el año 2015 se estima conveniente la financiación de con fuentes de terceros en la medida que la final de financiamiento cuente con un coto financiero total por debajo del 37%.

Tal condición, atento la recesión prevista para el corriente año y el nivel de tasas de interés muy por encima del 30%, parece de poco probable ocurrencia. Por lo tanto a menos de darse un cambio en el escenario con una reactivación económica y baja en las tasas postura correcta se estima sea acudir al autofinanciamiento, o en la medida de posibilidades al uso de líneas por de financiación comercial. Caso contrario se estaría corriendo el riesgo de destruir valor producto de no validar las tasas de interés vigentes.

Por su parte las Obligaciones Negociables se presentan como una alternativa válida para bajar el promedio de tasa de interés de financiamiento, fuera necesario acudir a fuentes de terceros, visto su menor costo total comparado al resto de alternativas. El plazo promedio mayor de su colocación contribuiría también a mejorar niveles de liquidez, y la reconstrucción del Fondo de Maniobra que permita una más holgada estructura de financiamiento.

En cuanto a la estructura de inversión continuar por el camino de la reconfiguración de procesos, y la disminución de costos variables mediante la tecnificación, contribuirá a potenciar la eventual colocación de productos en el mercado internacional al tiempo que posibilite el blindaje de la posición obtenida en el mercado local.

Dada la incertidumbre sobre la economía en el corto plazo así como la retracción en el consumo a la que el país asiste, se sugiere seguir con atención los sectores vinculados a la actividad primaria exportadora que se presenta como la mejor posicionada en la actual coyuntura, y que tal como ha ocurrido pasadas otras recesiones tiende a volcar réditos a la industria de la construcción (uno de los canales más importantes para Longvie).

Por último, seguir con atención la estructura de inversión, optimizar los costos, sacar provecho a la regulación actual respecto de importaciones viendo la posibilidad de contar con otros proveedores para evitar la dependencia señalada dentro de las debilidades; profundizar en el intercambio de Know How, fomentar la innovación, son prácticas que han brindado frutos en los sucesivos años que componen el periodo estudiado, y en las que se debiera profundizar.

CAPITULO 9: BIBLIOGRAFIA

Bibliografía: Trabajos Consultados

- Albornóz, C. H. (2012). *Gestión Financiera de las Organizaciones*. Buenos Aires: Eudeba.
- Apreda, R. (1998). *Obligaciones negociables, bonos y opciones : un enfoque operativo para la capitalización de deuda interna y externa*. Buenos Aires: Club de Estudio.
- BCRA. (2015). *Banco Central de la República Argentina*. Obtenido de www.bcra.gov.ar
- Castegnaró, A. B. (2006). *Curso de Cálculo Financiero*. Buenos Aires: Ed. La Ley.
- Castellano, N. d. (2003). *La administración como ciencia : metodología de investigación científica : proyectos y tesis*. Córdoba, Argentina: Facultad de Ciencias Económicas.
- CNV. (2015). *Comisión Nacional de Valores*. Obtenido de www.cnv.gov.ar
- Dumrauf, G. (2013). *Matemáticas Financieras*. Buenos Aires: Alfaomega Grupo Editor.
- Dumrauf, G. L. (2006). *Finanzas Corporativas*. Mexico DF: Alfaomega.
- Erpen, M. (1999). *Cómo financiar a la empresa a través del Mercado de Capitales*. Buenos Aires: Cuaderno Numero 12 Instituto Argentino del Mercado de Capitales.
- Kíguel, M. A. (2015). *Las Crisis Económicas Argentinas*. Buenos Aires: Sudamericana.
- Larsen, M., Vigier, H., Guercio, M., & Briozzo, A. (2013). *Financiamiento Mediante Obligaciones Negociables. El Problema de ser Pyme*. Trabajo Final de Grado Universidad Nacional del Sur.
- Lucero, J. A., Calabró, A. M., & Vaca Parceró, S. (2009). *Matemática Financiera: como herramienta para toma de decisiones - 2da. Ed.* Buenos Aires: Ediciones Técnicas Empresariales.
- Merval, M. d. (23 de Abril de 2015). Reglamento de Listado. C.A.B.A.
- Porter, M. (1997). *Estratégica Competitiva*. México: Editorial Continental.
- Producción, C. d. (2003). *Funcex - Fundación Centro de Estudios de Comercio Exterior*. Recuperado el 2015, de http://www.funcex.org.br/material/REDEMERCOSUL_BIBLIOGRAFIA/biblioteca/ESTUDOS_ARGENTINA/ARG_28.pdf
- Ramos, N. (14 de 12 de 2007). *Bolsa de Comercio de la Ciudad de Buenos Aires*.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. México: Mc Graw Hill.

Salvia, S. P. (MARZO 2014). *POLÍTICAS ECONÓMICAS, MERCADO MUNDIAL Y ACUMULACIÓN DE CAPITAL EN LA ARGENTINA POST CONVERTIBILIDAD*. QUILMES: UNIVERSIDAD NACIONAL DE QUILMES.

Sbdar, M. (2001). *Diagnóstico Financiero*. Buenos Aires: Temas.

Stang, S. (25 de Enero de 2015). Desigualdad social: la distribución del ingreso, sin mejoras desde 2011. *La Nación*.

Thompson, A. A., Gamble, J. E., Peteraf, M. A., & Strickland III, A. J. (2012). *Administración Estratégica - Teoría y Casos 18va. Edición*. México: Mc Graw Hill.

Bibliografía: Páginas Web Consultadas

- BCRA. (2015). *Banco Central de la República Argentina*. Obtenido de www.bcra.gov.ar
- IAMC. (2015). *Instituto Argentino del Mercado de Capitales*. Obtenido de www.iamc.com.ar
- CNV. (2015). *Comisión Nacional de Valores*. Obtenido de www.cnv.gov.ar
- PC RAM Documentos; Licencias de Importación No Automáticas;
http://www.pcram.net/boletin_12/ver.php?f=23&p=28267
- Producción, C. d. (2003). *Funcex - Fundación Centro de Estudios de Comercio Exterior*. Recuperado el 2015, de http://www.funcex.org.br/material/REDEMERCOSUL_BIBLIOGRAFIA/biblioteca/ESTUDOS_ARGENTINA/ARG_28.pdf
- (<http://www.infonews.com/nota/275051/las-decisiones-economicas-que-pasaron-desapercibidas>)
- (<http://www.lanacion.com.ar/1854362-el-gobierno-extendio-el-programa-ahora-12-hasta-el-31-de-marzo>)
- (<http://www.cronista.com/economiapolitica/Consultoras-y-bancos-creen-que-la-inflacion-llegara-a-34-en-2016-20160107-0074.html>)
- Focuseconomics Economic Forecasts from the World's Leading Economists

Normas Consultadas

- Ley de Obligaciones Negociables; Ley Nacional N° 23576; Publicada 27 de Junio de 1988.
- Reglamento de Listado; Mercado de Valores de Buenos Aires. Aprobado por la Asamblea Extraordinaria del Día 23/04/2015.
- Resolución 351 / 1998 MINISTERIO DE ECONOMIA, OBRAS Y SERVICIOS PUBLICOS.
- Resolución 5/2015 Ministerio de Producción
- Comunicación "A" 3052 - 23/12/1999 - Banco Central de la República Argentina

CAPITULO 10: ANEXOS

Capítulo 10: Anexos

Anexo 5.1 – Balance Ordenado

ACTIVO	2012	%	2013	%	2014 - II	%	2014	%	2015 - II	%
ACTIVO CIRCULANTE	196732397	83,64%	249323719	77,18%	274152461	74,72%	290160074	74,94%	431283461	82,76%
DISPONIBILIDADES	19283808	8,20%	17518652	5,42%	17835767	4,86%	25607719	6,61%	33951608	6,52%
Caja y Bancos	19283808	8,20%	17518652	5,42%	17835767	4,86%	25607719	6,61%	33951608	6,52%
CRÉDITOS	77120082	32,79%	95672630	29,62%	120339111	32,80%	102496016	26,47%	200156899	38,41%
Funcional	76902723	32,69%	94261358	29,18%	120002529	32,71%	102052179	26,36%	199688602	38,32%
Clientes	66414060	28,24%	75061425	23,24%	99299004	27,06%	91029181	23,51%	188203431	36,11%
Clientes Dudoso Cobro	1824672	0,78%	568155	0,18%	75188	0,02%	68770	0,02%	68770	0,01%
Doc. A Cobrar	62992	0,03%	96984	0,03%	127515	0,03%	119217	0,03%	118980	0,02%
Subtotal Créditos Por Ventas	68301724	29,04%	75726564	23,44%	99501707	27,12%	91217168	23,56%	188391181	36,15%
Previsión Clientes Dudoso Cobro	-1683171	-0,72%	-614696	-0,19%	-394654	-0,11%	-660000	-0,17%	-1100000	-0,21%
Total	66618553	28,32%	75111868	23,25%	99107053	27,01%	90557168	23,39%	187291181	35,94%
Deudores Varios	751957	0,32%	714988	0,22%	1027909	0,28%	867181	0,22%	994431	0,19%
Créditos Impositivos	5443805	2,31%	3822464	1,18%	4160413	1,13%	3978776	1,03%	3248887	0,62%
Ant. A Proveedores	3514385	1,49%	13483224	4,17%	14876055	4,05%	6054843	1,56%	7212524	1,38%
Gastos Anticipados	574023	0,24%	1128814	0,35%	831099	0,23%	594211	0,15%	941579	0,18%
Total Otros Créditos	10284170	4,37%	19149490	5,93%	20895476	5,69%	11495011	2,97%	12397421	2,38%
Extra Funcional	217359	0,09%	1411272	0,44%	336582	0,09%	443837	0,11%	468297	0,09%
Préstamos al Personal	217359	0,09%	1411272	0,44%	336582	0,09%	443837	0,11%	468297	0,09%
STOCKS	100328507	42,65%	136132437	42,14%	135977583	37,06%	162056339	41,85%	197174954	37,84%
Materias Primas	31458769	13,37%	35495255	10,99%	44671462	12,17%	72709515	18,78%	86283064	16,56%
Productos en Procesos	17706604	7,53%	15130525	4,68%	14539762	3,96%	21196168	5,47%	25211189	4,84%
Productos Terminados	51163134	21,75%	85506657	26,47%	76766359	20,92%	68150656	17,60%	85680701	16,44%
ACTIVO FIJO	38485485	16,36%	73715269	22,82%	92761138	25,28%	97039796	25,06%	89841023	17,24%
INMOV. FINANCIERAS	676179	0,29%	3862986	1,20%	5334161	1,45%	2015961	0,52%	2068700	0,40%
Funcional	676179	0,29%	3862986	1,20%	5334161	1,45%	2015961	0,52%	2068700	0,40%
Fianzas y Depósitos										
Impositivo	676179	0,29%	2641833	0,82%	4131687	1,13%	776634	0,20%	829051	0,16%
Deposito Colateral			1221153	0,38%	1202474	0,33%	1239327	0,32%	1239649	0,24%
MATERIAL	36127588	15,36%	68170565	21,10%	85745259	23,37%	93342117	24,11%	86090605	16,52%

-Guillermo Leonel Speranzoni-

“Análisis Económico Financiero de Longvie SA a Diciembre 2015; informe de situación para potenciales inversores y efectos de la colocación de Obligaciones Negociables con el objeto de cancelar deuda bancaria durante 2016”

Funcional	36026869	15,32%	32046283	9,92%	29558316	8,06%	89215184	23,04%	81173660	15,58%
Inmuebles	29321588	12,47%	29321588	9,08%	29321588	7,99%	29321588	7,57%	33166699	6,36%
Maquinarias	38838695	16,51%	38876653	12,03%	39532993	10,77%	55876270	14,43%	55624387	10,67%
Herramientas Instalaciones, Muebles y Útiles	426913	0,18%	684867	0,21%	696274	0,19%	792570	0,20%	792570	0,15%
Moldes y Matrices	57894315	24,61%	59299324	18,36%	59299324	16,16%	87636906	22,63%	87636906	16,82%
Rodados	2158252	0,92%	2158252	0,67%	2158252	0,59%	2082114	0,54%	2082114	0,40%
Material Funcional	157666831	67,03%	159367752	49,33%	160041130	43,62%	204595742	52,84%	204406510	39,22%
Amort. Acumulada Total de Material Funcional	121639962	-51,71%	127321469	-39,41%	130482814	-35,56%	115380558	-29,80%	123232850	-23,65%
Transitorio	100719	0,04%	36124282	11,18%	56186943	15,31%	4126933	1,07%	4916945	0,94%
Edificio en Obra	88811	0,04%	29012279	8,98%	36116068	9,84%	1109377	0,29%	1183546	0,23%
Maquinaria en Curso										
Matrices en Curso	11908	0,01%	7112003	2,20%	20070875	5,47%	3017556	0,78%	3733399	0,72%
INMATERIAL	1681718	0,71%	1681718	0,52%	1681718	0,46%	1681718	0,43%	1681718	0,32%
Funcional	1681718	0,71%	1681718	0,52%	1681718	0,46%	1681718	0,43%	1681718	0,32%
Patentes y Marcas	1681718	0,71%	1681718	0,52%	1681718	0,46%	1681718	0,43%	1681718	0,32%
Gastos Amortizables										
TOTAL DE ACTIVO	235217882	100,00%	323038988	100,00%	366913599	100,00%	387199870	100,00%	521124484	100,00%
PASIVOS										
	2012	%	2013	%	2014 - II	%	2014	%	2015 - II	%
TOTAL EXIGIBLE EXIGIBLE A CORTO PLAZO	110372056		179335438		202953374		210994488		299182635	
	78060494	33,19%	139561870	43,20%	167534738	45,66%	153257729	39,58%	259313450	49,76%
CÍCLICO	68981241	29,33%	99766512	30,88%	133038263	36,26%	117714806	30,40%	196781978	37,76%
Proveedores	17656621	7,51%	32033849	9,92%	62245594	16,96%	32179935	8,31%	73912124	14,18%
Anticipo de Clientes	33719127	14,34%	42194619	13,06%	31164176	8,49%	53387296	13,79%	60372471	11,59%
Acreedores Varios Pasivos Fiscales - sociales-	204140	0,09%		0,00%		0,00%		0,00%	995	0,00%
Pasivos Fiscales -otros-	11903261	5,06%	17286067	5,35%	19102445	5,21%	20268648	5,23%	27691659	5,31%
Pasivos Fiscales -otro-	4636545	1,97%	4338422	1,34%	16443365	4,48%	6868289	1,77%	29963322	5,75%
Comisiones a Pagar										
Descubierto Bancario	861547	0,37%	3913555	1,21%	4082683	1,11%	5010638	1,29%	4841407	0,93%
EXPRESOS	9079253	3,86%	39795358	12,32%	34496475	9,40%	35542923	9,18%	62531472	12,00%
Acreedores Por Bienes De Uso										
Préstamos Bancarios Préstamos de Accionistas	9079253	3,86%	39795358	12,32%	34496475	9,40%	35542923	9,18%	60032553	11,52%
									2498919	0,48%

-Guillermo Leonel Speranzoni-

EXIGIBLE A LARGO PLAZO	32311562	13,74%	39773568	12,31%	35418636	9,65%	57736759	14,91%	39869185	7,65%
Préstamos Bancarios	29565366	12,57%	37171482	11,51%	32852675	8,95%	52652260	13,60%	34364356	6,59%
Impuestos Diferidos	1435894	0,61%	1341737	0,42%	1341442	0,37%	3824499	0,99%	3952709	0,76%
Provisiones	1310302	0,56%	1260349	0,39%	1224519	0,33%	1260000	0,33%	1552120	0,30%
PATRIMONIO NETO	124845826	53,08%	143703550	44,48%	163960225	44,69%	176205382	45,51%	221941849	42,59%
CAPITAL	53428585	22,71%	68388589	21,17%	86169622	23,48%	86169622	22,25%	101163136	19,41%
Capital Social	53428585	22,71%	68388589	21,17%	86169622	23,48%	86169622	22,25%	101163136	19,41%
Accionistas										
Total Capital Social										
RESERVAS	55489306	23,59%	56457237	17,48%	57533928	15,68%	57533928	14,86%	70044408	13,44%
Reserva Legal	8480728	3,61%	9098455	2,82%	10041341	2,74%	10041341	2,59%	11666433	2,24%
Reservas Voluntarias	47008578	19,99%	47358782	14,66%	47492587	12,94%	47492587	12,27%	58377975	11,20%
RESULTADOS	15927935	6,77%	18857724	5,84%	20256675	5,52%	32501832	8,39%	50734305	9,74%
Resultados No Asignados			702012	0,22%				0,00%	-535597	-0,10%
Resultado del Ejercicio	15927935	6,77%	18155712	5,62%	20256675	5,52%	32501832	8,39%	51269902	9,84%
TOTAL DE PASIVO	235217882	100,00%	323038988	100,00%	366913599	100,00%	387199870	100,00%	521124484	100,00%

Anexo 5.2 – Estado de Resultados Ordenado

ESTADO DE RESULTADOS

	2012	%	2013	%	2014 - II	%	2014	%	2015 - II	%
VENTAS	397781829	100,00%	473695097	100,00%	306440206	100,00%	588718729	100,00%	476971773	100,00%
Costo de Materiales	-180268737	-45,32%	-211439805	-44,64%	-137567471	-44,89%	-247733483	-42,08%	-206615233	-43,32%
Mano de Obra	-99430514	-25,00%	-125015831	-26,39%	-70107080	-22,88%	-148081302	-25,15%	-98651765	-20,68%
Trabajos Exteriores	-5502557	-1,38%	-5362831	-1,13%	-2936964	-0,96%	-6019137	-1,02%	-5405782	-1,13%
Suministros	-15538013	-3,91%	-18438331	-3,89%	-10556710	-3,44%	-22925038	-3,89%	-16519514	-3,46%
Otros	-2394884	-0,60%	-2899327	-0,61%	-2877714	-0,94%	-3548951	-0,60%	-1754743	-0,37%
COSTO VARIABLE DE FABRICACIÓN	-303134705	-76,21%	-363156125	-76,66%	-224045939	-73,11%	-428307911	-72,75%	-328947037	-68,97%
MÁRGEN BRUTO DE FABRICACIÓN	94647124	23,79%	110538972	23,34%	82394267	26,89%	160410818	27,25%	148024736	31,03%
Comisiones										
Descuentos por Cantidad										
Previsión Insolvencias	-150000	-0,04%					-271764	-0,05%	-440000	-0,09%
Transportes y Suministros	-8774217	-2,21%	-10842553	-2,29%	-6559188	-2,14%	-14506240	-2,46%	-8536189	-1,79%
Imp, Tasas y Contribuciones	-8967040	-2,25%	-13979899	-2,95%	-9535131	-3,11%	-17466390	-2,97%	-14894866	-3,12%
COSTO VARIABLE COMERCIAL	-17891257	-4,50%	-24822452	-5,24%	-16094319	-5,25%	-32244394	-5,48%	-23871055	-5,00%
MÁRGEN DE CONTRIBUCIÓN	76755867	19,30%	85716520	18,10%	66299948	21,64%	128166424	21,77%	124153681	26,03%
Personal	-36545081	-9,19%	-43989669	-9,29%	-25110366	-8,19%	-55012090	-9,34%	-31741799	-6,65%
Amortización	-6057433	-1,52%	-6768560	-1,43%	-3161345	-1,03%	-8715901	-1,48%	-7873616	-1,65%
Publicidad	-9764692	-2,45%	-7827973	-1,65%	-3222036	-1,05%	-7219745	-1,23%	-3554155	-0,75%
Alquileres										
Impuestos Diversos	-333730	-0,08%	-560914	-0,12%	-434637	-0,14%	-635633	-0,11%	-571063	-0,12%
Prov Contingencias	-888000	-0,22%	-687930	-0,15%		0,00%	-130322	-0,02%	-307020	-0,06%
Otros Gastos Generales	-997990	-0,25%	-1284579	-0,27%	-782964	-0,26%	-1560171	-0,27%	-1026184	-0,22%
ESTRUCTURA	-54586926	-13,72%	-61119625	-12,90%	-32711348	-10,67%	-73273862	-12,45%	-45073837	-9,45%
BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN	22168941	5,57%	24596895	5,19%	33588600	10,96%	54892562	9,32%	79079844	16,58%
Gastos Financieros	-15038173	-3,78%	-24493822	-5,17%	-18716336	-6,11%	-34552699	-5,87%	-20287169	-4,25%
BENEF ANTES DE EXTR E IMP	7130768	1,79%	103073	0,02%	14872264	4,85%	20339863	3,45%	58792675	12,33%
Resultado Extraordinario	17649003	4,44%	27371857	5,78%	16509219	5,39%	30252715	5,14%	20648962	4,33%
BENEF ANTES DE IMPUESTO	24779771	6,23%	27474930	5,80%	31381483	10,24%	50592578	8,59%	79441637	16,66%
Impuesto a las Ganancias	-8851836	-2,23%	-9319218	-1,97%	-11124808	-3,63%	-18090746	-3,07%	-28171708	-5,91%
BENEFICIO NETO TOTAL	15927935	4,00%	18155712	3,83%	20256675	6,61%	32501832	5,52%	51269902	10,75%

-Guillermo Leonel Speranzoni-

Anexo 5.3 – Estado de Origen y Aplicación de Fondos 2012 - 2013

2012-2013

Origen			Aplicación		
Caja y Bancos	1765156	1,74%	Clientes	8647365	8,53%
Cientes Dudoso Cobro	1256517	1,24%	Doc. A Cobrar	33992	0,03%
			Previsión Clientes Dudoso		
Deudores Varios	36969	0,04%	Cobro	1068475	1,05%
Créditos Impositivos	1621341	1,60%	Ant. A Proveedores	9968839	9,83%
Productos en Procesos	2576079	2,54%	Gastos Anticipados	554791	0,55%
Amort. Acumulada	5681507	5,60%	Préstamos al Personal	1193913	1,18%
Proveedores	14377228	14,18%	Materias Primas	4036486	3,98%
Anticipo de Clientes	8475492	8,36%	Productos Terminados	34343523	33,87%
Pasivos Fiscales - sociales-	5382806	5,31%	Impositivo	1965654	1,94%
Descubierto Bancario	3052008	3,01%	Deposito Colateral	1221153	1,20%
Préstamos Bancarios	30716105	30,29%	Maquinarias	37958	0,04%
Préstamos Bancarios	7606116	7,50%	Herramientas	257954	0,25%
Capital Social	14960004	14,75%	Moldes y Matrices	1405009	1,39%
Reserva Legal	617727	0,61%	Edificio en Obra	28923468	28,52%
Reservas Voluntarias	350204	0,35%	Matrices en Curso	7100095	7,00%
Resultados No Asignados	702012	0,69%	Acreedores Varios	204140	0,20%
Resultado del Ejercicio	2227777	2,20%	Pasivos Fiscales -otros-	298123	0,29%
			Impuestos Diferidos	94157	0,09%
			Provisiones	49953	0,05%
	10140504	100,00		10140504	100,00
Total	8	%		8	%
Var. Fondo de Maniobra	-5673294	-6%	Var. Capital de Trabajo	25042811	25%
Var. Rec a LP	32145347	32%	Var. Activo Circulante	63586407	63%
Var. Aplic a LP	37818641	37%	Var. Exig Cíclico	38543596	38%
Expresos	30716105	30%			

Anexo 5.4 – Estado de Origen y Aplicación de Fondos 2013 - 2014

2013-2014

Orígen			Aplicación		
Cientes Dudoso Cobro	499385	0,38%	Caja y Bancos	8089067	6,22%
Previsión Cientes Dudoso Cobro	45304	0,03%	Cientes	15967756	12,28%
Ant. A Proveedores	7428381	5,71%	Doc. A Cobrar	22233	0,02%
Gastos Anticipados	534603	0,41%	Deudores Varios	152193	0,12%
Préstamos al Personal	967435	0,74%	Créditos Impositivos	156312	0,12%
Productos Terminados	17356001	13,35%	Materias Primas	37214260	28,62%
Impositivo	1865199	1,43%	Productos en Procesos	6065643	4,66%
Instalaciones, Muebles y Útiles	140774	0,11%	Deposito Colateral	18174	0,01%
Rodados	76138	0,06%	Maquinarias	16999617	13,07%
Edificio en Obra	27902902	21,46%	Herramientas	107703	0,08%
Matrices en Curso	4094447	3,15%	Moldes y Matrices	28337582	21,79%
Proveedores	146086	0,11%	Amort. Acumulada	11940911	9,18%
Anticipo de Cientes	11192677	8,61%	Préstamos Bancarios	4252435	3,27%
Pasivos Fiscales -sociales-	2982581	2,29%	Provisiones	349	0,00%
Pasivos Fiscales -otros-	2529867	1,95%	Resultados No Asignados	702012	0,54%
Descubierto Bancario	1097083	0,84%			
Préstamos Bancarios	15480778	11,91%			
Impuestos Diferidos	2482762	1,91%			
Capital Social	17781033	13,67%			
Reserva Legal	942886	0,73%			
Reservas Voluntarias	133805	0,10%			
Resultado del Ejercicio	14346120	11,03%			
Total	13002624	100,00	Total	13002624	100,00
	7	%		7	%
Var. Fondo de Maniobra	10514705	8%	Var. Capital de Trabajo	25995483	20%
Var. Rec a LP	67900867	52%	Var. Activo Circulante	72640085	56%
Var. Aplic a LP	57386162	44%	Var. Exig Cíclico	46644602	36%
Expresos	15480778	12%			

Anexo 5.5 – Estado de Origen y Aplicación de Fondos 2014 – 2015 Sem. II

2014-2015 II

Origen			Aplicación		
Doc. A Cobrar	237	0,00%	Caja y Bancos	8343889	5,03%
Previsión Clientes Dudoso					
Cobro	440000	0,27%	Clientes	97174250	58,55%
Créditos Impositivos	729889	0,44%	Deudores Varios	127250	0,08%
Maquinarias	251883	0,15%	Ant. A Proveedores	1157681	0,70%
Instalaciones, Muebles y Útiles	3782460	2,28%	Gastos Anticipados	347368	0,21%
Amort. Acumulada	7852292	4,73%	Préstamos al Personal	24460	0,01%
Proveedores	41732189	25,14%	Materias Primas	13573549	8,18%
Anticipo de Clientes	6985175	4,21%	Productos en Procesos	4015021	2,42%
Acreedores Varios	995	0,00%	Productos Terminados	17530045	10,56%
Pasivos Fiscales -sociales-	7423011	4,47%	Impositivo	52417	0,03%
Pasivos Fiscales -otros-	23095033	13,91%	Deposito Colateral	322	0,00%
Préstamos Bancarios Corto	24489630	14,76%	Inmuebles	3845111	2,32%
Préstamos de Accionistas	2498919	1,51%	Edificio en Obra	74169	0,04%
Impuestos Diferidos	128210	0,08%	Matrices en Curso	715843	0,43%
Provisiones	292120	0,18%	Descubierto Bancario	169231	0,10%
Capital Social	14993514	9,03%	Préstamos Bancarios LP	18287904	11,02%
Reserva Legal	1625092	0,98%	Resultados No		
Reservas Voluntarias	10885388	6,56%	Asignados	535597	0,32%
Resultado del Ejercicio	18768070	11,31%			
	16597410	100,00		16597410	100,00
Total	7	%	Total	7	%
Var. Fondo de Maniobra	35560405	21%	Var. Capital de Trabajo	-62548954	-38%
				14251548	
Var. Rec a LP	59019029	36%	Var. Activo Circulante	3	86%
Var. Aplic a LP	23458624	14%	Var. Exig Cíclico	79966529	48%
Expresos	26988549	16%			

Anexo 5.6 – Explicación de la Rentabilidad

FACTORES DE RENTABILIDAD	2012	2013	VAR %	2014	VAR %	2014 II	VAR %	2015 II
NIVEL 1								
<i>RENTABILIDAD</i>								
BENEFICIO NETO / CAPITALES PROPIOS	12,8%	12,6%	-1,0%	18,4%	46,0%	12,4%	87,0%	23,1%
<i>RENDIMIENTO</i>								
RTDO DE EXPLOTACIÓN / ACTIVO FUNC NETO	17,0%	18,2%	7,4%	22,3%	22,3%	16,1%	19,8%	19,3%
APALANCAMIENTO FINANCIERO	0,21	0,00		0,31		0,31		0,72
<i>ENDEUDAMIENTO</i>								
ACTIVO FUNC NETO / (CAP PROP + DEUDA NO FIN)	1,20	1,18	-2%	1,30	10%	1,05	17,1%	1,23
COSTO DE DEUDA	36,7%	27,6%	-24,8%	35,9%	30,2%	23,2%	-15,7%	19,6%
RTDO NETO FINANCIERO / RTDO EXPLOTACIÓN	0,32	0,00	-98,7%	0,37	8742,4%	0,44	67,9%	0,74
	0,18	0,00	-98,9%	0,24	11944,4%	0,30	98,6%	0,59
<i>APALANCAMIENTO DEUDAS NO FINANCIERAS</i>								
(CAP PROPIOS + DEU NO FINANC) / CAP PROPIOS	1,57	1,69	7,5%	1,67	-1,0%	1,80	4,9%	1,89
<i>APALANCAMIENTO EXTRAORDINARIO</i>								
RESULT DESP EXTRAORD / RESULT NETO FINAN								
<i>APALANCAMIENTO FISCAL</i>								
BENEF NETO / RTDO ANTES DE IMPUESTOS	0,64	0,66	2,8%	0,64	-2,8%	0,65	0,0%	0,65
NIVEL 2								
MARGEN = Rtdo de Explot / Ventas	5,6%	5,2%	-6,8%	9,3%	79,6%	11,0%	51,3%	16,6%
MARGEN = RTDO DE EXPLOT / VENTAS	10,0%	11,0%	9,6%	14,5%	31,8%	16,3%	27,9%	20,9%
ROTACIÓN = VENTAS / ACTIVO FUNCIONAL NETO	1,69	1,66	-2,0%	1,54	-7,3%	0,99	-6,3%	0,92

NIVEL 3

INCIDENCIA VARIABLES = CTOS VBLES / VENTAS	80,7%	81,9%	1,5%	78,2%	-4,5%	78,4%	-5,6%	74,0%
INCIDENCIA FIJOS = CTOS FIJOS / VENTAS	13,7%	12,9%	-6,0%	12,4%	-3,5%	10,7%	-11,5%	9,5%
ROTACIÓN DE FIJO = VTAS / ACT FIJO FUNCIONAL	11,04	14,78	33,9%	6,60	-55,4%	10,37	-43,3%	5,88
ROTACIÓN DE CIRC = VENTAS / ACT CIRC FUNCIONAL	2,02	1,91	-5,6%	2,03	6,3%	1,12	-1,1%	1,11

NIVEL 4

ROTACIÓN CLIENTES = 365 / (VTAS / CLIENTES)	61	58	-5,1%	56	-2,4%	58	21,8%	71
ROTACIÓN STOCKS = 365 / (CMV / STOCKS)	114	128	12,3%	128	0,3%	102	-1,3%	101
PZO MEDIO DE PAGO = 365 / (COMPRAS / PROVEED)	31	47	53,8%	43	-9,3%	81	-32,5%	55
Días	144	139		142		79		117

NIVEL 5

ROT CTES NORMALES = 365 / (VTAS / CTES NORMALES)	61	58	-5,1%	56	-2,4%	58	21,8%	71
ROT CTES MOROSOS = 365 / (VTAS / CTES MOROSOS)	2	0	-73,9%	0	-90,3%	0	-41,2%	0
ROT MAT PRIMAS = 365 / (UTIL MAT PRIM / STOCKS DE MP)	64	61	-3,8%	107	74,8%	58	28,6%	75
ROT PROD EN PROCESO = 365 / (FABRIC / STOCK PROD EN PRO)	20	14	-29,3%	17	18,0%	11	18,0%	13
ROT PROD TERMIN = 365 / (VTAS AL COSTO / STOCK DE TERMIN)	58	80	38,3%	54	-32,9%	58	-24,0%	44

Anexo 8.1 – Proyecciones

ACTIVO

	2015 Proy	%	2016 Proy	%	2017 Proy	%
ACTIVO CIRCULANTE	499606291	83,71%	517605442	84,19%	601382159	86,08%
DISPONIBILIDADES	40769449	6,83%	84922300	13,81%	106392645	15,23%
Caja y Bancos	40769449	6,83%	84922300	13,81%	106392645	15,23%
CRÉDITOS	188832691	31,64%	178069227	28,96%	203711196	29,16%
Funcional	188832691		178069227		203711196	

-Guillermo Leonel Speranzoni-

Clientes	177502729	29,74%	167385074	27,22%	191488524	27,41%
Clientes Dudoso Cobro						
Doc. A Cobrar						
Subtotal Créditos Por Ventas						
Previsión Clientes Dudoso Cobro						
Total			Por otros conceptos de Créditos:			
	11329961	1,90%	10684154	1,74%	12222672	1,75%
Deudores Varios						
Créditos Impositivos						
Ant. A Proveedores						
Gastos Anticipados						
Total Otros Créditos						
Extra Funcional						
Préstamos al Personal						
STOCKS	270004151	45,24%	254613915	41,41%	291278318	41,69%
Materias Primas						
Productos en Procesos						
Productos Terminados						
ACTIVO FIJO	97231372	16,29%	97231372	15,81%	97231372	13,92%
INMOV. FINANCIERAS						
Funcional						
Fianzas y Depósitos						
Impositivo						
Deposito Colateral						
MATERIAL	93342117	15,64%	93342117	15,18%	93342117	13,36%
Funcional						
Inmuebles			En todo otro concepto de Activo Fijo:			
Maquinarias	3889255	0,65%	3889255	0,63%	3889255	0,56%
Herramientas						
Instalaciones, Muebles y Útiles						
Moldes y Matrices						
Rodados						
Material Funcional						
Amort. Acumulada						
Total de Material Funcional						
Transitorio						
Edificio en Obra						
Maquinaria en Curso						
Matrices en Curso						

INMATERIAL	1681718	0,28%	1681718	0,27%	1681718	0,24%
Funcional						
Patentes y Marcas						
Gastos Amortizables						
TOTAL DE ACTIVO	596837663	100,00%	614836814	100,00%	698613531	100,00%
PASIVOS						
	2015 Proy	%	2016 Proy	%	2017 Proy	%
TOTAL EXIGIBLE	335959806		284505709		287189275	
EXIGIBLE A CORTO PLAZO	304840806	51,08%	268946209	43,74%	279409525	39,99%
CÍCLICO	244808725	41,02%	230854628	37,55%	264097694	37,80%
Proveedores	66832782	11,20%	63023313,4	10,25%	72098670,6	10,32%
Anticipo de Clientes	110898353	18,58%	104577146	17,01%	119636256	17,12%
Acreeedores Varios						
Pasivos Fiscales -sociales-						
Pasivos Fiscales -otros-						
Comisiones a Pagar	67077591	11,24%	63254168	10,29%	72362768	10,36%
Descubierto Bancario						
EXPRESOS	60032081	10,06%	38091581	6,20%	15311831	2,19%
Acreeedores Por Bienes De Uso						
Préstamos Bancarios	60032081	10,06%	38091581	6,20%	15311831	2,19%
Préstamos de Accionistas						
EXIGIBLE A LARGO PLAZO	31119000	5,21%	15559500	2,53%	7779750	1,11%
Préstamos Bancarios						
Impuestos Diferidos						
Provisiones						
PATRIMONIO NETO	260877857	43,71%	330331105	53,73%	411424256	58,89%
CAPITAL	118671454	19,88%	203343929	33,07%	272797177	39,05%
Capital Social						
Accionistas						
Total Capital Social						
RESERVAS	57533928	9,64%	57533928	9,36%	57533928	8,24%
Reserva Legal						
Reservas Voluntarias						
RESULTADOS	84672474,6	14,19%	69453248,2	11,30%	81093150,9	11,61%

-Guillermo Leonel Spernanzoni-

Resultados No Asignados

Resultado del Ejercicio

TOTAL DE PASIVO	596837663	100,00%	614836814	100,00%	698613531	100,00%
ESTADO DE RESULTADOS		(+55%)		(-5,7%)		(+14,4)
	2015 Proy	%	2016 Proy	%	2017 Proy	%
VENTAS	912514030		860500730		984412835	
Costo de Materiales	-365005612	-40,00%	-344200292	-40,00%	-393765134	-40,00%
Mano de Obra	-209878227	-23%	-197915168	-23,00%	-226414952	-23,00%
Trabajos Exteriores	9830240,91	-1,08%	9269917,17	-1,08%	10604785,2	-1,08%
Suministros	35526467,3	-3,89%	33501458,7	-3,89%	38325668,7	-3,89%
Otros	5543031,44	-0,61%	5227078,65	-0,61%	5979777,97	-0,61%
COSTO VARIABLE DE FABRICACIÓN	-625783579	-68,58%	-590113915	-68,58%	-675090318	-68,58%
MÁRGEN BRUTO DE FABRICACIÓN	286730451	31,42%	270386816	31,42%	309322517	31,42%
Comisiones						
Descuentos por Cantidad						
Previsión Insolvencias						
Transportes y Suministros		-2,38%		-2,38%		-2,38%
Imp, Tasas y Contribuciones		-2,96%		-2,96%		-2,96%
COSTO VARIABLE COMERCIAL	48687454,2	-5,34%	45912269,3	-5,34%	52523636,1	-5,34%
MÁRGEN DE CONTRIBUCIÓN	238042997	26,09%	224474546	26,09%	256798881	26,09%
Personal						
Amortización						
Publicidad						
Alquileres						
Impuestos Diversos						
Prov Contingencias						
Otros Gastos Generales						
ESTRUCTURA	-100971382	-11,07%	-121165658	-14,08%	-145398790	-14,77%
BENEFICIO DE EXPLOTACIÓN	137071615	15,02%	103308888	12,01%	111400091	11,32%
EBITDA	176575981	19%	140561505	16%	154017085	16%
Gastos Financieros	-46310594	-5,08%	-33710313	-3,92%	-29258350	-2,97%
BENEF ANTES DE EXTR E IMP	90761020,9	9,95%	69598575,4	8,09%	82141741,1	8,34%

-Guillermo Leonel Speranzoni-

“Análisis Económico Financiero de Longvie SA a Diciembre 2015; informe de situación para potenciales inversores y efectos de la colocación de Obligaciones Negociables con el objeto de cancelar deuda bancaria durante 2016”

Resultado Extraordinario	39504366,1	4,33%	37252617,2	4,33%	42616994,1	4,33%
BENEF ANTES DE IMPUESTO	130265387	14,28%	106851193	12,42%	124758735	12,67%
Impuesto a las Ganancias	45592885,5		37397917,4		43665557,3	
BENEFICIO NETO TOTAL	84672474,6	9,28%	69453248,2	8,07%	81093150,9	8,24%

Datos Complementarios

Compras	443526644	0,4860491	2	418245625	0,4860491	2	478472995	0,4860491	2
Mat Primas Utilizadas									

Anexo 8,2 - ESTRUCTURA DE DEUDA y ESTIMACIÓN DE CARGA FINANCIERA

Tipo de Línea agrupadas por tasa	2014	%	Tasa	Ponderado	2015 II	%	Tasa	Ponderado
Totales	111553568,7	1			127889569	1		
Autocancelable*	20265626,7			0,0488713	29816822,8	0,2		0,0577694
Tasa de Mercado	17187193,6	0,18	26,90%	9	30050841,3	0,2	24,78%	0,0693552
Inv. Productiva	16420817,1	0,15	30,92%	5	12936393,3	0,1	29,52%	0,0173030
Hipotecario	16611111,1	0,15	17,11%	8	15077777,7	0,1	17,11%	0,0185216
Prenda	4989894	0,04	15,38%	3	3913328	0,0	18,67%	0,0057125
O. Negociables III				0,0713793		0,2		
O. Negociables II	36078926	0,32	22,07%	3	36094406	8	23,85%	0,0673121
				22,3%				23,6%
			Cto Financiero				Semestre	
			Total	31,0%			:	15,9%

	%	-5,70%	Deud Prom				14,40%	Deud Prom			
	ene-16	dic-16	%	Tasa	Ponderado	dic-17	%	Tasa	Ponderado		
Totales	112833854	83914982				52323328					
Autocancelable*	29816823	28117264	0,34	28,81%	0,10	32166150	0,61	29,33%	0,18		
Tasa de Mercado	50841	0	0,00		0,00	0	0,00		0,00		
Inv. Productiva	9310302	5684212	0,07	17,11%	0,01	0	0,02	17,11%	0,00		
Hipotecario	13544444	12011111	0,14	15,71%	0,02	7411111	0,17	15,71%	0,03		
Prenda	2767037	1930192	0,02	18,67%	0,00	523998	0,02	18,67%	0,00		
O. Negociables III	30000000	22500000	0,27	21,79%	0,06	3750000	0,18	22,96%	0,04		
O. Negociables II	27344406	13672203	0,16	21,79%	0,04	0	0,00				

Tasa Promedo **22,9%** **25,5%**

Carga Financiera - Composición	2014	%	2015 II	%	2015	2016	2017
Total	34552699	100%	20287169	100%	46310594	33710313	29258350

-Guillermo Leonel Speranzoni-

Int. Bcos / Financiera	23843779	69%	13342205	66%	30178601	19202126	13319002
Imp, Tasas y Contrib	8096971	23%	5557807	27%	12857507	12124629	13870575
Com. Y Gastos Brios	1478415	4%	513757	3%			
Dif de Cambio	1054663	3%	838191	4%			
Otros	78871	0%	35209	0%	3274486	2383557	2068772
Comportamiento de los Imp, Tasas y Contribuciones							
	2012	2013	2014	2015 II	2015	2016	2017
Monto:	5802185	6598908	8096971	5557807	12857507	12124629	13870575
Sobre Ventas:	0,01458635	0,01393071	0,01375355	0,01165228	0,014	0,014	0,014