



Trabajo Final de Grado

Reporte de caso

**“Análisis financiero y contable de la empresa Ledesma SAAI”**

*“Financial and accounting analysis of the company Ledesma SAAI”*

Alumno: Santiago Daniel Meléndez Zevallos

Carrera: Contador Público

Legajo: VCPB038813

D.N.I: 37.851.948

Profesor tutor del T.F.G: Favio D'Ercole

Córdoba, Argentina, 2021

## Índice

|   |    |
|---|----|
| Introducción  | 6  |
| Análisis de situación                                 | 9  |
| Descripción de la empresa Ledesma SAAI                | 9  |
| Análisis de contexto                                  | 11 |
| Diagnóstico organizacional                            | 14 |
| Análisis técnico económico-financiero                 | 16 |
| Marco Teórico   | 23 |
| Capital de trabajo, riesgo y apalancamiento operativo | 23 |
| Financiamiento externo en Argentina                   | 24 |
| Diagnóstico y Discusión                               | 27 |
| Declaración del problema                              | 27 |
| Conclusión Diagnóstica                                | 28 |
| Plan de implementación                                | 29 |
| Meta  | 29 |
| Recursos involucrados                                 | 30 |
| Acciones específicas y marco de tiempo                | 31 |
| Medición  | 35 |
| Conclusiones y recomendaciones                        | 37 |
| Bibliografía  | 39 |
| Anexo   | 42 |

## Índice de figuras y cuadros

|   |    |
|---|----|
| Figura n°1. Organigrama Ledesma SAAI. _____ | 11 |
| Figura n°2 Análisis Pestel. _____           | 12 |
| Figura n°3 Matriz de análisis FODA. _____   | 14 |
| Cuadro n°1 Análisis vertical. _____         | 17 |
| Cuadro n°2 Análisis horizontal. _____       | 17 |
| Cuadro n°3 Composición del activo. _____    | 18 |
| Cuadro n°4 Análisis del pasivo. _____       | 18 |
| Cuadro n°5 Composición del pasivo. _____    | 19 |
| Cuadro n°6 Índice de liquidez. _____        | 19 |
| Cuadro n°7 Liquidez. _____                  | 20 |
| Cuadro n°8 Apalancamiento operativo. _____  | 20 |
| Cuadro n°9 Tipo de financiamiento. _____    | 21 |
| Cuadro n°10 Rentabilidad. _____             | 21 |
| Cuadro n°11 Plazo de cobros y pagos. _____  | 22 |
| Cuadro n°12 Presupuesto. _____              | 30 |
| Cuadro n°13 Diagrama de Gantt. _____        | 32 |
| Cuadro n°14 Tablero de indicadores. _____   | 35 |

## Resumen

La determinación de la estructura de financiamiento óptima de una empresa, le aporta un alto grado de valor a la misma. Es en base a este análisis que se tomarán decisiones que determinen el rumbo de la organización. En el caso de la empresa Ledesma, se utilizaron distintos indicadores de medición sobre los últimos tres cierres contables (2017, 2018 y 2019). En una primera aproximación, se encontraron oportunidades de mejora para alcanzar un capital de trabajo óptimo, superando cualquier desfase que pueda producirse en el ciclo operativo, siendo el objeto de este abordaje, las cuentas por cobrar, proveedores y stock, para lo cual se generaron propuestas que incluían, incremento de recursos humanos, tecnológicos, económicos, tanto como capacitación, reasignación de tareas, entre otros. A fin de mejorar los ratios de liquidez, el capital de trabajo y lograr una mejora de los plazos de cobranzas, pagos, y rotación de inventarios. En una segunda instancia, se incluye en la implementación una evaluación de distintas alternativas de financiamiento externo, como una medida para incrementar el valor de la empresa, con un apalancamiento por deuda. Se espera con estas medidas llegar a una mejora de los ratios de indicadores, que hoy muestran el estado financiero de la empresa. Aun así, de no alcanzar los resultados esperados, se deja abierta la posibilidad de recurrir al activo fijo, para solventar las obligaciones corrientes.

Palabras claves: Financiamiento, indicadores, estructura óptima, capital de trabajo.

## **Abstract**

The determination of the optimal financing structure of a company, contributes a high degree of value to it. It is based on this analysis that decisions will be made that determine the direction of the organization. In the case of the Ledesma company, different measurement indicators were used on the last three accounting closings (2017, 2018 and 2019). In a first approximation, opportunities for improvement were found to achieve an optimal working capital, overcoming any lag that may occur in the operating cycle, being the object of this approach, accounts receivable, suppliers and stock, for which they were generated Proposals that included an increase in human, technological, and economic resources, as well as training, reassignment of tasks, among others. In order to improve liquidity ratios, working capital and achieve an improvement in the terms of collections, payments, and inventory turnover. In a second instance, an evaluation of different external financing alternatives is included in the implementation, as a measure to increase the value of the company, with a debt leverage. These measures are expected to lead to an improvement in the ratios of indicators, which today show the financial status of the company. Even so, if the expected results are not achieved, the possibility of resorting to fixed assets is left open to meet current obligations.

**Keywords:** Financing, indicators, optimal structure, working capital

## Introducción

Determinar una estructura óptima de financiamiento cobra alto grado de importancia en un contexto de incertidumbre, por esto, las empresas se ven desafiadas a acceder a recursos externos al costo más bajo posible, optando por las fuentes de financiación más baratas, tal como define Mondragón-Hernández (2011), y a devolver en el plazo más largo posible, lo cual impactara de manera directa en el Activo y Pasivo del estado de situación patrimonial.

En paralelo a esto, un segundo análisis se presenta a la hora de evaluar qué porcentaje del activo se financiará con capital propio, esta combinación entre financiamiento interno y externo no ha sido fácil de alcanzar por las empresas, ya que cada firma merece un análisis particular, definido por una serie de condicionantes, tal como plantean Modigliani y Miller (1958).

El análisis del presente trabajo parte de un estudio profundo y específico de los estados contables de Ledesma SAAI, evaluando a través de distintos indicadores y ratios el ciclo operativo de la empresa, para en una segunda instancia analizar las distintas posibilidades de endeudamiento para hacer frente a nuevas inversiones, o meramente mantener y optimizar el ciclo operativo de la organización en función del capital necesario para tal fin.

El alcance de estas nuevas posibilidades, dará una gran ventaja competitiva sobre otros competidores que se financian con capital propio o deuda a corto plazo y con altas tasas de interés. Hoy es posible elegir entre un abanico de opciones que se presentan, por esto es importante hacer un profundo análisis de la materia.

Toda empresa que desea alcanzar una estructura optima de financiamiento, deberá trabajar arduamente para reducir el ciclo de efectivo, que implica conocer el tiempo desde que la mercadería es vendida hasta el momento en que se produce su conversión en efectivo. En segundo lugar, realizará énfasis en conseguir proveedores que posibiliten cancelar las obligaciones en el tiempo más prolongado posible, y a su vez, manteniendo competitivos los costos de los productos.

Por último, luego de optimizar estos ciclos, se deberá evaluar el stock óptimo de la organización, ya que un quiebre de stock imposibilitaría que el ciclo operativo continúe, produciendo un corte en las ventas, una posible interrupción en la cadena de cobros y, por consecuencia, la imposibilidad de cumplir con las obligaciones asumidas con los proveedores;

por contraposición, un exceso de stock, haría perder liquidez y no lograría alcanzar el capital de trabajo esperable.

La cantidad de clientes de Ledesma, no presentan grandes cambios, a pesar del versátil contexto social, económico y político. Esto, es consecuencia de que la marca es reconocida en todo el país, y mantiene una reputación de más de 100 años de historia, lo que permitió posicionar a la organización como líder en el mercado agrícola-industrial.

Cabe resaltar como antecedente reciente, el trabajo realizado por Ruiz Flores (2018), donde afirma que:

El proceso de recuperación de los créditos concedidos dentro de los plazos establecidos se realiza mediante las cobranzas que, para toda empresa, no deja de ser un problema. Las acciones de cobranza deberían estar contenidas en políticas con respecto al proceso de cobro estableciendo procedimientos y acciones estratégicas. (p. 13)

A nivel internacional, se menciona el trabajo final realizado por Vilca (2012), que busca determinar si el control interno optimizará la gestión financiera y comprobar la influencia de la supervisión en las cobranzas de las Mypes. Se llega a concluir, que éstas aplican inadecuadamente procedimientos de control interno, por tanto el sistema es ineficiente y débil, perdiendo de esta manera capital necesario para la actividad y el crecimiento de la organización.

Barton y Matthews (1989), afirman que la elección de las pequeñas empresas está volcada al financiamiento interno, ya que, de esta manera, reduce el riesgo, en la misma medida que la incertidumbre de los posibles cambios que pudieran suscitarse. Así es que, el endeudamiento externo pasa a ser una materia desconocida y no considerada por muchos empresarios.

Por otro lado, a pesar de la decisión de la dirección a favor de la utilización de capital propio, que la empresa genera por su ciclo operativo, en general se debe reconocer, que son insuficientes para financiar la tasa de crecimiento considerada por la gerencia como óptima para sus propias aspiraciones. De este modo, el recurso a la financiación externa aparece como

una necesidad ineludible; confirmando así una jerarquía existente en las preferencias, poniendo el financiamiento interno por encima del externo. Esta teoría se basa en la asimetría de información (Shyam-Sunder y Myers, 1998).

Así mismo, una vez que se comprende por circunstancias internas o externas lo fundamental que es contar con fuentes de financiamiento fuera de la empresa, comienza un nuevo proceso de evaluación y elección de las mejores opciones que se presentan, entendiendo que el préstamo bancario por ejemplo es solo una de las maneras de obtener recursos en el corto plazo, pero de no tan fácil acceso, tal como describe Rojas (2017), en diferentes investigaciones.

#### *Objetivo General*

- Determinar la Estructura de Financiamiento Óptima para Ledesma SAAI.

#### *Objetivos Específicos*

- Disminuir el plazo de cobranzas de los deudores por ventas.
- Mejorar los plazos de financiamiento de proveedores.
- Mantener un nivel adecuado de stock.
- Acceder a fuentes externas de financiamiento menos costosas.



## **Análisis de situación**

### *Descripción de la empresa Ledesma SAAI*

Ledesma SAAI, es una empresa ubicada en la provincia de Jujuy, al norte de la República Argentina, es madre de una Sociedad denominada Grupo Ledesma, que se compone por tres empresas, Castinver S.A, Bio Ledesma S.A y Ledesma Frutas S.A. Su actividad principal es la producción de azúcar, papel, frutas, jugos concentrados, cuadernos, repuestos escolares, bioetanol, jarabes y almidones de maíz.

Iniciada en 1908 por su fundador Enrique Wollmann, como un ingenio azucarero, en 1990 amplió su producción abriendo una planta en Jujuy de jugos y cítricos, cuatro años más tarde ingresó al rubro de los hidrocarburos en el yacimiento Aguaragüe, ese mismo año adquirió industrias Grafex en San Luis dedicada a la producción de cuadernos y útiles escolares, en 2010 se inauguró la planta de bioetanol en Jujuy, ampliando así su producción, llegando a contar con presencia en casi todo el territorio argentino. Un dato no menor es que la empresa hoy cuenta con más de 7000 empleados.

Los valores y principios destacados del Grupo económico Ledesma son factores claves en su fundamento interno, y su repercusión externa. Los mismos se encuentran desarrollados en su sitio web (Ledesma, 2021), y en el presente trabajo se retoman de manera breve.

En primer lugar, la ética, dado que se pretende que trabajar en Ledesma imprima un estilo de vida y que la empresa sea algo más que un lugar de trabajo. Las personas, el respeto a la dignidad de las personas como característica fundamental en las relaciones internas y externas. El desarrollo personal y profesional, la compañía propone este principio mediante cursos de capacitación y liderazgo y a través de un clima laboral propicio. El trabajo en equipo, cuyo objetivo central es acercar la decisión a la acción. La innovación y creatividad, considerando que son valores fundamentales para el éxito en un ambiente de constante cambio y abriendo una brecha no descalificante ni castigador al error involuntario, porque ello atenta contra estos valores. La eficiencia, calidad y servicio al cliente, son tres aspectos que hacen no sólo al desarrollo del Grupo Empresario, sino a su propia supervivencia, se busca el acercamiento a los clientes para poder comprender y satisfacer mejor sus necesidades. Y, por último, las utilidades, esenciales para posibilitar el crecimiento a largo plazo; insistiendo en la necesidad de ser competitivos en los costos y en la calidad de nuestros productos y servicios.

La orientación estratégica de la organización, descrita en el Informe de sostenibilidad (Grupo Ledesma, 2007/2008), abarca doce factores entre los que se encuentran: Integración (permite el control de costos y la calidad de productos y servicios); Autonomía financiera (autofinanciamiento de operaciones y minimización del riesgo crediticio); Foco (evitando dispersar los esfuerzos y atención); Conducta (respeto a la comunidad, el medio ambiente, clientes, colaboradores, proveedores y accionistas); Crecimiento (del volumen del negocio de la organización); Liderazgo (búsqueda del liderazgo en el desarrollo de actividades comerciales, fabriles y de gestión empresarial); Anticipación y proactividad (consistentemente con la vocación de liderazgo de la Empresa); Investigación y desarrollo; Liderazgo en costos (buscando ser el productor de más bajo costo del mercado y comparable a los más eficientes a nivel internacional); Productividad (optimización del aprovechamiento de los recursos); Estándares de excelencia (haciendo foco en el cliente, la calidad y el servicio); y, por último, Inversiones (alcanzar y sostener a largo plazo las nuevas estrategias para incrementar el ritmo de inversiones).

En cuanto a su estructura organizacional, la empresa se compone por un directorio general, de quien desprenden Gerencia General, Gerencia Corporativa de Auditoría y Asuntos Institucionales; cada una de las cuales está compuesta por sus propias gerencias y subáreas (Figura n°1).

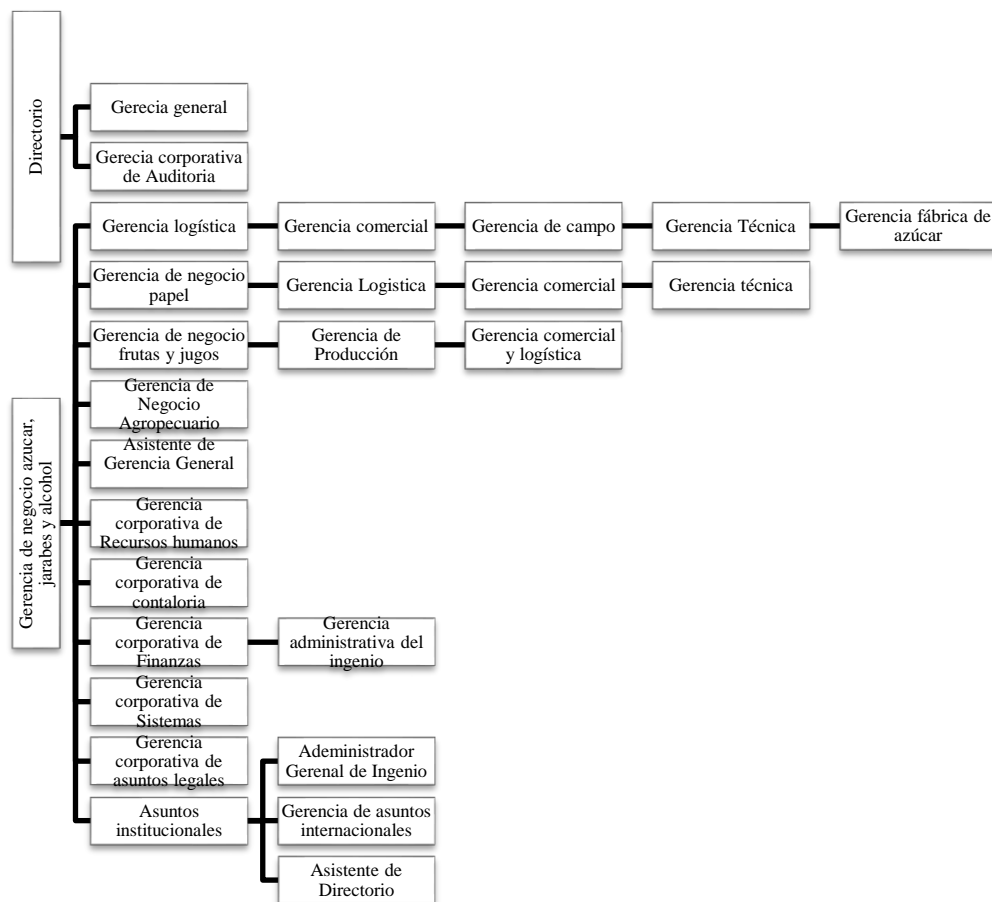


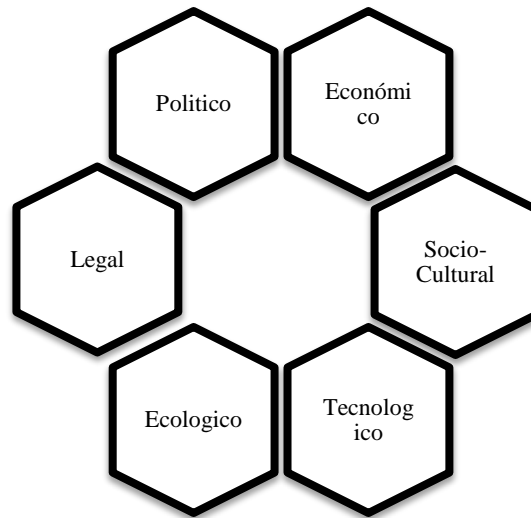
Figura n°1. Organigrama Ledesma SAAI. Fuente: Elaboración propia (2021).

### *Análisis de contexto*

Para el análisis de contexto se procede a utilizar una herramienta útil para tal fin, llamada *Pestel* (Figura n°2), la cual basa en la descripción del entorno de la empresa mediante la consideración de los elementos: Políticos, Económicos, Socio-cultural, Tecnológicos, Ambientales y Legales.

Además, permitirá evaluar la perspectiva, crecimiento y orientación de las operaciones de la organización y a su vez, se podrán identificar los elementos externos que puedan afectar en el presente o en el futuro a la empresa.

## *Análisis PESTEL*



*Figura n°2 Análisis PESTEL.* Fuente: Elaboración propia (2021).

### *Factores Políticos*

Las elecciones presidenciales del 2019, produjeron un mayor nivel de inestabilidad e incertidumbre frente a lo que significa un nuevo gobierno, y la posibilidad de cambios en materia impositiva y financiera, nuevas reglas de juego. Aun así, Ledesma SAAI es favorecida con el nuevo programa de promoción industrial para las empresas manufactureras, lo que posibilita la exención impositiva de Ingresos Brutos, (Errepar, 2020).

El gobierno trabajó fuertemente con diferentes propuestas adoptadas por la empresa, programa ATP que cubriría del 80 al 100% del sueldo de los empleados, incremento el monto de las indemnizaciones un 100% aumento y amplió el programa de financiamiento “Ahora 12” a nuevos rubros, entre otras medidas llevadas a cabo para apalear la situación que atravesarían el 70% de las fuentes de trabajo en Argentina.

### *Factores Económicos*

Observatorio de Pymes (2020), publica en el informe semestral un informe sobre el aumento de los costos de las materias primas que se explica en la devaluación del peso, lo que afecta al 68% de las empresas. Esto impacta directamente en la caída del consumo y las ventas, cambiando las preferencias de los consumidores a productos sustitutos de menor precio. A su vez, las empresas deberían enfrentar altas tasas de interés para el financiamiento a pesar de los esfuerzos del gobierno por mantenerlas accesibles.

### *Factores Socio-culturales*

La pandemia mundial por COVID-19, produjo una rescisión para el sector manufacturero, lo que amenazó con llevar el desempleo a niveles históricos, lo cual repercutió en parte en la elección de productos más baratos. En cuanto a imagen corporativa, la empresa logró posicionarse de tal manera que alcanzo ser líder en el mercado.

### *Factores Tecnológicos*

Dentro del área de operaciones, se observa un progreso, tal como lo afirma Solá (2019), director de Innovación, Medio Ambiente y Energía de Ledesma, quien expresó:

La innovación siempre ha estado presente en la vida de Ledesma y ahora estamos participando de la Red de Innovación Agropecuaria, una iniciativa muy interesante de NXTP Labs que gracias al aporte de las startups enriquecerá a las empresas de la red con nuevas tecnologías aplicadas al agro. En el ámbito de la innovación, la cooperación y la interrelación son totalmente virtuosas, y esta iniciativa de NXTP Labs es un ejemplo de ello. (p .s/n)

Por el lado comercial, se presenta una necesidad en materia tecnológica, ya que la llegada de la empresa al consumidor final es a través de ventas mayoristas a cadenas de supermercados, se encuentra con poco uso, y desactualizada la página web, y con limitadas opciones de contacto para el cliente minorista.

### *Factores Ecológicos*

En cuanto a la actividad propia de la organización, Ledesma destaca en materia de residuos líquidos, por contar con un sistema integral de tratamiento de efluentes para la reducción de la carga orgánica de sus aguas industriales y, permite a la empresa cumplir con todas las obligaciones legales. Además, la compañía cuenta con un depósito de Residuos Peligrosos Corporativo, habilitado por la autoridad ambiental provincial para el almacenaje transitorio de residuos peligrosos debidamente confinados.

Por otro lado, fuera de la operación diaria, en el año 2007 se realizó una prueba piloto del Programa “Aprendiendo a Reciclar” por medio del cual los habitantes y los alumnos de las

tres escuelas de los campamentos zafreiros, clasificaron los residuos separando los envases de plástico. Esta iniciativa se repitió en 2008. Consiguiendo de esta manera mostrarse frente al cliente interno, externo y demás organismos de control, como una empresa involucrada en el cuidado del medioambiente.

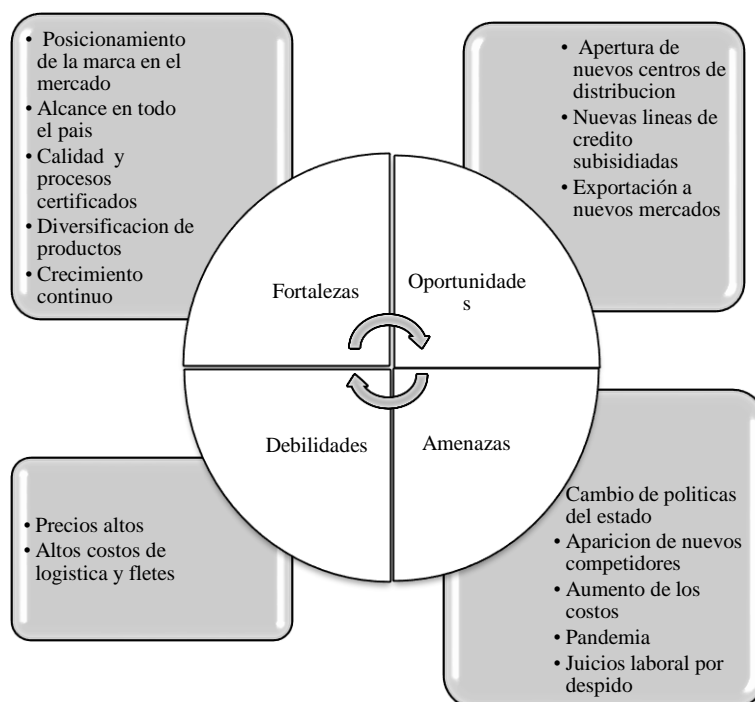
### *Factores Legales*

La empresa cuenta en su página web (Ledesma, 2021), con un código de ética, donde se muestra un fuerte énfasis en la política de anticorrupción, tomando como principio general, tolerancia cero a la corrupción, en todos sus niveles, poniendo a disposición un canal de denuncias para tal fin.

En materia de la actividad alimentaria, la empresa desde el año 2000 asegura el cumplimiento de las regulaciones alimentarias legales, con las condiciones de calidad y autenticidad requeridas por AIJN (*Association of the Industry of Juices and Nectars*).

### *Diagnóstico organizacional*

#### *Matriz de análisis FODA*



*Figura n°3 Matriz de análisis FODA. Fuente: Elaboración propia (2021).*

La matriz FODA es una herramienta de estudio de las organizaciones, proyectos o inclusive personas, la cual analiza sus características internas (Fortalezas y Debilidades) y externas (Oportunidades y Amenazas), para evaluar la realidad y generar un plan de acción que optimice los aspectos positivos y disminuya los negativos.

Respecto a las fortalezas de Ledesma, se destaca el fuerte posicionamiento que tiene la marca dentro del mercado agrícola industrial, siendo una empresa conocida en el rubro a nivel nacional. Cuenta con alcance a todo el país, los productos están presentes en todas las provincias del territorio argentino. Los procesos están certificados por normas ISO 9001:2015; Kosher, Producto Yungas, National Organic Program y Producto apto para personas celiacas. A su vez, cuenta con auditoría permanente del equipo de Control Unión, que avala la certificación Certified Responsible Soy (CRS) para clientes que compran soja certificada. Los procesos certificados, así como las auditorias, diferencia a Ledesma de sus competidores.

Los productos que produce y comercializa son diversos, azúcar, alcohol, bioetanol, papeles, cuadernos, jugos, entre otros. Por último, se observa un continuo crecimiento en la producción, solo en ganadería el año 2020 en comparación a su ejercicio anterior, represento un alza del 30,68%, del azúcar un 11% por mencionar algunos de los rubros.

Como oportunidades se presenta la apertura de nuevos mercados al exterior, ya que, con una depreciación del precio, se presenta al mundo como productos baratos, y a su vez de una altísima calidad. En el año 2021 se presenta como un objetivo, triplicar la exportación de limones a EEUU. Sin duda, el incremento de las exportaciones significa una readecuación en su planta de producción en Jujuy, lo que a su vez favorece al mercado interno, abriendo la posibilidad y necesidad de buscar la apertura de nuevos centros de producción, comercialización y distribución.

En un contexto de pandemia, una oportunidad que se presenta, es la posibilidad de acceder a líneas de créditos, a tasas por debajo de la inflación, subsidiadas por un gobierno que incentiva la producción y como muestra de ello, ofrece estas posibilidades.

En relación a las debilidades, a pesar de su gran presencia en el mercado, el precio de los productos de Ledesma son altos en comparación con sus competidores cercanos, por lo que el consumidor ante la necesidad de reducir costos, puede optar por productos sustitutos de menor valor. Para poder llegar a cubrir todas las provincias de Argentina, la empresa tiene que

cargar con altos costos de traslados y fletes, ya que la mayor parte de su producción se encuentra atomizada en 3 o 4 centros.

Por último, en relación a las amenazas, el año 2019 se presentó como un año cambiante a nivel político, con elecciones y posterior cambio de gobierno, lo cual trajo aparejado cierto grado de incertidumbre ante promesas de cambios de políticas y regulaciones que podrían afectar de manera directa o indirecta a la empresa Ledesma SAAI, tal es el caso de la inflación, cerrando el año 2020 con un 36,1% lo que produjo un alto incremento en los costos de las materias primas. Poco tiempo después de cambio de mandato, a nivel mundial el sistema sanitario fue afectado seriamente por el virus COVID-19, lo que trajo aparejado una recesión en las economías, el empleo y la inversión.

Ante un escenario desfavorable, siempre está latente la posibilidad de despido. Para esto el gobierno anuncio por Decreto de necesidad y urgencia, el pago de una doble indemnización ante despidos sin causa. El escritor y periodista López (2021), afirmó que la empresa estaba realizando despidos de manera encubierta, puntualmente en uno de los lotes propiedad de Ledesma, que, según el periodista, tuvo la mayor cantidad de fallecidos durante la última zafra del 2020. Esto sin duda puede ocasionar grandes pérdidas económicas por posibles juicios laborales, como también un impacto en la imagen de la empresa frente a sus clientes y empleados.

#### *Análisis técnico económico-financiero*

A partir de los estados contables se realiza un análisis técnico, vertical y horizontal, para lo cual se utilizaran los balances cerrados en 2017/2018/2019.

#### *Análisis vertical*

El análisis vertical es útil para determinar que porcentaje representa cada rubro del activo, en relación al total del activo.



|  | 2017                |             | 2018                 |             | 2019                 |             |
|--|---------------------|-------------|----------------------|-------------|----------------------|-------------|
| <b>Activo</b>                                    |                     |             |                      |             |                      |             |
| <b>Activo corriente</b>                          |                     |             |                      |             |                      |             |
| Efectivo y colocaciones a corto plazo            | 263.331,00          | 3%          | 2.494.595,00         | 12%         | 428.750,00           | 2%          |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar  | 1.348.353,00        | 17%         | 1.874.911,00         | 9%          | 2.185.970,00         | 12%         |
| Otros creditos financieros                       | 267.483,00          | 3%          | 426.165,00           | 2%          | 365.462,00           | 2%          |
| Otros creditos no financieros                    | 88.226,00           | 1%          | 134.135,00           | 1%          | 137.492,00           | 1%          |
| Otras cuentas por cobrar con partes relacionadas | 112.614,00          | 1%          | 37.259,00            | 0%          | 13.268,00            | 0%          |
| Inventarios                                      | 3.127,00            | 0%          | 5.788.342,00         | 28%         | 5.323.448,00         | 30%         |
| Activos biológicos                               | 3.182.138,00        | 40%         | 275.078,00           | 1%          | 364.609,00           | 2%          |
| <b>Total activo corriente</b>                    | <b>5.265.272,00</b> | <b>66%</b>  | <b>11.030.485,00</b> | <b>54%</b>  | <b>8.818.999,00</b>  | <b>50%</b>  |
| <b>Activo no corriente</b>                       |                     |             |                      |             |                      |             |
| Activo por impuesto a las ganancias diferido     | 320.010,00          | 4%          | 27.425,00            | 0%          | 11.350,00            | 0%          |
| Activos biológicos                               | 82.002,00           | 1%          | 156.365,00           | 1%          | 172.741,00           | 1%          |
| Otros creditos financieros                       | 534.600,00          | 7%          | 844.304,00           | 4%          | 521.715,00           | 3%          |
| Activos intangibles                              | 35.134,00           | 0%          | 35.283,00            | 0%          | 15.290,00            | 0%          |
| Inversiones en asociadas y negocios conjuntos    | 94.705,00           | 1%          | 260.068,00           | 1%          | 296.005,00           | 2%          |
| Propiedades, planta y equipo                     | 1.588.798,00        | 20%         | 6.813.876,00         | 33%         | 6.800.767,00         | 38%         |
| <b>Total activo no corriente</b>                 | <b>2.655.249,00</b> | <b>34%</b>  | <b>8.137.321,00</b>  | <b>40%</b>  | <b>7.817.868,00</b>  | <b>44%</b>  |
| Activos disponibles para la venta                | -                   | 0%          | 1.228.600,00         | 6%          | 1.146.916,00         | 6%          |
| <b>Total Activos</b>                             | <b>7.920.521,00</b> | <b>100%</b> | <b>20.396.406,00</b> | <b>100%</b> | <b>17.783.783,00</b> | <b>100%</b> |

*Cuadro n°1 Análisis vertical.* Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021)

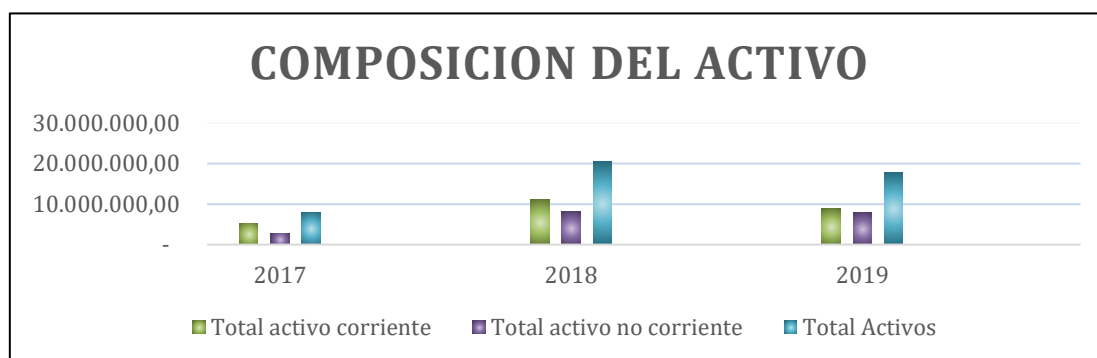
### *Análisis horizontal*

|  | 2019 V. Rel.(2018)   |             | V. Abs.(2018) |                    |
|--|----------------------|-------------|---------------|--------------------|
| <b>Activo</b>                                    |                      |             |               |                    |
| <b>Activo corriente</b>                          |                      |             |               |                    |
| Efectivo y colocaciones a corto plazo            | 428.750,00           | -83%        | -             | 2.065.845,0        |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar  | 2.185.970,00         | 17%         | -             | 311.059,0          |
| Otros creditos financieros                       | 365.462,00           | -14%        | -             | 60.703,0           |
| Otros creditos no financieros                    | 137.492,00           | 3%          | -             | 3.357,0            |
| Otras cuentas por cobrar con partes relacionadas | 13.268,00            | -64%        | -             | 23.991,0           |
| Inventarios                                      | 5.323.448,00         | -8%         | -             | 464.894,0          |
| Activos biológicos                               | 364.609,00           | 33%         | -             | 89.531,0           |
| <b>Total activo corriente</b>                    | <b>8.818.999,00</b>  | <b>-20%</b> | <b>-</b>      | <b>2.211.486,0</b> |
| <b>Activo no corriente</b>                       |                      |             |               |                    |
| Activo por impuesto a las ganancias diferido     | 11.350,00            | -59%        | -             | 16.075,0           |
| Activos biológicos                               | 172.741,00           | 10%         | -             | 16.376,0           |
| Otros creditos financieros                       | 521.715,00           | -38%        | -             | 322.589,0          |
| Activos intangibles                              | 15.290,00            | -57%        | -             | 19.993,0           |
| Inversiones en asociadas y negocios conjuntos    | 296.005,00           | 14%         | -             | 35.937,0           |
| Propiedades, planta y equipo                     | 6.800.767,00         | 0%          | -             | 13.109,0           |
| <b>Total activo no corriente</b>                 | <b>7.817.868,00</b>  | <b>-4%</b>  | <b>-</b>      | <b>319.453,0</b>   |
| Activos disponibles para la venta                | 1.146.916,00         | -7%         | -             | 81.684,0           |
| <b>Total Activos</b>                             | <b>17.783.783,00</b> | <b>-13%</b> | <b>-</b>      | <b>2.612.623,0</b> |

*Cuadro n°2 Análisis horizontal.* Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021)

### Composición del Activo

Este análisis, muestra qué proporción del activo es corriente y no corriente, esto es relevante a la hora de evaluar el capital de trabajo óptimo de la empresa. Como se observa en el Cuadro n°3, Ledesma obtuvo un gran crecimiento del activo corriente en el año 2018, que luego disminuyó el año siguiente, pero se mantiene predominante frente al activo no circulante (no corriente).



Cuadro n°3 Composición del activo. Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021).

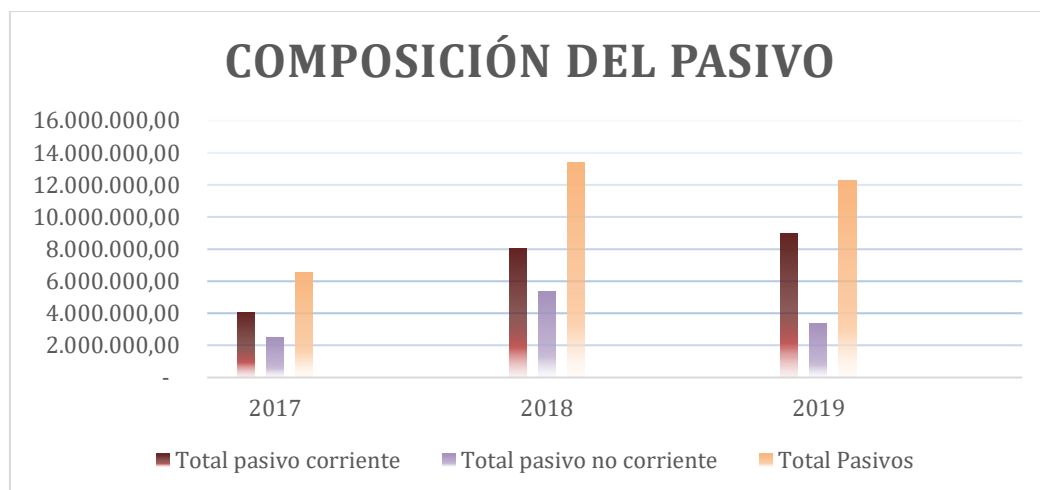
### Composición del pasivo

Es notable al analizar la composición del pasivo, que el pasivo de corto plazo, tiene preponderancia sobre el pasivo no corriente, esto significa que la mayoría de la deuda debe ser cancelada en los próximos 12 meses.

El ratio para el 2019 indica que el 73% del pasivo es de corto plazo (Cuadro n°4).

|                              | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------------|------|------|------|
| <i>Pasivo de corto plazo</i> | 62%  | 60%  | 73%  |
| <i>Pasivo de largo plazo</i> | 38%  | 40%  | 27%  |

Cuadro n°4 Análisis del pasivo. Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021).



*Cuadro n°5 Composición del pasivo.* Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021).

### *Liquidez*

La liquidez de la empresa es medible mediante una comparación directa entre el activo corriente frente al pasivo corriente, con exigibilidad a corto plazo (dentro de los 12 meses siguientes). El resultado indica el grado de solvencia de la empresa para responder a los compromisos (deudas) exigibles o debería buscar nuevas fuentes de financiación.

Se observa un escenario favorable en el periodo 2017 donde el ratio de liquidez alcanzó un 29%, que se acrecentó en el año 2018 llegando al 37%, pero que hizo un gran retroceso en el periodo 2019 inclusive llegando a quedar negativo, mostrando un foco de atención prioritario (Cuadro n°6).

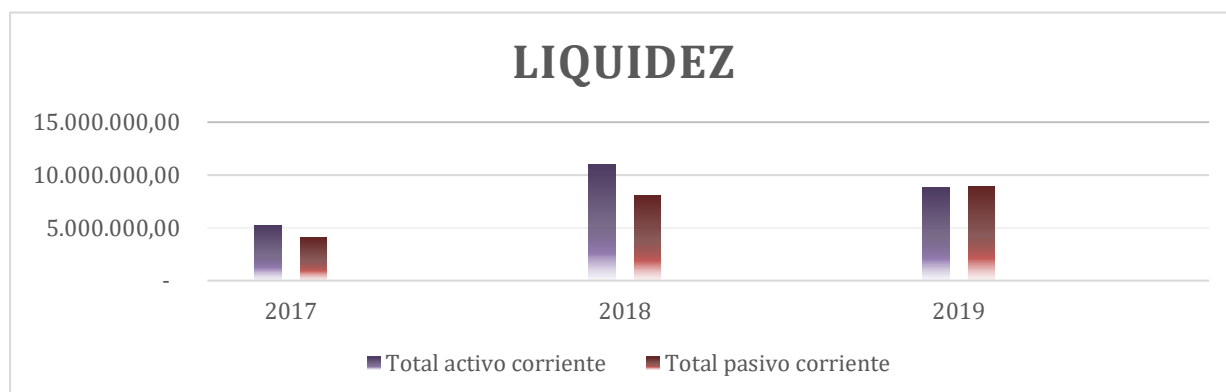
|                           | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------------|------|------|------|
| <i>Índice de Liquidez</i> | 1,29 | 1,37 | 0,98 |
| <i>Prueba acida</i>       | 1,29 | 0,65 | 0,39 |

|                           | 2017         | 2018         | 2019         |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>Capital de trabajo</i> | 1.186.791,00 | 3.005.125,00 | - 136.321,00 |

*Cuadro n°6 Índice de liquidez.* Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021)

Las variaciones entre el índice de liquidez y la prueba ácida, tiene que ver con los cambios en el inventario.

El último balance con cierre al 2019 arrojó un saldo neto negativo de capital de trabajo de -\$136.321.



*Cuadro n°7 Liquidez.* Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma 2017/2018/1019 (2021).

#### *Tipo de financiamiento*

A fin de mantener el Activo, la empresa tiene dos opciones de financiamiento; por un lado el interno, a través de capital aportado por los socios, y por el otro el financiamiento externo, a través de deuda con terceros.

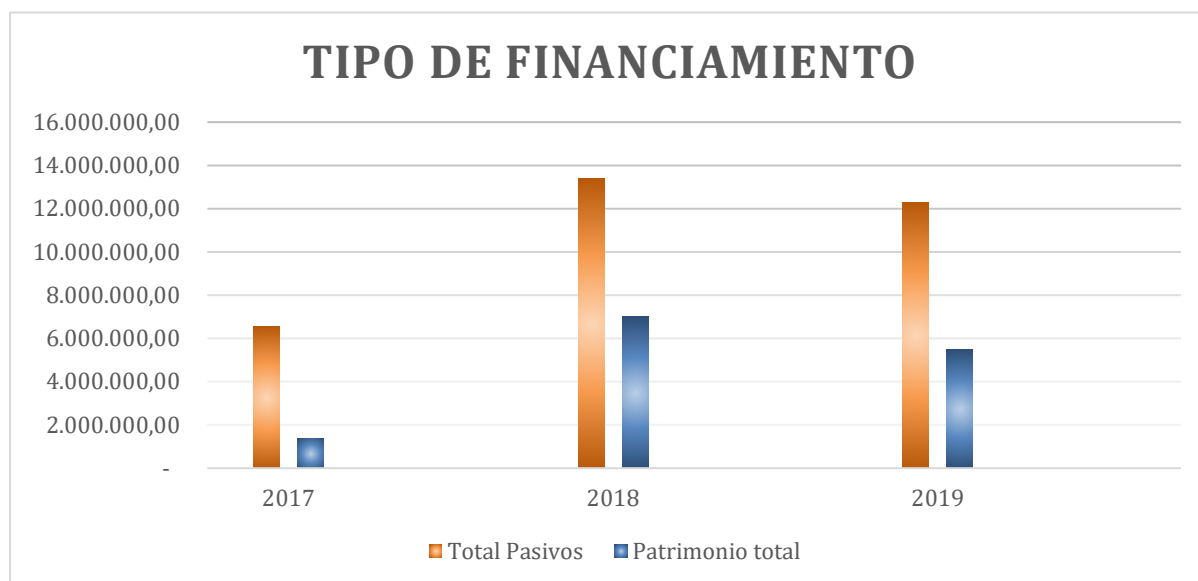
Se presenta una tendencia a los largo de los últimos tres periodos, que marca un fuerte financiamiento a través de deuda con terceros, mostrando que es opción preferida por los accionistas para el crecimiento de la organización, cerrando el periodo 2019 con un índice de financiación con pasivos del 69%. Este nivel de deuda puede significar un riesgo para la organización (Cuadro n°8).

|                              | 2017  | 2018  | 2019  |
|------------------------------|-------|-------|-------|
| <i>Endeudamiento</i>         | 82,7% | 65,7% | 69,2% |
| <i>Aportes de los socios</i> | 17,3% | 34,3% | 30,8% |

*Cuadro n°8 Apalancamiento operativo.* Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021).

Indica que el último año, hubo una variación mínima respecto al año anterior, arrojando que el 69,2% del activo se financió con deuda, y el resto con capital propio. Este resultado, aunque ha caído con respecto al año anterior, continúa siendo elevado el apalancamiento

operativo del último año término en 2,24 veces, presentando así un leve incremento sobre el año anterior.



*Cuadro n°9 Tipo de financiamiento.* Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021).

### *Rentabilidad*

Tanto la rentabilidad sobre el activo, como la rentabilidad sobre el capital, arrojan resultados negativos, esto es producto de que en los últimos tres periodos, la empresa no obtuvo ganancias. Se analiza situación actual del EBITDA, el último balance cerró con un resultado negativo de -\$1.518.461. Siendo así una seguidilla de al menos tres años sin poder generar ganancias.

Por otra parte, el comparativo del Cuadro n°10 muestra que el ROA es mayor al ROE, lo cual indica que la mayor parte del activo se financia con deuda.

| <i>Rentabilidad</i>                        | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|
| <i>Rentabilidad sobre el Activo (ROA)</i>  | -2%  | 0%   | -9%  |
| <i>Rentabilidad sobre el Capital (ROE)</i> | -9%  | 0%   | -28% |

*Cuadro n°10 Rentabilidad.* Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021).

Por último, se realiza un análisis del plazo de cobros y pagos, siendo este fundamental para mantener una estructura financiera interna sana (Cuadro n°11).

|                          | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Plazo de Cobranza</i> | 46,04       | 36,98       | 40,04       |
| <i>Plazo de Pagos</i>    | 78,27       | 44,42       | 69,11       |

*Cuadro n°11 Plazo de cobros y pagos.* Fuente: Elaboración propia en base a estados contables de Ledesma (2021).

Se encuentra una diferencia de aproximadamente 20 días entre el plazo de pago y el plazo de cobros, este resultado es positivo, ya que de alguna manera significa que la empresa tendría 20 días más para cancelar sus pasivos.

## Marco Teórico

Existe gran cantidad de bibliografía referida al análisis de las diferentes fuentes de financiamiento para lograr una estructura óptima entre deuda y capital propio, logrando a su vez que la empresa continúe siendo rentable. La elección que elija la empresa será definida por su política interna, pero en mayor medida, por los rendimientos que espera obtener, tanto para pagar a los proveedores, como para recompensar a los accionistas (Stephen, Ross, Westerfield y Jordan, 2010).

### *Capital de trabajo, riesgo y apalancamiento operativo*

El análisis financiero de las empresas se inicia en una evaluación y diagnóstico del presupuesto de capital, esto es, la elaboración a través de una serie de premisas que permitirán obtener un acercamiento aproximado al flujo de fondos que la empresa espera ingresar, para luego cubrir obligaciones existentes o afrontar nuevas inversiones.

Las empresas precisan conocer cuál es la estructura de capital necesaria para hacer frente a las necesidades económicas y financieras que la actividad les exige. Esta estructura de capital (o estructura financiera), es la mezcla específica de deuda a largo plazo (externa) y capital (interno) que utiliza la organización para financiar las operaciones de la empresa. Sobre esto, Modigliani y Miller (1958), agregan que no existe una combinación óptima o ideal de capital y deuda, que minimice el costo del capital y a su vez maximice el valor de la empresa. Algunos años después, incluyendo dentro del análisis el efecto de los impuestos, concluyen que es mejor endeudarse, ya que los intereses son deducibles fiscalmente, equiparando los costos financieros que surgen de las altas tasas de tomar crédito externo, (Modigliani y Miller, 1963).

Existe una mirada llamada por Gómez Bezares (2012), “Postura Tradicional”, la cual afirma que el apalancamiento tiene un límite, a partir del cual deja de ser beneficioso. A medida que aumenta la deuda, el retorno es cada vez más alto, debido al riesgo asumido por la magnitud de las obligaciones (pasivos), en paralelo al aumento del riesgo, los accionistas que conforman el capital propio exigirán mayores dividendos. En conclusión, cuando el costo de capital propio y deuda ajena dejan de ser constantes y empiezan a crecer, es el punto en que la mezcla de ambas es óptima.

Cuando se habla de financiamiento, es necesario mencionar el riesgo. Gittman y Zutter (2016) definen el riesgo como, “el grado de variación de los rendimientos, relacionados a un activo específico” (p.12), en otras palabras, termina siendo una medida de incertidumbre que hay en torno al posible rendimiento de una inversión.

La evaluación de las organizaciones debe incluir la valoración del capital de trabajo. Esto es la disponibilidad inmediata o fondo de maniobra, que surge de restarle a los activos de mayor liquidez (corrientes), los pasivos de corto plazo (Stephen et al., 2010). El resultado de este análisis será útil para la toma de decisiones.

En vista de esta evaluación realizada sobre el flujo de efectivo de la empresa, un segundo factor a analizar es el tiempo, ya que no solo es necesario saber cuánto es el capital necesario, sino cuando dispondremos del mismo. Gitman y Zutter (2016) afirman que “casi siempre será preferible obtener fondos con la mayor rapidez posible” (p. 12). Amat y Puig (2012), agregan que una eficiente gestión del crédito, va a favorecer la liquidez de la empresa, lo que a la vez permite cumplir con los pagos.

Para completar el análisis, algunas empresas consideran importante medir la rotación de inventarios de la organización, según Gomez, Márquez y Quiroga (2018), mientras mayor sea la rotación de la mercadería, menor será el monto a invertir por la empresa para cubrir la demanda de los clientes.

### *Financiamiento externo en Argentina*

Las empresas en Argentina debieron y deberán acostumbrarse y desacostumbrarse a un contexto de cada vez mayor inestabilidad, aprendiendo a convivir con distintos factores, como lo es el fenómeno inflacionario que impacta de manera directa en los costos, la rentabilidad y liquidez de las organizaciones. Es así, que se comenzaron a elaborar nuevas estrategias para hacer frente a los cambios y la incertidumbre que traen aparejadas las nuevas políticas, entendiendo que las empresas que no logren adaptarse, y cambiar su manera de trabajar, desaparecerán (González, 2001). Por el lado socio-cultural, la pandemia es otro factor que agrega un mayor grado de dificultad para el mantenimiento y la competitividad de las empresas, dejando un saldo en el 2020 de 22.176 empresas que cesaron su actividad (IProfesional, 2021).



Para analizar las fuentes de financiamiento, es necesario antes, arrojar una mirada al balance y realizar una subdivisión en el pasivo y el patrimonio neto hasta llegar a, “la teoría de la jerarquía financiera” según define Myers (1984, p.187), esto tiene en cuenta el acceso, el destino, el costo y el riesgo. Las categorías se clasifican en, pasivos operativos, pasivos financieros, aportes de capital, y resultados no distribuidos.

Pérez, Bertoni, Sattler y Terreno (2015), describen en primer lugar, la deuda ajena, de la siguiente manera; pasivos operativos, son resultados de los proveedores de la empresa, deudas sociales, y fiscales. Pasivos financieros, los créditos bancarios, leasing, obligaciones negociables, entre otras. Por otro lado, el capital propio se clasifica en, aportes de capital, que a su vez se subdivide entre actuales propietarios, y potenciales inversiones, estos últimos pensando el mercado de capitales. Dentro del capital propio se encuentran los resultados no distribuidos, estos son fondos que provienen del autofinanciamiento.

Haciendo un repaso de las principales fuentes de financiamiento externas, se encuentran:

- Prestamos, son contratos firmados en los que la empresa accede a una cantidad de dinero, que será devuelta en un plazo de tiempo y con interés.
- Factoring, es una forma de financiación a corto plazo, donde una de las partes, denominada factor, se obliga a adquirir a un valor determinado, los créditos originados en la operación comercial de otra, denominada factoreado.
- Leasing, o arrendamiento financiero, es aquel donde el dador conviene en transferir al tomador, todos los derechos de uso y goce, contra el pago del canon, dándole una opción de compra por un precio determinado o a determinar.
- Descuento bancario, está siendo cada vez más utilizado por las grandes empresas, este obliga al titular de un crédito (factura o cheque) a cederlo al banco y a este anticiparle el importe del crédito, aplicando la correspondiente tasa de descuento por los días que se anticipó el dinero.
- Financiamiento público, son los distintos recursos que brinda el estado a través de subsidios, exenciones o plazos, que a través de distintos programas le ofrecen a las empresas nuevas posibilidades de financiamiento.
- Y en último lugar, el Crowdfunding se trata de apoyo a proyectos de interés específicos, mediante la cooperación participativa de personas de una comunidad.

Las empresas en Argentina presentan una serie de dificultades para ingresar a una financiación; entre ellas se mencionan, el desconocimiento de los instrumentos disponibles en el mercado, las altas tasas de intereses que deben pagar por el dinero, y la formalidad exigida en la presentación de la documentación solicitada.

La evaluación para la selección de los candidatos a acceder a algún tipo de financiamiento, según Bebczuk (2010), se basa en cuatro tecnologías: tecnología basada en información dura, basándose solamente en información dura, información cuantitativa extraída directamente de los estados contables históricos, y la proyección del flujo de fondos. Esta información se compara con otra información del sistema financiero, para comprobar su veracidad. En segundo lugar, se evalúa en base a garantías convencionales, donde se exige a la empresa el respaldo de la deuda a tomar, con bienes de uso, o inmuebles propios. La tercera base de evaluación, es de garantías no convencionales, estas son generadas de la propia actividad de la empresa (descuento de cheques, cheques, factoring) o bienes del acreedor (leasing), al igual que la garantía convencional reducen el riesgo del deudor. Por último, la cuarta tecnología de evaluación, se basa en información blanda, esto es, una evaluación de la facturación de la empresa, tanto como las compras, y el stock, haciendo una comparación directa con otras organizaciones del mismo rubro.

En conclusión, para lograr un capital de trabajo óptimo, será necesario conocer todas las posibilidades de financiamiento, internas y externas, para luego de analizar sus costos, volumen, riesgos y el factor tiempo, poder hacer uso eficiente de la opción elegida Gittman y Zutter (2016). A su vez, es necesario estar atentos a los cambios que presenten los clientes, proveedores y el mercado en general, dado que representan las principales variables en la estructura de financiamiento. Utilizando para esto distintas herramientas de cálculo, como indicadores y ratios de medición.

## Diagnóstico y Discusión

Luego de realizar una evaluación de los estados contables, a través de una serie de cálculos y mediciones, se detectaron algunos inconvenientes que se observan en los resultados obtenidos sobre los estados contables, como también oportunidades de financiamiento externo que se presentan como opciones disponibles, según se indica en Figura n°3.

### *Declaración del problema*

Comenzando por los resultados obtenidos sobre las partidas del activo, se observa una leve disminución en el volumen del inventario de mercaderías, que representa un 30% del activo corriente, como contrapartida, se vislumbra un incremento de las deudas con proveedores, lo cual indica que aunque la organización continua optando por un autofinanciamiento, es posible que el costo de este se haya incrementado.

En paralelo, se analizó el ciclo de cobranzas y pagos, a fin de evaluar posibles desfases en el flujo de efectivo y los beneficios que puede generar el autofinanciamiento. El resultado de dicho análisis, muestra en primer lugar que el plazo de cobranzas creció un 10% en relación al año anterior, aun así, el plazo de pagos se extendió en más de un 50%, ampliando la diferencia de días entre que la empresa logra cobrar las ventas y el momento de cancelar la deuda con los proveedores; llegando a una diferencia de 20, esto quiere decir que la empresa cuenta con un margen de 20 días para cancelar sus obligaciones con los proveedores. El escenario ideal se presenta cuando el plazo de cobranzas es menor al plazo de pagos, con una diferencia lo suficientemente amplia para no recurrir a financiamiento externo, pero a su vez la diferencia entre ambos debería ser mínima, ya que un pago a proveedores de manera anticipada puede posibilitar una reducción de intereses, bonificaciones o menor tiempo de entrega de los productos. Por otra parte la velocidad en el cobro a los clientes este acompañada de descuentos por el cobro anticipado, lo que representa una pérdida de rentabilidad.

Se observa que los deudores comerciales han sufrido un incremento en los últimos dos años, siendo el aumento del último año del 17% y un 62% si se extendiere el cálculo a dos cierres de ejercicios anteriores. Ésto se relaciona directamente con el incremento de las ventas del último periodo, que en su mayoría optaron por hacerlas a crédito y no al contado, repercutiendo de esta manera en una disminución del efectivo circulante; lo cual puede volverse

un problema cuando en el mediano y largo plazo, los clientes comienzan a optar por realizar sus compras con financiamiento de la empresa.

Al considerar las partidas del activo corriente frente al pasivo corriente, (ver cuadro N° 3), se encuentra que el índice de liquidez es menor a 1, esto indica que la empresa no está en condiciones de hacer frente a sus compromisos de corto plazo, siendo el resultado de capital de trabajo negativo para el último año. Se detectó que este quiebre en el capital de trabajo, fue acompañado con un incremento en del activo corriente, por la inversión realizada para la instalación y puesta a punto de la nueva planta de aceites en Jujuy, que sin dudas demandó una mayor salida de fondos, lo cual absorbió capital de trabajo destinando a las operaciones frecuentes de organización.

### *Conclusión Diagnóstica*

Es posible pensar que una empresa grande, por su infraestructura y trayectoria, garantice un menor riesgo de falta de pago, y por ende acceda a menores costos de financiación, aun así son muchas las empresas que por una mayor envergadura, suelen presentar mayor complejidad y mayor asimetría de información, lo que hace que se vuelquen al financiamiento con recursos propios, dejando de lado las alternativas de financiamiento externo, esto es lo que sucede en Ledesma SAAI, lo cual resulta, en pérdida de rentabilidad financiera, esto puede verse reflejado en un análisis horizontal de los últimos tres periodos contables.

Los problemas de liquidez actuales, exigen generar un plan de revisión de políticas internas, formas, y plazos de pago de los clientes, financiación de los proveedores y capital de trabajo, o generar alternativas a través del financiamiento externo, para lograr alcanzar una mayor liquidez, porque de otra manera se verá afectado el ciclo operativo de la organización. A su vez, la utilización de financiamiento externo, posibilitaría una disminución de los costos financieros y un incremento en los resultados de la empresa. Si bien el apalancamiento, según el cierre del último ejercicio, es mayormente a través de pasivos, de alguna manera el acentuar este tipo de financiamiento representa un cambio en la política de la empresa, que en los últimos tres periodos presentó una tendencia hacia el apalancamiento a través del capital propio, volcándose al mercado de capitales. Esta nueva estrategia significaría poder continuar con la dinámica de trabajo de la empresa, pero a su vez seguir creciendo y llevar adelante las nuevas inversiones, sin que lo segundo interrumpa lo primero.

## Plan de implementación

### *Meta*

Optimizar la estructura de financiamiento interna y externa de Ledesma SAAI.

### Objetivos específicos

- Disminuir la cartera de morosidad.
- Acceder a mejores plazos de financiamiento de los proveedores.
- Mantener un nivel de capital de trabajo óptimo a fin de no interrumpir el ciclo productivo.
- Acceder a nuevas formas de financiamiento externo.
- Alcanzar los objetivos fijados para los indicadores diseñados.

### *Alcance*

El presente plan de implementación incluye a todas las áreas que componen a la empresa Ledesma S.A.A.I, a lo largo y ancho de Argentina, según el contexto económico-social actual, no siendo aplicable para otra organización, ni otros casos particulares.

Para el desarrollo de la propuesta se analizaron los estados contables de los periodos 2017-2018-2019; (no fue posible obtener el último balance cerrado en el año 2020, lo que representó una limitación).

La metodología utilizada en el presente trabajo es cuantitativa y descriptiva, explicando a través del análisis y distintas comparaciones de los estados contables, los problemas suscitados, y las posibilidades de solución de los mismos.

En principio, se prevé un tiempo óptimo para planificación, ejecución, control, retroalimentación y corrección, de nueve meses, contemplando desvíos y demoras que puedan surgir y alargar el proceso hasta doce meses. Este plazo no debería extenderse, ya que de otra manera, hay variables que deben ser analizadas nuevamente. El plazo de iniciación es inmediato, no mayor a tres meses.

El plan consta de dos etapas consecutivas, iniciando la etapa uno con un abordaje sobre las cuentas por cobrar, el stock y proveedores. Luego de observar y evaluar los resultados

obtenidos de la primer etapa, se decidirá continuar o no con la segunda etapa, donde el objetivo será conseguir financiamiento externo al más bajo costo financiero posible.

### *Recursos involucrados*

A fin de realizar una evaluación del costo-beneficio de la propuesta que se expone en el presente trabajo, se parte desde un presupuesto óptimo, que en función de los recursos disponibles o de aquellos que la empresa por alguna razón desee prescindir, podrá variar en mayor o menor medida. A continuación se presenta el presupuesto en pesos argentinos (cuadro n° 12):

| <b>Cantidad</b> | <b>Detalle</b>                      | <b>Precio U. (S/IVA)</b> | <b>Sub total (S/IVA)</b> |
|-----------------|-------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 24(hs)          | Consultoría Contador                | 2034                     | 48816                    |
| 20(hs)          | Capacitación en cobranzas           | 1587                     | 31736                    |
| 12(unid)        | Viáticos                            | 1500                     | 18000                    |
| 1(unid)         | Internet 100Mb                      | 1488                     | 1488                     |
| 1(unid)         | Gastos de librería                  | 5000                     | 5000                     |
| 10(unid)        | Licencias G-SUITE                   | 8910                     | 89100                    |
| 1(unid)         | Comisión SGR                        | 50000                    | 50000                    |
| 2(unid)         | Habilitación de canales de cobranza | 5999                     | 11998                    |
| 2(unid)         | Personal de cobranza                | 30900                    | 61800                    |
| <b>Total</b>    |                                     |                          | <b>317.937,14</b>        |

*Cuadro n°12 Presupuesto.* Fuente: Elaboración propia (2021).

El valor o precio de las horas de consultoría necesarias para el desarrollo del plan de implementación que se llevará a cabo en la empresa, se determinan según los valores informados por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas (CPCE) vigentes a la fecha de Julio de 2021, siendo de \$2.034 el valor del módulo. El profesional trabajará en conjunto con el gerente de finanzas y demás empleados que conforman el área. Para completar el equipo de trabajo, se requiere la contratación de dos personas a jornada reducida, encargadas de realizar los cobros de manera presencial, cuyo requisito esencial será contar con movilidad propia.

En cuanto a los nuevos procesos de gestión, demandan la capacitación del personal administrativo; la cual se realizará de manera virtual, por la plataforma de zoom, en la institución “Capacitarte”, que cuenta con experiencia certificada en la materia, a fin de poder llevar a cabo las tareas de medición, cobranza y control sobre las cuentas corrientes. Precisaré

también poseer sólidos conocimientos sobre el software utilizado, ya que los datos que éste arroje, deberán ser interpretados, analizados y utilizados para la toma de decisiones. En segundo lugar, la capacitación abarcará al área comercial para implantar una nueva estrategia crediticia hacia los clientes, la cual permita acelerar el ciclo de cobranzas. En tercer lugar, la capacitación se completará con el área de compras, ya que es la encargada de autorizar y definir la salida y el destino de los fondos. Por último, se involucra dentro del proyecto al área de legales, a fin de dar seguimientos a aquellos clientes que por alguna razón no cumplieron el pago dentro de los plazos establecidos.

El presupuesto incluye licencias de G-SUITE, las cuales brindarán la posibilidad de trabajar en simultáneo en las hojas de cálculo donde se volcarán y procesarán los datos que arroje el sistema.

Por la envergadura de la empresa, no es necesaria realizar erogaciones extras en cuanto a la infraestructura, mobiliario, o demás recursos tangibles, ya que se pueden adaptar perfectamente los que posee actualmente la empresa. Solo se agrega en el presupuesto, consumo de internet y luz, ya que podría precisarse un incremento en el consumo de los servicios.

El costo de comisión de la Sociedad de Garantía Recíproca (Garantizar) por tomar un préstamo de \$5.000.000 es del 1% sobre el capital obtenido.

Por último, no se incluyen en el presupuesto, pero se solicitarán para presentar antes diferentes organismos los libros contables de los últimos tres periodos, DDJJ, e información de los socios accionistas, que solicitaran desde el banco y proveedores.

#### *Acciones específicas y marco de tiempo*

El proyecto se delimita en dos etapas, como se indicó anteriormente, las cuales abarcan un periodo de aproximadamente cuatro meses cada una, iniciando el trabajo con el objetivo de mejorar el financiamiento propio y continuando luego, con las acciones para alcanzar un mejor financiamiento externo. Se diseñó para esto un diagrama de Gantt (Cuadro n° 13), el cual está dividido en dos ejes, definidos en periodo de tiempo semanal. Algunas tareas se realizan de manera simultánea y otras en forma correlativa, debiendo completar una para continuar con la otra.





Luego del estudio realizado sobre la información extraída de los estados contables, se organizarán una serie de reuniones con el objetivo de dar a conocer los resultados, y definir los pasos a seguir en el plan.

Se propone trabajar en tres puntos críticos; en primer lugar el armado e implementación de estrategia de cobranzas, a fin de reducir el tiempo de captación de los fondos, a través de bonificaciones por pago anticipado, reducir la fecha de vencimiento de la factura 20 días de entregada la mercadería, debiendo instrumentar el pago con un cheque físico o electrónico, recargo de intereses punitivos de TNA 60% para las facturas vencidas. Pasados los 60 días de la fecha de vencimiento, se iniciaran acciones legales, en dicha instancia el cliente deberá abonar adicionalmente intereses resarcitorios y honorarios sobre el capital adeudado. Se propone generar un plan de revisión semanal de las cuentas, y asignar un responsable de monitorear y reportar a gerencia del estado actual de las cuentas a cobrar.

En segundo lugar, se presentarán propuestas de pago a proveedores, a fin de acceder a una mejor financiación, se ofrece la opción de pago mediante *e-cheq* a un plazo 60 días de recibida la mercadería, generar alternativas de refinanciamiento de la deuda actual vencida con pagarés a 30 días o cheques de terceros de 30 a 60 días, a una TNA del 30% buscando lograr una ventaja económica con el flujo de fondos creciente previsto de las cobranzas. A su vez, se iniciará la búsqueda de nuevos proveedores sustitutos, para lograr mejores acuerdos de precios, de compra, y alcanzar mejores plazo de cancelación de deuda, sin perder rentabilidad por intereses punitivos o diferencias de tipo de cambio.

Por último, se hace un fuerte énfasis en ajustar el proceso de salidas de pagos, definiendo límites diarios y solicitando previas autorizaciones a Finanzas con el objetivo de mantener cubierta la necesidad operativa de fondos. Se propone el armado e implementación de indicador de stock óptimo, en paralelo que se analiza el *forecast* de ventas, para prever la demanda de productos, evitando un exceso de stock, el cual genera costos de almacenamiento, pero sin llegar quiebres e interrupciones del ciclo operativo de bienes de cambio, lo cual representa demanda insatisfecha, pérdida de facturación y en última instancia de clientes que acudirán a productos sustitutos.

Finaliza la primera etapa del plan con una evaluación de las estrategias propuestas y los resultados obtenidos. Puntualmente se analizará la evolución de las cuentas por cobrar,

proveedores y bienes de cambio para decidir continuar de esta manera, o si fuera necesario además recurrir al financiamiento externo, lo cual se explica en la etapa dos.

La segunda etapa, tiene un enfoque sobre el financiamiento externo, es por esto que inicia con el contacto con los bancos Nación y Santander Río, para consultar por tipos de financiamiento vigentes, avales, montos, plazos y tasas. Específicamente, créditos, descuentos de cheques, factura de crédito electrónica, tarjeta corporativa, descubierto bancario y leasing. En conjunto, se solicita información de las SGR, Garantizar y Acindar sobre comisiones, avales, montos, límites, plazos y tasas, para elegir la opción más conveniente, para esto se envía documentación solicitada por los entes para proceder con la calificación crediticia. Los montos relevados son el 1% del capital tomado.

Se sugiere comenzar tomando el crédito por un monto de \$5.000.000 a una T.N.A 36% en BNA para generar capital de trabajo inmediato, liquidez y cubrir la necesidad urgente de fondos. Utilizar el descuento de cheques (descontando aquellos que se ingresaron producto de las últimas ventas realizadas con vencimiento a 20 días), de ser necesario, recurrir al descubierto bancario disponible, con el compromiso de cubrir en un plazo no mayor a 5 días hábiles, ya que por sus altas tasas (TNA 64%) no suele ser la opción más conveniente. Es importante tener disponible la tarjeta corporativa para las solicitudes de fondos extras a las operaciones diarias que vayan surgiendo. En segunda instancia, previo análisis de tasas, instrumentar el Leasing y la factura de crédito electrónica. Finalizando, se evaluará el impacto luego de la utilización de estos instrumentos financieros, para generar un control y retroalimentación de las acciones realizadas.

Cerrando la segunda etapa, se evaluará el proceso general desde el inicio de la etapa uno hasta el cierre de la segunda etapa, con el uso de financiamiento externo. En caso de no haber alcanzado los resultados esperados, se analizará como medida drástica, la interrupción de las inversiones o venta de activos fijos, convirtiendo el activo no corriente en activo corriente, a fin de generar mayor liquidez, reteniendo los fondos que surgen de las ventas propias de la actividad, y disminuyendo la deuda. Para un control general de los resultados obtenidos, es necesario analizar el índice de rentabilidad, el cual dará a conocer el impacto obtenidos por las estrategias implementadas.

Se finalizará con una reunión general para evaluar los resultados obtenidos luego de la implementación del plan de trabajo en sus dos etapas, generando un control y retroalimentación.

### Medición

Para evaluar el desempeño de las nuevas estrategias implementadas, se definen ciertos indicadores, que permiten medir el grado de avance alcanzado, desde el momento cero, previo al inicio del plan, hasta su finalización; el cual contemplará la posibilidad de realizar pequeñas retroalimentaciones durante el proceso, a fin de evitar aquellos problemas detectados, anticipándose a errores inesperados (Cuadro n°14).

| Indicador                 | Fórmula  | Situación actual | Objetivo | Esperado     | Resultado | Desvio   |          |          |
|---------------------------|--|------------------|----------|--------------|-----------|----------|----------|----------|
| Ciclo de cobranza         | $((\text{Cuentas a cobrar} * 365) / \text{Ventas})$  | 40               | 20 días  | 20           | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| Ciclo de pagos            | $((\text{Cuentas a pagar} * 365) / (- \text{Costos de ventas} + \text{Inventarios}))$              | 69               | 60 días  | 60           | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| Liquidez                  | $(\text{Activo corriente} / \text{Pasivo corriente})$  | 0,98             | 1        | 1            | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| Prueba ácida              | $(\text{Activo corriente} - \text{Inventarios} / \text{Pasivo corriente})$                         | 0,39             | 1        | 1            | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| Capital de trabajo        | $(\text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente})$  | -136.321         | >0       | 1.092.985,00 | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| Endeudamiento             | $(\text{Pasivo} / \text{Activo})$  | 69%              | 75%      | 75%          | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| Apalancamiento Financiero | $((\text{Util. Antes de Imp.} / \text{PN}) * (\text{Util. Antes de Imp. e Int.} / \text{Activo}))$ | -0,02            | 1        | 1            | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| ROE                       | $(\text{Utilidad neta} / \text{PN})$   | -9%              | >0       | 10%          | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| ROA                       | $(\text{Utilidad neta} / \text{Activo})$   | -28%             | >0       | 10%          | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| Tangibilidad              | $(\text{Activo No Corriente} / \text{Activo})$   | 44%              | 25%      | 30%          | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |
| Rentabilidad              | $(\text{Utilidad neta} / \text{Ventas totales})$   | Negativa         | Positiva | 487.312,00   | -         | (+/-10%) | (+/-25%) | (+/-50%) |

Cuadro n°14 Tablero de indicadores. Fuente: Elaboración propia (2021).

Plazo de cobranza y pagos. Es importante realizar un control permanente para verificar si el objetivo de cobro a 20 días fue alcanzado, y el plazo de pago llegó a mantenerse en 60 días.

Liquidez, Prueba ácida y Capital de trabajo. Se espera que se produzca un mayor incremento del activo de corto plazo en relación al pasivo de corto plazo, de otra manera se podría decir que la empresa está perdiendo solvencia, lo que hoy hace que el capital de trabajo arroje un resultado negativo.

Apalancamiento financiero. Quizás el indicador más importante, ya que medirá el rendimiento obtenido al tomar deuda. El último año este indicador fue negativo, poniendo en evidencia que el rendimiento de la inversión realizada fue menor al costo mismo de la deuda tomada.

Endeudamiento. Al iniciar la segunda etapa donde se recurre al financiamiento externo, se controlara el índice de endeudamiento. Se fija un objetivo del 75% entendiendo que luego de las políticas adoptadas este tendrá una tendencia positiva.

Tangibilidad. En caso de utilizar la opción de venta de bienes de uso para generar mayor liquidez, será necesario prestar atención al valor del activo fijo, ya que este recurso puede agotarse. El objetivo es no bajar del 25% lo que significaría equiparar la proporción del pasivo no corriente sobre el pasivo.

Apalancamiento financiero, ROE y ROA. Son indicadores que nos permitirán medir los resultados o utilidades obtenidas en función del capital aportado y/o endeudamiento.

Un indicador general que permitirá medir el resultado general, es el de Rentabilidad, el cual permitirá conocer el impacto producido por el plan de implementación, sea negativo, consecuencia de pérdida de clientes, aumento de costos financieros, disminución del capital de trabajo, entre otros. O por el contrario, un resultado positivo producto de mejores márgenes de ganancia, menores costos, disminución de bonificaciones a clientes por pago anticipado, etc. El objetivo planteado, es alcanzar un resultado positivo, ya que en los últimos tres años, la empresa ha cerrado el balance con pérdidas.

Al finalizar, se realizará un análisis de los resultados obtenidos, y el grado de cumplimiento, en función de los objetivos planteados en el tablero de indicadores. Esto permitiría tener una manera objetiva una evaluación de la propuesta implementada.

## Conclusiones y recomendaciones

En función del análisis realizado sobre los estados contables del periodo 2017, 2018 y 2019 de la empresa Ledesma S.A.A.I a través de distintas herramientas de medición e indicadores que determinaron el escenario actual de la empresa, se observó un índice de liquidez por debajo del esperado, y una disminución en el capital de trabajo, generando un problema para mantener el ciclo operativo funcionando con normalidad. En cuanto al pasivo, la mayor parte de éste, tiene un periodo de vencimiento dentro de los próximos 12 meses, lo cual presenta como contrapartida una disminución significativa del activo corriente, causada por una disminución en el rubro efectivo y colocaciones a corto plazo. Las cuentas por cobrar, presentaron un leve incremento nominal, en paralelo a un aumento en el periodo de cobro, lo que provoca, en un contexto inflacionario, una pérdida mayor al valor nominal. Las cuentas por pagar fueron aumentando respecto a periodos anteriores, así también como el periodo de pago. Esto, sin una planificación anticipada, genera un incremento de manera desmedida de los intereses resarcitorios por cancelación fuera de término.

Considerando la situación presente, se espera iniciar en el corto plazo con el plan de implementación sugerido, lo que permitiría optimizar los resultados obtenidos, consecuencia de una mejora en las formas de financiamiento internas y externas. Dicho plan se presenta de manera jerarquizada, en una secuencia de dos etapas, con intervalos de evaluación durante el desarrollo de cada una. Es así que primero se buscan optimizar las fuentes de financiamiento interno, y luego las de financiamiento externo, cerrando con opción de liquidar el activo corriente para aumentar el capital de trabajo disponible.

Las opciones de financiamiento externo analizadas tienen un orden progresivo, en función del tiempo y el costo que demande cada operación. Es así que la propuesta original, inicia con la solicitud de un crédito bancario, a sola firma con una TNA del 36%, y la comisión de garantizar del 1%, esta propuesta agilizaría la solución a un problema de liquidez inminente, ganando casi 10 puntos sobre una inflación pronosticada del 47% para el 2021. Luego, continuar con descuento de cheques, descubiertos bancarios, leasing y descuento de factura de crédito electrónica. Cada una de estos instrumentos, tiene el objetivo de acrecentar la disponibilidad de fondos, y disminuir la utilización de capital propio, que por efecto disminuirá a su vez la carga impositiva, manteniendo el balance de financiamiento propio y externo, reflejados en el ROE y ROA respectivamente.

Se espera que las mejoras implementadas impacten en el corto plazo, viéndose reflejadas en un paulatino incremento de la rentabilidad, basado en la premisa que las ventas a crédito, generan una rentabilidad a causa del interés fijado del 60% TNA, y las ventas a contado, permiten continuar generando inversión, sin afectar de manera alguna al capital de trabajo. Este logro, tal como se definió en el marco teórico, posibilitaría cumplir a tiempo con los compromisos asumidos con proveedores, accionistas y entidades bancarias, reduciendo costos financieros derivados de intereses por pagar fuera de término, y a su vez, poder acceder a mejores precios, y bonificaciones especiales, por pago de anticipado.

El presente trabajo aporta una propuesta concreta de mejora, que apunta a optimizar la estructura de financiamiento de la organización Ledesma S.A.A.I. Aclarando que la misma debe ser revisada antes, durante y luego de la implementación, a fin de poder evaluar y tomar decisiones apropiadas, según los resultados obtenidos.

En cuanto a recomendaciones, se ve necesaria la posibilidad de integrar el análisis financiero con otras variables que integran el negocio y afectan de manera directa o indirecta a la estructura óptima de financiamiento. Para esto puede resultar efectiva la utilización de la herramienta CMI (Cuadro de mando integral) en el cual se conjugan diferentes áreas con sus respectivos indicadores de gestión, los cuales permiten mantener un equilibrio y evaluar los resultados obtenidos que derivan de las políticas adoptadas.

## Bibliografía

- Amat, O y Puig X. (2012). *Marco General de las finanzas corporativas*.
- Barton S. L., Matthews C. H. (1989). Financiamiento de pequeñas empresas: implicaciones desde una perspectiva de gestión estratégica. *Journal of Small Business Management*, (27), pp. 1 – 7.
- Bebczuk, N. (2010). Acceso al Financiamiento de las PYMES en Argentina: Estado de Situación y Propuestas de Política. Serie Financiamiento del desarrollo. *Publicación de las Naciones Unidas. Cepal*. (N° 227), pp 15 – 227.
- Errepar (8 de Enero de 2020). Principales puntos de la ley impositiva 2020 de la provincia de Buenos Aires. Recuperado de <https://blog.errepar.com/ley-impositiva-2020-provincia-buenos-aires/>
- Gitman, L. y Zutter, C. (2016). Principios de administración. Pearson Educación: México.
- Gomez M; Marquez D y Quiroga M. (2018). Método de control de inventarios. *Revista Científica de la Universidad Máximo Gomez Báez de Ciego de Ávila*. Recuperado de <http://revistas.unica.cu/index.php/uciencia/article/view/221/1174>
- González, N. (2001). ¿Cómo impacta “esta inflación” en las finanzas empresarias y cuáles son las estrategias a desarrollar? *Faces, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales Unmdp*, año 7, (N° 12), pp. 75-83.
- Grupo Ledesma (2007/2008). Informe de sostenibilidad.
- I-Profesional (17 de febrero 2021). “Cifra alarmante: cuántas empresas colapsaron en Argentina por la crisis y la pandemia”. Recuperado de <https://es-us.finanzas.yahoo.com/noticias/cifra-alarmante-cu%C3%A1ntas-empresas-colapsaron-223700573.html>
- Ruiz Flores I. P. (2018). “El Área De Créditos Y Cobranzas Y Su Influencia En La Morosidad De La Cartera De Clientes De La Empresa Maccaferri De Perú S.A.C En La Ciudad De Lima En El Periodo 2013-2015”. (Tesis de grado).

Universidad Ricardo Palma. Lima, Perú. Recuperado de [http://repositorio.urp.edu.pe/bitstream/handle/URP/1469/T030\\_42860826\\_T.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://repositorio.urp.edu.pe/bitstream/handle/URP/1469/T030_42860826_T.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

Laura Rojas (2017). Situación del financiamiento a PyMEs y empresas nuevas en América Latina. Santiago de Chile. Recuperado de <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/1076>

Ledesma SAAI. Website recuperado de <https://www.ledesma.com.ar/>

López M., (12 de abril de 2021) “*Ledesma SAAI extorsiona a zafreros para que firmen retiros voluntarios*”. La Izquierda Diario. Recuperado de <http://www.laizquierdadiario.com/Ledesma-SAAI-extorsiona-a-zafreros-para-que-firmen-retiros-voluntarios>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), Pp. 261-297. Recuperado de [jstor.org: https://www.jstor.org/stable/1809766?seq=1](https://www.jstor.org/stable/1809766?seq=1)

Modigliani, F. & Miller M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *The American Economic Review*, (53) Pp. 433-443.

Mondragón-Hernández, S. A. (2011). *Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias*. Cuadernos de Contabilidad. Colombia.

Myers, S. y Majluf, N. (1984). “Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have”. *Journal de financiamiento económico*. (13). Pp.: 187–221.

Observatorio Pyme Fundación (2020). Informe Coyuntural: Primer semestre 2020 y perspectivas. Recuperado de <https://www.observatoriopyme.org.ar/project/coyuntura-pyme-isem2020/>

Pérez, O., Bertoni, M., Sattler, A., y Terreno, D. (2015). Bases para un modelo de estructura de financiamiento en las pyme latinoamericanas. Cuaderno de Contabilidad. (pp. 179-204).



Shyam-Sunder, L. y Myers, S. (1998). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, (pp. 219-244).

Solá, H. (26 de junio de 2019). *Ledesma se suma a la Red de Innovación Agropecuaria de NXTP Labs*. Recuperado de <https://www.ledesma.com.ar/2019/06/26/ledesma-joins-agricultural-innovation-network-powered-by-nxtp-labs/>

Stephen A.; Ross-Randolph W.; Bradford D. y Jordan (2010). Fundamentos de las finanzas corporativas. (pp.: 42-44).

Vilca, L. (2012) “El Control Interno y su impacto en la Gestión Financiera de las Mypes de servicios Turísticos en Lima”. (Tesis de Grado). Universidad de San Martín de Porres. Perú.

## Anexo

### Anexo n°1: Sumas y Saldos, extraído de Balance Ledesma (2017-2019).

|   | 2017                | 2018                 | 2019                 |
|---|---------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Activo</b>                                     |                     |                      |                      |
| <b>Activo corriente</b>                           |                     |                      |                      |
| Efectivo y colocaciones a corto plazo             | 263.331,00          | 2.494.595,00         | 428.750,00           |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar   | 1.348.353,00        | 1.874.911,00         | 2.185.970,00         |
| Otros creditos financieros                        | 267.483,00          | 426.165,00           | 365.462,00           |
| Otros creditos no financieros                     | 88.226,00           | 134.135,00           | 137.492,00           |
| Otras cuentas por cobrar con partes relacionadas  | 112.614,00          | 37.259,00            | 13.268,00            |
| Inventarios                                       | 3.127,00            | 5.788.342,00         | 5.323.448,00         |
| Activos biológicos                                | 3.182.138,00        | 275.078,00           | 364.609,00           |
| <b>Total activo corriente</b>                     | <b>5.265.272,00</b> | <b>11.030.485,00</b> | <b>8.818.999,00</b>  |
| <b>Activo no corriente</b>                        |                     |                      |                      |
| Activo por impuesto a las ganancias diferido      | 320.010,00          | 27.425,00            | 11.350,00            |
| Activos biológicos                                | 82.002,00           | 156.365,00           | 172.741,00           |
| Otros creditos financieros                        | 534.600,00          | 844.304,00           | 521.715,00           |
| Activos intangibles                               | 35.134,00           | 35.283,00            | 15.290,00            |
| Inversiones en asociadas y negocios conjuntos     | 94.705,00           | 260.068,00           | 296.005,00           |
| Propiedades, planta y equipo                      | 1.588.798,00        | 6.813.876,00         | 6.800.767,00         |
| <b>Total activo no corriente</b>                  | <b>2.655.249,00</b> | <b>8.137.321,00</b>  | <b>7.817.868,00</b>  |
| Activos disponibles para la venta                 | -                   | 1.228.600,00         | 1.146.916,00         |
| <b>Total Activos</b>                              | <b>7.920.521,00</b> | <b>20.396.406,00</b> | <b>17.783.783,00</b> |
| <b>Pasivo</b>                                     |                     |                      |                      |
| <b>Pasivo corriente</b>                           |                     |                      |                      |
| Cuentas por pagar comerciales                     | 1.444.980,00        | 2.189.908,00         | 2.427.350,00         |
| Prestamos bancarios y financieros                 | 2.065.193,00        | 4.763.453,00         | 5.552.174,00         |
| Otras cuentas por pagar con partes relacionadas   | 12.027,00           | 8.994,00             | 79.852,00            |
| Deudas sociales                                   | 389.093,00          | 731.736,00           | 668.948,00           |
| Deudas fiscales                                   | 152.875,00          | 195.094,00           | 114.711,00           |
| Otras cuentas por pagar                           | 14.313,00           | 136.175,00           | 112.285,00           |
| <b>Total pasivo corriente</b>                     | <b>4.078.481,00</b> | <b>8.025.360,00</b>  | <b>8.955.320,00</b>  |
| <b>Pasivo no corriente</b>                        |                     |                      |                      |
| Otras cuentas por pagar                           | 4.774,00            | 3.330,00             | 2.506,00             |
| Deudas fiscales                                   | 1.469,00            | 462,00               | -                    |
| Pasivo por impuesto a las ganancias diferido      | 87.189,00           | 621.316,00           | 716.337,00           |
| Préstamos bancarios y financieros                 | 2.339.084,00        | 4.651.785,00         | 2.488.118,00         |
| Provisión para juicios y contingencias            | 39.601,00           | 92.695,00            | 138.505,00           |
| <b>Total pasivo no corriente</b>                  | <b>2.472.117,00</b> | <b>5.369.588,00</b>  | <b>3.345.466,00</b>  |
| <b>Total Pasivos</b>                              | <b>6.550.598,00</b> | <b>13.394.948,00</b> | <b>12.300.786,00</b> |
| <b>Patrimonio</b>                                 |                     |                      |                      |
| Capital social                                    | 440.000,00          | 439.714,00           | 439.714,00           |
| Ajuste de capital                                 | 466.729,00          | 6.570.698,00         | 6.570.698,00         |
| Prima por fusión                                  | -                   | -                    | -                    |
| Reserva legal                                     | 156.391,00          | -                    | 21.784,00            |
| Reserva inversión en asociadas, negocios conjunto | 74.339,00           | -                    | -                    |
| Reserva facultativa                               | 211.189,00          | - 295.952,00         | 265.521,00           |
| Resultados no asignados                           | - 149.066,00        | 286.998,00           | - 1.814.720,00       |
| <b>Subtotal</b>                                   | <b>1.199.582,00</b> | <b>7.001.458,00</b>  | <b>5.482.997,00</b>  |
| Participaciones no controladoras                  | 170.341,00          | -                    | -                    |
| <b>Patrimonio total</b>                           | <b>1.369.923,00</b> | <b>7.001.458,00</b>  | <b>5.482.997,00</b>  |