

**Universidad Siglo 21**



**Trabajo Final de Grado. Reporte de Caso.**

**Carrera de Contador Público**

**Grupo Ledesma**

**Estructura financiera del Grupo Ledesma, y su relevancia en la  
sostenibilidad a largo plazo**

**Autor: Mauro Ezequiel Zulberti**

**DNI: 36.986.566**

**Legajo: VCPB32845**

**Director de TFG: Juan Esteban Ferreiro**

**Rio Ceballos, Córdoba**

**Argentina, Julio 2021**

## **Resumen**

Mediante este trabajo final de grado se estudiará el Caso Ledesma, empresa que, en los últimos años, se encuentra atravesando una crisis financiera por la cual corre el riesgo de ser insolvente en el corto plazo.

Para comprender su realidad financiera se comenzó con un análisis del contexto en el que opera y el de sus estados contables, lo que permitió determinar que la empresa requiere de un ingreso de efectivo para afrontar sus obligaciones.

La solución propuesta al problema que atraviesa la empresa es una refinanciación de la deuda de corto plazo hacia una de largo plazo, permitiendo afrontar sus obligaciones con vencimientos menores a un año. Para conseguirlo, se emitirán obligaciones negociables con una duración de cuatro años, medida que le permitirá reducir sus gastos financieros. Todo esto con el objetivo de revertir su déficit de efectivo, y llegar a una situación de superávit en los próximos años, cuando se reinvertirá este capital para reducir el balance global por operaciones financieras, permitiendo afrontar con más seguridad sus deudas de largo plazo.

Al final del trabajo, se llega a la conclusión de que la propuesta brindada le aportará a la empresa una solución a su principal problema a través de un proyecto que mejora su situación económica y financiera.

*Palabras claves:* Contabilidad; financiación; Teoría del crédito

## **Abstract**

This final degree will study the Ledesma Case, a company which, in recent years, has been going through a financial crisis and is at risk of becoming insolvent in the short term.

In order to understand its financial reality, we began with an analysis of the context in which it operates and its financial statements, which allowed us to determine that the company requires a cash inflow to meet its obligations.

The proposed solution to the company's problem is to refinance its short-term debt into long-term debt, allowing it to meet its obligations with maturities of less than one year. To achieve this, the company will issue negotiable bonds with a term of four years, a measure that will enable it to reduce its financial expenses. All this with the objective of reversing its cash deficit, and reaching a surplus situation in the next few years, when this capital will be reinvested to reduce the overall balance for financial operations, allowing it to face its long-term debts with more certainty.

At the end of the analysis, it's concluded that the proposal will provide the company with a solution to its main problem through a project that improves its economic and financial situation.

**Keywords:** Accounting; financing; Credit theory

## Índice

- Introducción.....1
- Análisis de situación.....2
- Marco teórico.....13
- Diagnóstico y discusión.....15
- Plan de implementación.....16
- Conclusiones y recomendaciones.....22
- Bibliografía.....24

## Introducción

El objetivo de este reporte de caso, es brindar una solución efectiva para la empresa Ledesma, mejorando su flujo de efectivo, hacia una situación sostenible en el largo plazo. Esto le permitirá a la empresa contar con el efectivo necesario para afrontar sus deudas de corto plazo con activos corrientes.

Ledesma es una empresa que nació en el año 1908 como un ingenio azucarero en la provincia de Jujuy, donde se produce desde entonces la materia prima básica llamada caña de azúcar. Tres años más tarde en 1911, Enrique Wollman adquirió la totalidad de las acciones de la Compañía Azucarera Ledesma, desde entonces la organización contó con la conducción de varias personas a lo largo de los 111 años de antigüedad, entre ellos podemos destacar a Herminio Arrieta, Carlos Pedro Blaquier y a su hijo Carlos Herminio Blaquier Arrieta quien asumiría a la presidencia en el año 2013.

Desde sus comienzos Ledesma, con los jugos de la caña, se dedicaba a elaborar azúcar y alcohol principalmente, entre los años 1965 y 1970 agregarían a su producción dos actividades muy importantes como lo son, la fabricación del papel, al que le agregarían valor para convertirlo en cuadernos, resmas, repuestos escolares, etc. Y la producción de carne y cereales en la provincia de Buenos Aires y Entre Ríos. En el año 1983, se comenzó a agregarle valor al maíz a través de la molienda húmeda, de la que se extrajo el jarabe de fructuosa, el mismo es un sustituto del azúcar y el almidón. Además, en Jujuy se produce frutas que pueden ser empacadas o procesadas para producir jugos concentrados y aceites esenciales.

Es importante aclarar que uno de los pilares de Ledesma se cimentó sobre una visión a largo plazo la cual fue pasando a través de las distintas generaciones, esta visión le permitió agregarle valor a la empresa a través de la integración y la inversión tecnológica, produciendo su propia energía a partir del bagazo de la caña de azúcar y del gas natural obtenido de su participación en el yacimiento petrolífero y gasífero Aguaragüe ubicado en la provincia de Salta. Actualmente emplea a 7.851 trabajadores, lidera los mercados del azúcar y papel con una importante participación en los mercados de frutas y jugos cítricos, carne, cereales, alcohol hidratado, bioetanol anhidro y jarabes de maíz.

En los últimos años la empresa se encuentra atravesando una crisis financiera, corriendo el riesgo de ser insolvente en el corto plazo. Esta problemática obligó a la organización a adquirir deudas con altas tasas de interés, solo para cubrir este déficit en

sus cuentas, siendo estos costos financieros, la principal razón de sus pérdidas. Esta dificultad se encuentra presente en Ledesma en años anteriores, producto de la inestabilidad de la moneda local y las altas tasas de mercado que el país afronta.

Como sustento teórico y práctico de este caso se utilizaron los siguientes antecedentes: Fanny Angélica Álvarez Hernández (2016). Impacto de la financiación a través de emisión de acciones en la estructura financiera de empresas mexicanas del sector telecomunicaciones. En este artículo se determina el impacto que tiene la emisión de acciones en la estructura financiera de capital y como las empresas la utilizan para cubrir sus necesidades de financiamiento.

William Patricio Cevallos Silva, Marcelo Eduardo Sánchez Salazar y Fernando Esparza Paz (2018): Estructura financiera óptima para una empresa agroindustrial, en donde se brinda una referencia y análisis detallados de empresas del mismo rubro.

Francis Magloire Peujio Fozap, & Christian Said Domínguez Blancas. (2019). La estructura financiera de las grandes empresas manufactureras mexicanas en el contexto de la crisis financiera, donde se detalla como la inestabilidad del sistema económico, afecta a las empresas de este rubro.

También se utilizó como antecedente el trabajo de Lajara-Camilleri, N., & Mateos-Ronco, A. (2012). Estructura financiera y logro empresarial en cooperativas agrarias, en el mismo observamos de donde se toma la información económico-financiera de una muestra de cooperativas agrarias españolas para identificar las variables que determinan la naturaleza y composición de su estructura financiera. Este caso fue esencial para una mayor comprensión del rubro en el que interviene la organización, aportando claridad sobre el entorno en el que actúa, con sus oportunidades y riesgos inherentes.

El caso bajo estudio servirá para visualizar la influencia del crédito en un contexto en el que la moneda local se devalúa periódicamente y existen altas tasas de interés. Se demostrará la importancia de la estructura financiera en una compañía, dejando en evidencia los peligros a los que se exponen aquellas organizaciones que financian sus actividades con recursos de terceros, sin tener en cuenta el contexto en el que opera y como el mismo está en constante cambio.

## **Análisis de Situación**

### *Descripción de la situación*

Como se menciona anteriormente, Ledesma es una empresa agroindustrial, que lidera los mercados del azúcar y papeles para la impresión. Representa el principal sustento de toda una comunidad y es el motor económico de la provincia de Jujuy. La misma se encuentra en una situación financiera bastante complicada, producto de las altas tasas de financiamiento y las continuas depreciaciones del tipo de cambio.

En los últimos años Ledesma, ha implementado una política de reducción de gastos, sin embargo, debido al contexto actual no consiguió revertir sus necesidades de financiamiento, cayendo nuevamente en préstamos con altas tasas de interés, con el fin de cubrir sus desfasajes ocasionados por su elevado endeudamiento, los cuales muchos se encuentran en moneda extranjera.

#### *Análisis del contexto*

Para comprender mejor esta situación utilizaremos como herramienta el análisis de PESTEL, el cual servirá como guía para entender el entorno en el que se encuentra.

**Político:** Al ser una empresa exportadora muchas de las medidas decretadas por el gobierno de turno le afectaron significativamente, el objetivo del mismo es estabilizar el tipo de cambio y entre las medidas tomadas se encuentran las retenciones a las exportaciones y las restricciones a la compra de divisas. Estas medidas podrían afectar la compra de maquinarias u otros bienes importados por Ledesma.

**Económico:** El tipo de cambio que se deprecia continuamente es un problema para una organización cuya actividad diaria incluye intermediarios internacionales, motivo por el cual tiende a adquirir deuda en moneda extranjera. El contexto de recesión, afecta claramente a las ventas locales, y las tasas de financiamiento altas, son un gran riesgo para la situación financiera de compañías de este tamaño.

**Socio-Cultural:** Ledesma es el corazón económico de Jujuy, de modo que dependen de ella cientos de empleados y sus respectivas familias. Por esta razón es que las acciones que realiza tienen una influencia significativa en la comunidad. Sin embargo, la organización no considera que estas acciones tengan una consecuencia directa en la compra de un producto, siendo su relación calidad-precio lo más importante.

**Tecnológico:** El sector en el que opera, constantemente exige estar a la vanguardia de las nuevas tecnologías, por eso es que la organización cuenta con áreas de investigación y desarrollo que se lleva a cabo en nueve campos experimentales, donde se

evalúan nuevas variedades de caña de azúcar y se realizan ensayos de campo, sumado a los laboratorios y demás instalaciones donde se ejecuta el área de investigación.

**Ecológico:** La estrategia de negocios de Ledesma se basa en el cuidado del ambiente, por este motivo debe estar alerta a los posibles efectos negativos que puede causar al medio ambiente. Entre sus certificados, que respaldan su compromiso con el medio ambiente, se encuentra Teco Nature's Choice nivel oro otorgada en el año 2007 tras evaluar el cumplimiento de todas estas prácticas en la producción de paltas.

En lo referido al cambio climático y a la necesidad de las empresas de adaptarse a una economía global con restricción al carbono generando un desafío para todas las organizaciones. En el caso de Ledesma, cuenta con la ventaja que la caña de azúcar es uno de los cultivos más eficientes en la captura de carbono de la atmósfera y además una fuente de energía renovable. Cabe aclarar que el 43 % de la energía primaria utilizada por la empresa proviene de fuentes renovables, reciclando todos los materiales posibles, utilizando los residuos de un negocio como insumos para el desarrollo de la actividad.

**Legal:** Como toda organización productiva, se encuentra expuesta a posibles demandas originadas por perjuicios al medio ambiente, debiendo tener especial cuidado en el tratamiento de residuos y las energías utilizadas para llevar a cabo el proceso productivo. Como, por ejemplo, ha enfrentado una causa judicial por una supuesta contaminación que fue rechazada por la justicia. También hay que mencionar el proyecto de reforma tributaria que contempla aplicar una alícuota del 17% de impuestos internos a las bebidas que contengan azúcares libres de añadidos. Esta situación supondría un duro golpe para la organización, ya que muchas de estas bebidas son elaboradas con la azúcar provista por la empresa.

#### *Diagnóstico organizacional*

Para esta etapa se utiliza el análisis FODA, el cual busca entender las condiciones en las que opera la empresa, captando posibles fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

#### Fortalezas:

- Líder en Producción de azúcar y papel.
- Imagen positiva de su comunidad.
- Avanzada investigación de la caña de azúcar y sus derivados.



- Autoabastecimiento de energía en su mayoría renovable.

#### Oportunidades:

- La suba del dólar puede significar una mayor rentabilidad en la exportación, tanto como el acceso a nuevos mercados.
- La autosuficiencia energética, en contexto de suba de precios de commodities puede ser un valor diferencial contra competidores.

#### Debilidades:

- Su fuerte endeudamiento, puede llevar a la empresa a la insolvencia. Siendo esta su principal debilidad y aspecto a mejorar.
- Debido a los altos costos generados por sus costos financieros, la empresa arroja pérdidas en el resultado del ejercicio.
- Sus sociedades controladas y vinculadas también presentan pérdidas en el resultado del ejercicio.

#### Amenazas:

- Proyecto de reforma tributaria que busca aplicar alícuotas a las bebidas que contengan azúcar.
- Expuesta a una posible devaluación que podría perjudicar su ya delicada situación financiera.
- La tendencia a la digitalización puede ocasionar una caída paulatina pero constante de la demanda de papel.

#### *Análisis específico*

Se utilizaron los estados contables como fuente para extraer la información financiera de la organización, procediendo con un análisis más técnico de su rentabilidad, sus fuentes de financiamiento y estructura patrimonial. Todo este esfuerzo es necesario para determinar las necesidades de financiamiento.

El estado contable utilizado es el que cerró el 31/05/19, fecha de cierre de ejercicio de la empresa, a pesar de que brindó un reporte del ejercicio del 31/05/20, este estado no se encuentra publicado, imposibilitando realizar un análisis descriptivo de las cuentas que lo componen.

En primera instancia se realizó un análisis del estado de resultados con el fin de contextualizar su presente, comprender las razones de sus variaciones patrimoniales y determinar su capacidad para producir resultados positivos o en su defecto comprender las causas de las pérdidas.

Tabla 1: Estado de resultados al 31/05/19

<b>Operaciones continuadas</b>	Cifras expresadas en miles de pesos	
	<b>31/5/2019</b>	<b>31/5/2018</b>
Ingresos de actividades ordinarias	\$ 19.196.817,00	\$ 17.661.489,00
Costo de ventas	-\$ 12.911.084,00	-\$ 11.785.235,00
Ganancias por ventas	<b>\$ 6.285.733,00</b>	<b>\$ 5.876.254,00</b>
Ingresos de producción agropecuaria	\$ 1.303.009,00	\$ 843.275,00
Costo de producción agropecuaria	-\$ 420.209,00	-\$ 823.849,00
Resultado por producción agropecuaria	\$ 882.800,00	\$ 19.426,00
Ganancia Bruta	<b>\$ 7.168.533,00</b>	<b>\$ 5.895.680,00</b>
Cambio en el valor razonable de activos biológicos	\$ 17.053,00	\$ 346.494,00
Gastos de comercialización	-\$ 3.439.123,00	-\$ 3.145.930,00
Gastos de administración	-\$ 2.314.194,00	-\$ 2.575.039,00
Otros ingresos (gastos) operativos, netos	\$ 272.439,00	\$ 226.366,00
Ganancia operativa	<b>\$ 1.704.708,00</b>	<b>\$ 747.571,00</b>
Otros ingresos (costos) financieros, netos	-\$ 3.677.325,00	-\$ 2.855.565,00
Participaciones en los resultados netos de asociadas	\$ 43.765,00	\$ 66.144,00
Pérdidas antes del impuesto a las ganancias por operaciones continuadas	-\$ 1.928.852,00	-\$ 2.041.850,00
Impuesto a las ganancias sobre operaciones continuadas	\$ 241.911,00	\$ 841.832,00
Pérdida neta del ejercicio por operaciones continuadas	<b>-\$ 1.686.941,00</b>	<b>-\$ 1.200.018,00</b>

Fuente: Elaboración propia en base a estados contables

Un primer punto a destacar, sería su pérdida neta del ejercicio por operaciones continuadas, la cual es recurrente desde el año 2018, a pesar de la ganancia operativa en

ambos ejercicios, la misma no es suficiente para cubrir los costos financieros, que superan incluso en magnitud a los gastos de comercialización o los de administración.

Los gastos de comercialización sufrieron un incremento respecto al año 2018, producido por un aumento en los volúmenes de ventas, en cuanto a los gastos administrativos, disminuyeron como resultado de una serie de medidas de reducción de costos que entró en efecto durante ese periodo. Con esta información, es posible deducir que la empresa, a pesar de sus políticas de reducción de gastos, no pudo disminuir sus costos financieros, siendo este, el principal elemento a mejorar. Llegando a ser una de las prioridades, bajar el nivel de endeudamiento para el corto y mediano plazo.

Este primer concepto es de gran relevancia, ya que a pesar del hecho de que la empresa genere resultados negativos, la misma si es rentable en sus operaciones ordinarias, dando una perspectiva futura más favorable ya que si consigue disminuir sus gastos financieros o aumentar sus ventas en ejercicios futuros, la empresa podrá generar resultados positivos permitiendo revertir su presente tan delicado.

Como paso siguiente se analizará sus costos financieros, partiendo de un análisis de estado de situación patrimonial, destacando la relevancia del rubro pasivo, con el objetivo de comprender la influencia de las cuentas y su impacto en el patrimonio.

Tabla 2: Estado de situación patrimonial

<b>Cifras expresadas en miles de pesos</b>	31/5/2019		31/5/2018	
Activos corrientes	\$ 8.329.084,00	47,00%	\$ 10.566.706,00	52,00%
Activos no corrientes	\$ 8.188.338,00	46,00%	\$ 8.427.378,00	42,00%
Activos mantenidos para la venta	\$ 1.146.916,00	6,00%	\$ 1.228.600,00	6,00%
<b>Total de activos</b>	<b>\$ 17.664.338,00</b>		<b>\$ 20.222.684,00</b>	

Patrimonio y pasivos				
Pasivos corrientes	\$ 8.856.246,00	50,00%	\$ 7.886.292,00	39,00%
Pasivos no corrientes	\$ 3.325.095,00	19,00%	\$ 5.334.934,00	26,00%
Patrimonio y pasivos	\$ 5.482.997,00	31,00%	\$ 7.001.458,00	35,00%
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>\$ 17.664.338,00</b>		<b>\$ 20.222.684,00</b>	

Fuente: Elaboración propia en base a estados contables

En la tabla 2, podemos apreciar que los activos corrientes representan el 47 % del total de los activos, mostrando un decrecimiento con respecto al año anterior el cual era del 52 %, esto se debe principalmente a la pérdida del efectivo utilizado para costear los altos niveles de deuda.

En el caso de los pasivos corrientes, los mismos representan el 50 % del total del patrimonio de la empresa, porcentaje claramente mayor al 39% del año anterior, reflejando la creciente dificultad de la organización para hacer frente a sus obligaciones financieras.

Al cierre del ejercicio económico, Ledesma muestra una deuda financiera neta de \$7.868.942, el 76 % de este endeudamiento se encuentra en moneda extranjera y el 24% restante en moneda nacional.

El plazo medio de la deuda es de uno a tres meses aproximadamente, producto de las elevadas tasas de interés en pesos y de la fuerte devaluación del peso argentino, los costos financieros pasaron de \$2.855.565 a \$3.677.325.

Para un mayor entendimiento de este aumento de costos se necesita profundizar en sus componentes, y para ello se recurre a las notas de los estados contables de la organización. Al analizar la composición de su pasivo más relevante, cuentas por pagar con las partes relacionadas, podemos observar de esta manera el alto nivel de las tasas de

interés en las obligaciones de origen nacional, las cuales llegan hasta los 71% anuales respectivamente.

Tabla 3: Préstamos

<b>Préstamos</b>			
	Tasa de interés	Fecha	Fecha
<b>No corrientes</b>	anual promedio	31/5/2019	31/5/2018
Obligaciones negociables	57,00%	\$ 350.000,00	\$ 1.179.048,00
Préstamos bancarios en moneda nacional	-	-	\$ 80.571,00
Préstamos bancarios en moneda extranjera	7,00%	\$ 163.307,00	\$ 1.124.437,00
Prefinanciación exportaciones en moneda extranjera	5,00%	\$ 1.518.259,00	\$ 1.832.179,00
Préstamos financieros con terceros en moneda extranjera	3,00%	\$ 456.552,00	\$ 435.550,00
<b>Total de préstamos no corrientes</b>		<b>\$ 2.488.118,00</b>	<b>\$ 4.651.785,00</b>
<b>Corrientes</b>		31/5/2019	31/5/2018
Adelantos en cuentas corrientes beneficiarias en moneda nacional	71,00%	\$ 1.106.660,00	\$ 388.529,00
Obligaciones negociables	57,00%	\$ 425.610,00	\$ 21.882,00
Préstamos bancarios en moneda nacional	35,00%	\$ 114.801,00	\$ 246.959,00
Préstamos bancarios en moneda extranjera	5,00%	\$ 1.690.117,00	\$ 1.797.693,00
Prefinanciación exportaciones en moneda extranjera	6,00%	\$ 2.152.048,00	\$ 2.230.332,00
Préstamos financieras con terceros en moneda extranjera	3,00%	\$ 56.391,00	\$ 35.315,00
<b>Total préstamos corrientes</b>		<b>\$ 5.545.627,00</b>	<b>\$ 4.720.710,00</b>

Fuente: Fuente: Elaboración propia en base a estados contables

En cuanto a las deudas de origen extranjero se debe considerar que, aunque su tasa se mantiene constante, estas deudas sufren una revaluación, producto de la depreciación del tipo de cambio, esto produce pérdidas superiores a las deudas en moneda nacional.

Tabla 4:

Cuentas	Ganancia/ Pérdida	
	31/5/2019	31/5/2018
Resultados y diferencia de cambio de colocaciones a corto plazo	\$ 219.052,00	\$ 56.046,00
Intereses financieros	-\$ 717.861,00	-\$ 415.115,00
Valor actual de los créditos y deudas	\$ 463.642,00	-\$ 108.671,00
Impuestos, tasas y contribuciones	-	-\$ 12.458,00
Revalúo propiedades de inversión	-	-\$ 11.706,00
RECPAM	-\$ 415.096,00	-\$ 288.709,00
Comisiones bancarias y financieras	-\$ 20.750,00	-\$ 12.004,00
Comisiones por gestión de cobranzas	-\$ 12.939,00	-\$ 8.817,00
Descuentos otorgados	-\$ 117.869,00	-\$ 98.417,00
Otros gastos financieros	-\$ 35.330,00	-\$ 416.812,00
Operaciones a futuro	-\$ 36.058,00	-\$ 5.568,00
Diferencias de cambio	-\$ 2.076.832,00	-\$ 1.533.334,00
<b>Total otros ingresos (costos) financieros, netos</b>	<b>-\$ 3.677.325,00</b>	<b>-\$ 2.855.565,00</b>

Fuente: Elaboración propia en base a estados contables

Como se puede observar en la tabla 4 extraída directamente de los estados contables, la cuenta diferencia de cambio representa el 56% de los costos financieros totales, lo cual es realmente significativo, y más si tenemos en cuenta que no incluye el interés propiamente dicho.

Tabla 5: Ratios de endeudamiento

Ratio de endeudamiento	0,691685565
Ratio de endeudamiento de corto plazo	0,503566648
Ratio de endeudamiento de largo plazo	0,188118917

Fuente: Elaboración propia en base a estados contables

Índice de endeudamiento significativamente alto: Dejando en claro que la empresa se encuentra fuertemente financiada por terceros, llegando a niveles realmente críticos, esta situación ha provocado los altos costos de financiamiento que debilitan su rentabilidad y la imposibilidad de hacer frente a sus deudas de corto plazo.

Índice de endeudamiento a corto plazo: Mas del 50% de la financiación se encuentra en deudas de corto plazo, dejando a la empresa con la necesidad de conseguir activos circulantes para enfrentarla, o en su defecto la obligación de reestructurarla.

Índice de endeudamiento a largo plazo: Indica que solo el 19% de las actividades diarias se encuentran financiadas por deudas de largo plazo, lo que determina que a pesar del presente complicado que atraviesa la organización, posee margen para reestructurar sus deudas de corto plazo en deudas de largo plazo.

Capital de trabajo, indicadores de liquidez y solvencia: En este punto fue necesario desarrollar un análisis de la empresa, para entender si la misma es capaz de financiar sus deudas de corto plazo con activos circulantes y comprender los riesgos a los que se expone con tales deudas.

Tabla 6: Capital de trabajo, liquidez y solvencia

Capital de trabajo	-\$ 136.321,00
Liquidez	0,984777652
Solvencia	1,44574363

Fuente: Elaboración propia en base a estados contables

Como podemos observar en la tabla 6, el capital de trabajo es negativo, lo que significa que la empresa no es capaz de financiar sus compromisos de corto plazo, con activos corrientes, desembocando en una clara necesidad de financiamiento para hacer frente a estas deudas. También queda claro al observar su índice de liquidez, el cual es

menor a 1, que refleja una mayor relevancia de los pasivos corrientes que de los activos corrientes. En cuanto al análisis de solvencia, este es positivo y se encuentra en un nivel más que aceptable, dejando en claro que los desfases en cuanto a financiamiento se deben en el corto plazo, pero en el largo plazo esta situación se revertirá, siempre y cuando la rentabilidad de Ledesma sea positiva y la reestructuración necesaria de su deuda a corto plazo no generen altos costos financieros que deban pagarse en los siguientes períodos.

**Análisis de rentabilidad:** Se realizó un análisis con el fin de entender sus resultados operacionales, relacionándolos con los costos de financiamiento y también determinando la rentabilidad que la misma genera a niveles operacionales.

Tabla 7: Análisis de rentabilidad

ROA	-11%
ROE	-35%
Beneficio neto sobre ventas	33%
Rentabilidad económica	40%

Fuente: Elaboración propia en base a estados contables

**ROA:** Como se podría predecir el ROA y el ROE, resultan negativos, ya que la empresa cerro su ejercicio con pérdidas, en el caso del ROA, significa que la empresa está invirtiendo sus recursos en activos que generan pérdidas.

**ROE:** En este caso significa que la empresa pierde dinero con cada peso que invierte, y dado al hecho de que el ROA es mayor al ROE se puede deducir que el costo de financiamiento es mayor que la rentabilidad del mismo.

**Beneficio neto sobre ventas:** Consiste en medir la rentabilidad del beneficio de las ventas, en términos de las ventas totales. En el caso de la empresa el 33% indica que cada peso de la venta, deja un beneficio neto de 33 centavos, demostrando el potencial de la misma para generar beneficios.

**Rentabilidad económica:** Se obtiene cuando comparamos el beneficio bruto en términos del activo total, arrojando un resultado positivo del 40%, entonces podemos deducir que la actividad primaria estaría dejando resultados positivos.



Como conclusión de todo este análisis, se puede determinar que el alto nivel de endeudamiento con su consiguiente costo de financiación, es el impedimento principal que termina ocasionando que la empresa no pueda hacer frente a sus obligaciones diarias, repercutiendo en los activos de la misma e imposibilitando la generación de beneficios. También se determinó que la compañía genera beneficios operacionales y que posee margen para una reestructuración a largo plazo, razón por la cual, resulta necesario encontrar una alternativa viable que le permita a Ledesma solventar las deudas de corto plazo evitando las altas tasas de financiamiento que actualmente abona.

## **Marco Teórico**

En este capítulo se detallan los conceptos y autores que sirvieron como marco teórico para el desarrollo del trabajo:

### *El análisis financiero*

Es el estudio de la información contable de la empresa, la cual es de poca utilidad si no se la interpreta, para que con estas conclusiones se puedan tomar decisiones (Bernal-Domínguez, Amat-Salas, 2012). Entre las distintas herramientas utilizadas para el desarrollo de análisis financiero, se encuentra el análisis vertical de los estados contables.

### *Análisis Vertical*

Esta herramienta es de vital importancia para entender la participación de las distintas cuentas dentro de los estados contables, este análisis resulta del cálculo de una serie de porcentajes respecto de una cifra base de un estado contable (Newton, 2002). Es de gran relevancia para entender la participación de las distintas cuentas dentro de los estados contables, contemplando las particularidades de la empresa como la actividad a la que se dedica.

### *Ratios e indicadores*

A continuación, se pasará a analizar distintos ratios e indicadores, los cuales nos brindarán la información necesaria para comprender con mayor exactitud la situación de la empresa, entre ellos se incluyen los indicadores de endeudamiento, ratio de endeudamiento, también los análisis de solvencia y de rentabilidad, para terminar con los indicadores de beneficio neto sobre rentas, ROA y ROE respectivamente.

El ROA indica el porcentaje de utilidad neta que se obtiene sobre la base de la inversión total de los activos (Gitman y Zutter, 2012). Mide la eficacia de los mismos para generar utilidades, mientras mayor sea el resultado, mayor será la rentabilidad obtenida por la utilización de los activos. El ROE permite identificar el rendimiento obtenido a raíz de la inversión de los accionistas de la empresa, cuanto más alto sea el rendimiento, obtendrán una mayor ganancia los propietarios (Gitman y Zutter, 2012).

Los indicadores de endeudamiento miden los niveles de la deuda y la medida en que están comprometidos los activos y patrimonios con acreedores y proveedores.

Ratio de endeudamiento: Permite conocer el nivel de endeudamiento que posee con respecto a la inversión en activos, para las empresas es fundamental tener un bajo grado de la deuda, para disminuir el costo del financiamiento. (Ortíz y González, 2017)

Profundizando en el análisis del flujo de efectivo, se utilizan los conceptos de liquidez y solvencia, según Rodríguez M., (2012), la liquidez es la capacidad para cumplir con los compromisos de pago que la empresa tiene en el corto plazo y para su cálculo se utiliza los activos y pasivos de corto plazo. Mientras que el análisis de solvencia mide la capacidad de un negocio para satisfacer sus pasivos circulantes y no circulantes. (Warren, Reeve y Duchac, 2009) Se calcula dividiendo el activo por el pasivo, lo que significa que cuando el mismo es positivo, los activos con los que se cuentan son capaces de satisfacer las deudas totales de la empresa.

#### *Capital de trabajo*

Capital de trabajo = activos circulantes - pasivos circulantes: El capital de trabajo sirve para evaluar la capacidad de una empresa para pagar sus pasivos circulantes (Wild, Subramanyam y Halsey, 2007). Mide la capacidad de respuesta que tiene la empresa para operar con sus activos de corto plazo y enfrentar sus pasivos de corto plazo. El capital de trabajo es todo el recurso que la empresa destina para su funcionamiento diario.

#### *Indicadores de rentabilidad*

Para medir y evaluar la rentabilidad se utilizarán estos indicadores de rentabilidad que evalúan las utilidades de la organización a partir de las ventas diarias, midiendo la capacidad para obtener beneficios (Morelos, Fontalvo y Vergara, 2013). El análisis de la rentabilidad es la evaluación del rendimiento sobre la inversión de una compañía. Se

enfoca en las fuentes y los niveles de rentabilidad, e implica la identificación y la medición del impacto de varios generadores de rentabilidad. (Wild et al., 2007).

Entre los análisis utilizados, el beneficio neto sobre ventas será de particular utilidad para medir la rentabilidad del beneficio de las ventas, en términos de las ventas totales. En el caso particular de la empresa es fundamental para determinar si la misma presenta resultados operacionales positivos. Este análisis presenta la utilidad neta de la empresa luego de haber descontado los valores de participación a trabajadores, costos, gastos e impuestos, cuanto más alto es el porcentaje de utilidad neta para la empresa, mayores son las ganancias obtenidas por las ventas (Gitman y Zutter, 2012)

## **Discusión**

### *Declaración de problema*

A través del análisis realizado, se detectó que la empresa presenta altos índices de endeudamiento, producto de la necesidad de cubrir sus flujos de efectivo, los cuales requieren más efectivo del que se dispone.

En el contexto actual de la Argentina, en donde las tasas de interés son realmente elevadas y la devaluación de la moneda produce altos costos por deudas valuadas en monedas extranjeras, la enorme deuda de corto plazo que la empresa contrajo significó enormes pérdidas por costos financieros.

### *Justificación del problema*

Como evidencia de esta problemática, se puede observar en la cuenta pasivos corrientes, que representa gran parte del total del pasivo de Ledesma, produciendo un desbalance entre los flujos que entran y los que ingresan a la misma. Motivo por el cual los activos corrientes con los que cuenta son insuficientes para afrontar sus obligaciones. Si la empresa no es capaz de mejorar su flujo de efectivo, se expone ante la imposibilidad de cumplir con sus obligaciones de corto plazo, perjudicando sus operaciones diarias, las cuales requieren de efectivo o sus equivalentes.

Como consecuencia de las altas tasas de interés que abona durante el período, los estados contables presentan pérdidas en el resultado del ejercicio, siendo los altos costos financieros el principal causante de esto.

### *Conclusión diagnóstica*

Esta situación puede revertirse con una reestructuración de la deuda de corto plazo hacia una de largo plazo. Gracias a esta medida, la compañía contará con el efectivo para hacer frente a sus deudas corrientes, adquiriendo pasivos no corrientes y permitiéndoles mejorar su flujo de efectivo, con indicadores de solvencia positivos. Como medida complementaria, la deuda que se adquirirá debe estar valuada en moneda nacional, ya que, a pesar de las altas tasas de interés, el costo financiero es menor al costo que se produce como resultado por tenencia de deudas valuadas en moneda extranjera.

## **Plan de implementación**

### *Objetivos*

General: El plan de acción consiste en reestructurar la deuda de corto plazo hacia una de largo plazo, con el fin de mejorar su flujo de fondo y resolver sus necesidades de financiamiento.

Específicos:

- 1) Calcular el capital de trabajo y necesidades de financiamiento.
- 2) Financiar el déficit del flujo de fondos de este año y el de los años siguientes, generando un superávit del mismo.
- 3) Estimar el flujo de fondos futuros de la empresa.
- 4) Mejorar la rentabilidad a través de una mejora en el balance de las operaciones financieras, reduciendo la brecha entre los intereses pagados y los intereses ganados.
- 5) Mejorar los índices de endeudamiento y liquidez futuros.

### *Alcance*

Temporal: El proyecto tendrá una duración de 5 años, empezado el 31/07/2021, pudiéndose distinguir claramente entre dos etapas, el primer año donde se reestructura parte de la deuda de corto plazo a largo plazo y los años posteriores donde se procede a invertir el excedente financiero en activos con rentabilidad fija.

Geográfico: Se utilizarán las oficinas administrativas de Ledesma, ubicadas en Av. Corrientes 415 Buenos Aires, Argentina, ocasionalmente se deberá viajar hasta los locales de bancos con los que interactúa periódicamente la empresa, para solicitar asesoramiento y eventualmente los servicios de los mismos.

Alcance de contenido: Se implementarán temas relacionados al análisis de estados financieros, ratios financieras, flujo de efectivo, capital de trabajo, índices de endeudamiento, emisión de obligación negociable, reestructuración de deuda, activos de renta fija, índices de rentabilidad.

Limitaciones: No se encontraron limitaciones que pudiesen afectar la puesta en marcha de la propuesta. Por lo que la misma se podrá realizar sin impedimentos en los tiempos y forma establecidos.

### *Recursos*

- Espacio físico donde puedan llevar adelante las actividades.
- Computadoras con acceso a internet e impresoras.
- Muebles de oficina.
- Acceso a los estados contables.
- Registros de deudas contraída en el pasado.
- Asistencia financiera de personal del banco.
- Operadores en el mercado cambiario.
- Líder que guíe, motive y controle al grupo de trabajo.
- Equipo de contadores encargados de registrar y cuantificar las variaciones que se produzcan durante el proyecto.
- Asistentes que realicen tareas de soporte administrativo como la confección de los papeles de trabajo, la impresión de documentos, etc.

El personal será del área de finanzas, ya que la actividad a desarrollar no requiere de un alto grado de especialización, y la empresa cuenta con experiencia manejando deudas de similares características, debido a la importancia del proyecto, se le solicitará estas tareas en particular a los trabajadores más capacitados del departamento.

### *Actividades*

- Analizar la estructura financiera y flujo de fondos de la empresa.
- Solicitar asesoramiento al banco, en instrumentos financieros disponibles para cubrir necesidades de efectivo de la empresa.
- Solicitar obligación negociable de largo plazo.
- Controlar el flujo de fondos luego del financiamiento.
- Solicitar de asesoramiento al banco en materia de inversiones de renta fija.

- Adquirir activos de renta fija.
- Estimar los flujos de efectivo futuros.
- Implementar la propuesta.

### *Marco de tiempo*

En este apartado se detallará el marco de tiempo necesario para llevar adelante la propuesta. Para ello se utilizará un diagrama de Gantt que servirá para representar gráficamente el cronograma a seguir.

Figura 1: Marco de tiempo

	2021				2022		2023	
	31.07.2021	06.08.2021	15.08.2021	23.09.2021	01.08.2022	23.08.2022	24.08.2023	24.08.2023
Analizar la estructura financiera y flujo de fondos de la empresa								
Solicitar asesoramiento al banco en instrumentos financieros								
Solicitar deuda pública de largo plazo.								
Controlar flujo de fondos luego de financiamiento.								
Solicitar asesoramiento al banco en inversiones de renta fija.								
Adquirir activos de renta fija.								
Estimar los flujos de efectivo futuros.								
Implementación de la propuesta								

Fuente: Elaboración propia

### *Propuesta*

1) Estimación de flujos de fondos futuros de la empresa:

Capital de trabajo -\$ 136.321,00 Liquidez 0,984777652

Su capital de trabajo es negativo y su índice es inferior a 1, lo que significa que la empresa no podrá hacer frente a sus obligaciones de corto plazo con sus activos corrientes, y por coincidente requiere de financiamiento. Teniendo en cuenta que sus pasivos no corrientes representan un 19% del total del patrimonio de la empresa, presenta una oportunidad para corregir este problema.

2) La opción elegida es la de financiarse a través de la emisión de un bono, utilizando uno que permita devolver el total del capital que nos prestaron al vencimiento del mismo.

Como antecedente a nuestro plan de financiación utilizaremos a la empresa Petrolera Aconcagua Energía S.A., que el 16/04 emitió una obligación negociable de \$330.957.446 a 37 cuotas con una TNA de 40,13%.

Por lo cual emitiremos una obligación negociable con una tasa Badlar a 48 cuotas, dando a la empresa un periodo de 4 años para regularizar su situación. La tasa será del 40% anual devengando sus intereses trimestralmente.

Tabla 8: Costos financieros del bono adquirido

<b>MONTO NOMINAL</b>	\$ 3.000.000,00
<b>TASA</b>	40%

CUOTAS ANUALES 2022	\$ 1.200.000,00
CUOTAS ANUALES 2023	\$ 1.200.000,00
CUOTAS ANUALES 2024	\$ 1.200.000,00
CUOTAS ANUALES 2025	\$ 4.200.000,00

Fuente: Elaboración propia en base a estados contables

Gracias a esta operación, los \$ 3.000.000,00 se incorporarán al patrimonio como activos de corto plazo, mientras que su contra partida será un pasivo de largo plazo ya que su vencimiento es superior a un año.

Al financiarse con pasivos de largo plazo el capital de trabajo y el índice de liquidez mejoraron dramáticamente. Si realizamos las operaciones pertinentes, el nuevo capital de trabajo es de \$ 2.863.679 mientras que el nuevo índice de liquidez es de 1,3. Por lo tanto, el primer objetivo que consistía en mejorar su liquidez y capacidad de

maniobra se conseguiría a través de esta operación, sin embargo, se debe tener en cuenta que se devengarán intereses por un monto de \$ 1.200.000, reduciendo el capital de trabajo para el año siguiente a \$ 1.643.679.

Con esta operación la empresa no necesitará de financiamiento, ya que contará con los activos líquidos para afrontar sus obligaciones de corto plazo, con lo cual es posible disminuir la deuda de corto plazo en un monto significativo. Al hacerlo progresivamente la misma reducirá significativamente sus costos financieros, permitiendo obtener un resultado positivo a lo largo de los ejercicios futuros.

Para entender este cambio en sus resultados, se debe recordar que las tasas que la empresa abonaba en el periodo anterior eran superiores al 40 % de la deuda adquirida en este proyecto. Como se mostró en la Tabla 3: Préstamos, la mayor parte de la deuda contraída con anterioridad contaban con una tasa del 71% y la deuda valuada en moneda extranjera con una tasa del 5%, sin embargo, generaron pérdidas por un valor de \$2.076.832 debido a la devaluación de la moneda.

Ahora que la empresa cuenta con capacidad de maniobra, pudiendo financiar sus deudas hacia el largo plazo, se encuentra en posición de absorber las deudas de corto plazo con las tasas de interés más altas ya que cuenta con un capital de trabajo de \$1.643.679.

Para estimar el ahorro que esto significaría para los períodos siguientes, se debe tener en cuenta que la empresa abonó durante el período bajo estudio costos financieros valuados en \$ 3.677.325. Mientras que el interés generado por el bono es de solo \$1.200.000, deuda con la cual será capaz de afrontar las obligaciones cuya exigencia sea menor a un año. Esto significaría una reducción de \$ 2.477.325 en conceptos de gastos financieros.

Gracias a esto, se puede proyectar que los gastos por financiación caerán significativamente en los periodos subsiguientes y que esta reducción significativa del costo financiero, permitirá a la empresa generar un resultado positivo de casi \$ 800.000

Por lo tanto, si durante el 2021 absorbe las deudas con los activos que cuenta la empresa y se refinancia solo lo necesario, la misma conservará su capacidad de flujo de efectivo. Al proyectarse una disminución de dos millones de sus gastos financieros la



misma generará ganancias, permitiendo afrontar los siguientes dos años con un flujo de efectivo acorde a sus necesidades.

Es en este momento, principios del año 2022, donde la empresa mantiene el superávit en su capital de trabajo que se utilizará parte de las ganancias del año anterior para capitalizarlas junto con un monto no muy significativo del efectivo del que dispone la empresa, con el fin de hacer frente al pasivo que vence el 2025, año donde se debe cancelar la amortización del capital.

Por lo tanto, se invertirá estos \$ 2.000.000 en activos de renta fija, ya que la deuda contraída también es de renta fija. El instrumento a utilizar será un plazo fijo a una TNA capitalizable de 37%.

Tabla 9: Intereses generados por plazo fijos

Monto inicial 2022	\$ 2.000.000,00
TASA	37%
Capitalización año 2023	\$ 2.740.000,00
Capitalización año 2024	\$ 3.753.800,00
Capitalización año 2025	\$ 5.142.706,00

Fuente: elaboración propia

Como se puede observar en el cuadro, la empresa no necesitará refinanciar la deuda que vence en el año 2025, ya que contará con el capital acumulado durante este período.

Con este proyecto la empresa reducirá los costos financieros a lo largo de los próximos años, revertirá su situación financiera actual y generará beneficios a través de la reinversión del efectivo disponible a partir del 2022.

#### *Propuesta de medición y evaluación del proyecto*

A través de este proyecto se buscará mejorar el flujo de efectivo, refinanciando su pasivo corriente en deudas de largo plazo, y gracias a este excedente se reinvertirá en activos que generan una renta fija.

Por lo que es de vital importancia controlar el efectivo con el que cuenta la empresa y si este es suficiente para afrontar las necesidades de corto plazo. Para ello se utilizarán los siguientes índices que servirán como medida de control del proyecto

Capital de trabajo:

- Si es positivo, se continúa.
- Si es negativo, se deben establecer nuevas medidas de corrección.

Índice de liquidez

- Si es positivo, se continúa.
- Si es negativo, se deben establecer nuevas medidas de corrección.

Egresos por operaciones de financiamiento:

- Si disminuyen se prosigue con el plan.
- Si aumenta se reestructura.

Si en 2020 el efectivo disminuye con respecto al 2019

- No se solicita crédito
- Caso contrario, se prosigue.

### **Conclusiones y recomendaciones**

Mediante este trabajo, se puede determinar la importancia de la estructura financiera en la empresa. Las necesidades de financiamiento que tiene y los riesgos a los que se exponen al financiar gran parte de su capital con capital de terceros.

En un contexto actual, donde la devaluación de la moneda y las altas tasas de interés representan una realidad a las que las empresas argentinas deben enfrentarse día a día. La falta de efectivo para cubrir las obligaciones de corto plazo puede ser la diferencia entre empresas que generen resultados positivos y las que por el contrario generen pérdidas producto de ser incapaces de absorber los altos costos financieros.

Una planificación de las necesidades de efectivo y como conseguirlo resultará esencial para la supervivencia de la empresa Ledesma. Empresa que recurría a deudas de corto plazo con el fin de financiar sus necesidades de efectivo, pero que con el plan en cuestión y un correcto seguimiento es posible que pueda revertir su situación financiera actual, mientras mejora su situación económica.

Una de las ventajas de financiarse con pasivos no corrientes, reside en mantener un stock de efectivo que le permite a la empresa asumir sus compromisos con mayor previsibilidad. Es gracias a la reestructuración de largo plazo, que la empresa es capaz de

planear su flujo de efectivo, evitando ser perjudicada por los continuos cambios en el mercado financiero producto de la inestabilidad en la que se encuentra el país.

En este punto la empresa podrá decidir cuándo adquirir deuda por razones varias, como puede ser un proyecto de inversión que genere beneficios para la empresa. Pero no será por la falta de efectivo, el cual la obliga a adquirir deuda sistemáticamente y sin importar las condiciones, solo por la razón de no contar con el efectivo necesario para afrontar sus operaciones diarias.

Como recomendación, sería importante que la empresa invierta en proyectos de diversificación de sus productos ofrecidos, ya que las tendencias hacia la digitalización de las facturas y la ley de control de azúcar, generarán una reducción de la demanda en dos de sus productos más importantes. Aunque esta reducción no signifique un riesgo para la supervivencia de la misma, pueden significar una caída del nivel de ventas con los que la misma cuenta en el presente.

## Bibliografía:

- Bernal-Domínguez, D., Amat-Salas, O. (2012). *Anuario de Ratios Financieros Sectoriales en México para su análisis comparativo empresarial*. México Ra Ximhai, 8(3),
- Fanny Angélica Álvarez Hernández. (2016). Impacto de la financiación a través de emisión de acciones en la estructura financiera de empresas mexicanas del sector telecomunicaciones: un caso empírico 2006-2012. Working Paper Series Sobre México.
- Fowler E. F. (2002) *Análisis de estados contables (3ra edición)* Buenos Aires: La Ley
- Francis Magloire Peujio Fozap, & Christian Said Domínguez Blancas. (2019). La estructura financiera de las grandes Empresas manufactureras mexicanas en el contexto de la crisis financiera subprime, 2000-2015<BR>[The financial structure of large mexican manufacturing Enterprises whithin the context of the subprime crisis, 2000-2015]. *Estudios Economicos*, 72, 63.
- Gitman, L., Zutter, C. (2012). *Principios de Administración Financiera*. México (Pearson, Ed.), Decimosegunda Edición, editorial Pearson (Vol.12).
- Lajara-Camilleri, N., & Mateos-Ronco, A. (2012). Estructura financiera y logro empresarial en cooperativas agrarias: una aproximación empírica. *Economía Agraria y Recursos Naturales*, 02.
- Morelos, J., Fontalvo, T., De La Hoz, E. (2012). *Análisis de los indicadores financieros en las sociedades portuarias de Colombia*. Colombia *Entramado* Universidad Libre Colombia
- Ortíz M. F., González C. S. (2017) *Gestión Financiera Empresarial, Primera edición en español*. Ecuador Universidad Técnica de Machala. Redes 2017
- Warren C.S., Reeve J. M., Duchac J. E. (2009) *Contabilidad financiera 11a. ed.* México, Cengage Learning Editores, SA
- Wild J.J., Subramanyam K.R, Halsey R. F. (2007) *Análisis de estado financieros (9na edición)* México, Mcgraw-Hill Interamericanando

William Patricio Cevallos Silva, Marcelo Eduardo Sánchez Salazar y Fernando Esparza Paz (2018): “Estructura financiera óptima para una empresa agroindustrial”, Revista Observatorio de la Economía Latinoamericana, Recuperado el 25 de Mayo de 2021, de: <https://www.eumed.net/rev/oel/2018/05/empresa-agroindustrial.html>