

Universidad Siglo 21



Carrera: Contador Público

Trabajo Final de Grado

Reporte de caso

Determinación de estructura de financiamiento óptima

“Estudio de opciones de financiamiento de la empresa A. J. & J. A. Redolfi”

Autor: Simes Mauricio Yamil

Legajo: CPB04362

DNI: 40.518.167

Director de TFG: Ortiz Bergia Fernando

Argentina, julio 2021

Resumen

El presente trabajo final de graduación consistió en llevar a cabo el análisis y estudio de la información financiera de la empresa A. J. & J. A. Redolfi S.R.L. Esta es una empresa familiar localizada en James Craik, Provincia de Córdoba dedicada a la distribución mayorista de productos de consumo masivo. Tiene como fin determinar la opción más favorable para el desarrollo del proyecto de inversión propuesto que es la nueva construcción de un centro de distribución central. Para ello se realizó el análisis FODA y PEST y se evaluó la actualidad del ente a través de distintos ratios. Luego, se buscaron y se ofrecieron distintas fuentes de financiamiento para concretar el proyecto. Por último, se calculó su valor actual neto (VAN) y se realizó un flujo de fondos comparativo. Para finalizar se obtuvieron los resultados de las distintas alternativas de financiamiento que revelaron que la mejor opción para afrontar el proyecto es aquella en la que se recurre a préstamo bancario.

Palabras Claves: Estructura óptima de capital, teoría de equilibrio, financiamiento, ratios y endeudamiento.

Abstract

The present final graduation work consisted of carrying out the analysis and study of the financial information of the company A. J. & J. A. Redolfi S.R.L. This is a family business located in James Craik, Province of Córdoba dedicated to the wholesale distribution of consumer products. Its purpose is to determine the most favorable option for the development of the proposed investment project, which is the new construction of a central distribution center. For this, the SWOT and PEST analysis was carried out and the current status of the entity was evaluated through different ratios. Then, different sources of financing were sought and offered to carry out the project. Finally, its net present value (NPV) was calculated and a comparative cash flow was performed. Finally, the results of the different financing alternatives were obtained, which revealed that the best option to face the project is the one in which a bank loan is used.

Keywords: Optimal capital structure, equilibrium theory, financing, ratios and indebtedness.

Índice

| | |
|--|----|
| Introducción | 3 |
| Análisis de la situación | 5 |
| <i>Descripción de la situación</i> | 5 |
| <i>Análisis del contexto</i> | 5 |
| <i>Análisis PESTEL</i> | 6 |
| <i>Análisis FODA</i> | 9 |
| <i>Conclusión del análisis interno</i> | 11 |
| <i>Análisis financiero</i> | 12 |
| Marco Teórico | 16 |
| Diagnóstico y discusión | 19 |
| <i>Declaración del problema</i> | 19 |
| <i>Justificación del problema</i> | 19 |
| <i>Conclusión Diagnostica</i> | 19 |
| Plan de implementación | 20 |
| <i>Objetivos</i> | 20 |
| <i>Objetivo general:</i> | 20 |
| <i>Objetivos específicos:</i> | 20 |
| <i>Alcances del plan de implementación</i> | 20 |
| <i>Acciones y marco de tiempo</i> | 21 |
| <i>Desarrollo de la propuesta</i> | 22 |
| <i>Opciones de financiamiento</i> | 23 |
| Conclusiones y recomendaciones | 29 |
| <i>Conclusión</i> | 29 |
| <i>Recomendaciones</i> | 30 |
| Bibliografía | 31 |

Introducción

En el mundo globalizado de hoy, las empresas cada vez más se enfocan en la búsqueda de prácticas basadas en la eficacia y la eficiencia. No solo para mejorar los objetivos, sino también para posicionarse en lugares de liderazgo del mercado del que participan. Así, en vista de un entorno cada vez más competitivo, cobra relevancia poder determinar la estructura óptima de financiamiento, adecuada a cada organización.

Cada día hay más vías que se presentan para encontrar fondos y poner en marcha a una empresa. Por esta razón, es importante conocer diferentes opciones de financiamiento y así adoptar la forma que más convenga según las necesidades de cada organización comercial.

A. J. & J. A. Redolfi SRL (más conocida como AJR), objeto del presente trabajo, es una empresa de la localidad de James Craik, de la Provincia de Córdoba, Argentina. Fue fundada en el año 1959 por los hermanos Alonso Jacobo Redolfi y Miguel Ángel Redolfi como un negocio de cigarrería, bazar y librería. Es un emprendimiento que, a través del tiempo, ha demostrado un continuo crecimiento en el sector mayorista de productos alimenticios. Todos los años consigue nuevos clientes y conquista mercados en el interior de Córdoba y del país.

Actualmente esta empresa se encuentra encaminada hacia un nuevo cambio estructural, lo que origina un problema que afecta al área de administración, encargada de la elección y obtención de los fondos, para financiar la construcción de un nuevo depósito. Esta expansión está destinada a unificar los distintos almacenes ubicados en James Craik.

La estructura de capital siempre ha sido un tema polémico cuando se trata de teoría financiera. La selección de cuál plan seguir en un proyecto dado es una decisión crucial, dada la necesidad de maximizar los retornos para todas las partes interesadas de las empresas (Abor y Biekpe 2009). También lo es la forma en que esta elección puede interferir con la capacidad de las empresas para lidiar con un entorno competitivo externo (Abor 2005).

Con respecto a los antecedentes son numerosas las investigaciones que han intentado determinar la estructura de capital óptima. En particular, las investigaciones relacionadas con costo de la quiebra, teoría de la agencia y teoría del orden jerárquico. Estas proposiciones sugieren que la selección de una estructura de capital adecuada depende de las características que determinan los diversos costos y beneficios asociados con la financiación de deuda y/o

capital (Mota y Moreira, 2017).

Velásquez Altamirano (2017), en su tesis, sostiene que la variabilidad contextual, administrativa y financiera es tan grande que incluso provoca que un modelo de financiamiento obtenga resultados diferentes incluso en organizaciones que operan en el mismo país, pero en sectores diferentes.

El siguiente trabajo toma como punto de partida el estudio del financiamiento de A. J. & J. A. Redolfi S. R. L para encontrar distintas formas de obtener recursos óptimos para concretar la construcción del nuevo establecimiento. Con la edificación del nuevo depósito, en un predio que la empresa posee ubicado sobre la ruta provincial 10, se pretende lograr un crecimiento sostenido del volumen de ventas.

En la actualidad, la principal barrera que impide este incremento no es el mercado, sino el tamaño de la infraestructura del centro de distribución central de AJR. La escasez de espacio se transforma en limitaciones para realizar compras a mayor escala y lograr así economías de escalas más atractiva. Es por ello que la empresa necesita poder concluir este proyecto, para lo cual requerirá contar con una óptima estructura de financiamiento asegurando su supervivencia.

El propósito de este trabajo final de grado es evaluar las opciones de financiación para el nuevo centro de distribución. Logrando detectar, luego de un análisis de los estados contables y del entorno, las debilidades y fortalezas que presenta la empresa para afrontar el nuevo proyecto.

El reporte de caso pretende convertirse en un instrumento de ayuda a la toma de decisión para la empresa. Viendo de qué manera este proyecto del centro de distribución se puede financiar y cuál es la mejor alternativa para lograrlo. El Trabajo Final de Grado permitiría dar mayores instrumentos e información a los encargados de tomar decisiones.

Análisis de la situación

Descripción de la situación

A.J. & J. A. Redolfi SRL (conocida también en el ambiente comercial como AJR) es una empresa que lleva 50 años en el sector mayorista de productos alimenticios. Posee una cadena de salones de ventas al por mayor y de preventistas de productos alimenticios, refrigerados, bebidas, cigarrillos, artículos de limpieza y perfumería, entre otros.

La organización se encuentra en etapa de crecimiento de infraestructura, lo que le permitirá obtener mejores rendimientos. El nuevo depósito proyectado le facilitará abastecer a sus clientes actuales, aumentar el nivel de ventas y disminuir el costo de pérdida de ventas por falta de stock. También servirá para bajar los índices de rotura y robo de mercadería, como también bajará la pérdida de tiempo en la preparación de los pedidos. Además, podrá mejorar los tiempos de vencimiento de mercadería por falta de control, entre otros.

Desde otro punto de vista, esta obra no pareciera ser la inversión más atractiva en el terreno estrictamente financiero, debido a que el crecimiento de las ventas y rentabilidad no sería exponencial. Tampoco significaría reducir drásticamente los costos. Está especialmente orientada tanto a cuestiones de organización interna como a la expansión corporativa y de su imagen. Si este proyecto no tuviera fuentes de ingresos alternativas (loteo, alquiler del campo y la comercialización de las nuevas líneas de productos), difícilmente sería posible llevarlo a cabo. Debido a estas razones, lo que se busca como objetivo principal de este análisis es lograr obtener diversas formas de financiamiento que respondan de manera más eficaz y eficiente a los objetivos de la empresa y que sume así mayores resultados económicos.

Análisis del contexto

En este apartado se realiza un análisis de la situación tanto micro como macro del sector donde se encuentra la empresa, utilizando herramientas como PESTEL Y FODA. El análisis PESTEL permite realizar un análisis de aquellos factores externos que son importantes para la empresa, los cuales son imprescindibles para la elaboración de estrategias a corto y largo plazo. Consiste en la descripción del contexto o entorno de la empresa a través de los factores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, ambientales y legales.

Además, los resultados del PESTEL sirven de base y disparadores para la realización del análisis FODA. Con el objetivo de poder observar aquellas variables o hacer énfasis en

aquellas que afectan directamente a la empresa. Muchos de los resultados obtenidos influyen en gran parte sobre las oportunidades y amenazas del análisis FODA como también en sus fortalezas y debilidades. (Betancourt, 2018)

Análisis PESTEL

Factores Políticos

Desde el punto de vista económico, en diciembre de 2019, cuando Alberto Fernández asumió la presidencia de la nación, las cosas no andaban bien el país. Argentina había recaído en la suspensión de pagos de su deuda y llevaba tres años en recesión. Sin soluciones visibles y para peor, a las pocas semanas de asumir el nuevo gobierno, llegó la pandemia, hundiéndonos más en la crisis.

Al igual que el en el resto del mundo, nuestro país vive con gran incertidumbre las consecuencias de la propagación del coronavirus. Por esta razón, el gobierno nacional tuvo que tomar medidas en busca de la estabilidad económica. El ministro de Economía Martín Guzmán tuvo que batallar en dos frentes. Por un lado, renegociar la deuda con los acreedores privados y en el otro frente, aún más complejo, en cómo subsidiar a empresas y ciudadanos afectados por el párate económico producido por el virus Covid 19.

Sin acceso a los mercados de crédito, Argentina recurrió, como elección principal, a la fabricación de dinero. El Banco Central emitió durante 2020 más de 1,2 billones de pesos, pero esta solución implicaba el riesgo de que la inflación se agravara aún más.

De todas formas, la mayor parte del rubro comercial mayorista no se vio desfavorecida. Por lo contrario, algunos referentes de este sector se vieron beneficiados, debido a que el consumo de bienes de primera necesidad fue en aumento. Incluso desde la modalidad de mayoreo que permite abaratar costos, aumentando los ingresos de estas empresas.

Factores sociales

En 1984, cuando nuestro país salía de su dictadura militar más tétrica y oscura, el premio Nobel de Economía Paul Samuelson (1915-2009) expresó: “Argentina es el clásico ejemplo de una economía cuyo estancamiento relativo no parece ser consecuencia del clima, las divisiones raciales, la pobreza malthusiana o el atraso tecnológico. Es su sociedad, no su economía, la que parece estar enferma”.

Las políticas económicas inestables aplicadas, la elevación del índice de inflación, la devaluación permanente del valor de la moneda, la crisis mundial por el coronavirus, la falta de credibilidad de nuestra nación para invertir en capitales, la especulación de los argentinos con el dólar, son algunos de los factores que impactan negativamente en la economía del país.

Argentina es una de las economías más grandes de América Latina. Sin embargo, la volatilidad histórica del crecimiento económico ha impedido el desarrollo del país. La pandemia de Covid 19 y el aislamiento social, como forma de combatirla, agravaron la situación. Durante 2020 el país sufrió una caída del PBI de 9.9%, la mayor desde 2002. Para contrarrestar los impactos de la crisis, el Gobierno implementó para ese año y el 2021, una serie de medidas de emergencia, con la justificación de proteger a los más vulnerables y acompañar a las empresas mientras durara el aislamiento social.

Factores Tecnológicos

En tiempo de pandemia, la desconexión física entre muchas empresas y sus empleados requirió la adopción de nuevas tecnologías para mantener la continuidad del negocio. El impacto de estas nuevas tecnologías no es extraño en el país, dado que muchos procesos se han visto reemplazados por máquinas modernas, que acortan los tiempos y vuelven más productivos algunos procesos, provocando el traslado de la mano de obra hacia otros sectores, tanto dentro como fuera de las organizaciones que necesitan mano de obra calificada.

El uso de plataformas de e-commerce han demostrado ser un nuevo e importante canal de ventas que muchísimas empresas de distintos rubros, incluso aquellas más reacias a la idea de incorporar estos mecanismos, debieron darle su lugar dentro de la organización.

La velocidad con la que realicen las modificaciones en su sistema productivo significará el éxito o el fracaso en su adaptación a los cambios tecnológicos (Ingrassia, 2018).

Factores sociales

Se puede decir que la sociedad y, principalmente, los trabajadores están pasando por un cambio generacional que repercute en lo laboral. Se observan grandes modificaciones en los hábitos y en la forma de vida. Mutaciones que trascienden la vida social y, por consiguiente, en la vida laboral de las personas.

Sin dudas, el COVID-19 y la implementación de medidas del Gobierno Nacional tendientes a disminuir la circulación de personas a través del llamado aislamiento social, preventivo y obligatorio (ASPO), sumado a protocolos para respetar la debida distancia social, ha cambiado en muchos aspectos las conductas sociales.

En Argentina se registró en el año 2020 una caída en la producción y un crecimiento de la pobreza y cantidad de personas en estado de emergencia sanitaria y alimentaria (que este año tiende a crecer). La organización Internacional del Trabajo formuló que la pobreza aumentó del 35% al 40,2%, la indigencia subió del 7,7% al 10,8%, y la desigualdad pasó del 23% al 32,5 % (Noticias ONU, 2020).

Factores Ambientales

Las actividades industriales suelen ocasionar problemas ambientales como contaminación, destrucción de ecosistemas y cambios climáticos. Por estas razones se persigue que las políticas ambientales sean tomadas y que involucren estratégicamente a todo el negocio.

Si bien la empresa no cuenta con un área dedicada específicamente a este aspecto, sí cuentan con inspecciones regulares de higiene y seguridad y se cumple con las recomendaciones técnicas que el inspector les deja.

Por otro lado, la organización se interesa de la responsabilidad social y comunitaria, buscando beneficiar al pueblo de origen de la empresa (James Craik) a través de la colaboración permanente y desinteresada con las instituciones que participan en la calidad de vida de la comunidad (hospital, carteles de calles, escuelas, colegio secundario, colaboración en general con las instituciones del pueblo e iglesia).

Factores legales

Desde el punto de los factores legales hay que tener en cuenta la normativa en la que se desenvuelve la organización en su aspecto productivo y laboral. La Ley 19.587 de higiene y seguridad laboral es una de las que regulan el accionar de la sociedad, puesto que ésta tiene la responsabilidad de lograr un entorno seguro y saludable. Esta ley se encarga de hacer cumplir a la organización (como también estipula obligaciones a los trabajadores) de ciertos deberes para lograr ese entorno seguro. Por otra parte, también prevé las sanciones correspondientes en caso de incumplimiento (Ley 19.587, 1972).

Análisis FODA

A lo largo del tiempo el mercado ha cambiado. El escenario de hoy es muy diferente al de años atrás. Existen muchas variables que se han ido modificando y obligando a las empresas a utilizar distintas herramientas con el objetivo de permanecer en el tiempo, proyectándose en una igual o mejor posición que la que tenían. Por ello, el siguiente análisis se lleva a cabo con el objetivo de determinar cuál es la posición en el mercado de la empresa A. J. & J. A. Redolfi. Determinando las fortalezas y debilidades de la compañía, como también las oportunidades y amenazas que se presentan en el mercado. Así, este análisis resulta fundamental para la toma de decisiones actuales y futuras.

Fortalezas:

A. J. & J. A. Redolfi lleva 50 años en el sector mayorista de productos alimenticios. En todas las sucursales, excepto en la ciudad de Córdoba, la empresa cuenta con salones de venta mayorista y con preventistas o ejecutivos de cuentas, para abarcar geográficamente la mayor parte de localidades del interior de la provincia. Además, comercializa y distribuye varias marcas a distintos minoristas de toda la Provincia de Córdoba y jurisdicciones vecinas del país.

Posee una flota propia de 3 automóviles para el uso de supervisión, 5 utilitarios pequeños, 23 utilitarios de mayor tamaño, 20 camiones, 5 montacargas y un plantel compuesto por 170 empleados. Gracias a este capital, la empresa cuenta con una amplia cobertura de distribución a través de su estructura de sucursales. También favorece a que todas sus entregas sean cubiertas en tiempo y forma.

La estrategia que la organización se plantea es la de marcar una diferenciación con sus competidores, a través de un servicio altamente orientado a la satisfacción del cliente, con precios competitivos. Esto es factible debido a que brinda un amplio surtido de productos a precios bajos, comparado con los competidores del mercado.

Oportunidad

Se está por realizar una inversión de un centro de distribución. El emprendimiento, ubicado en un lugar estratégico en la ruta provincial 10. Esta expansión de infraestructura se traducirá en el incremento de la cantidad de potenciales clientes.

AJR, con este nuevo depósito, podrá añadir nuevas líneas de productos y de marcas líderes a la comercialización, que en la actualidad no posee por falta de espacio físico. Esto

le dará la oportunidad de seguir creciendo geográficamente, ingresando a nuevos mercados, logrando una mayor penetración en los ya existentes e introduciendo nuevos productos de acuerdo con la demanda y a los nuevos descubrimientos. Por otro lado, las ventas se incrementarían, lo que generaría la posibilidad de realizar compras por volúmenes mayores, mejorando los precios de compras.

Hoy la tendencia de los consumidores ya no es la de realizar grandes compras en los hipermercados. Pues el hábito se está redireccionando a las compras diarias o semanales. La empresa, al contar con un nuevo depósito, lograría aumentar el consumo de los clientes en la nueva sucursal.

Debilidades

La principal barrera que impide el incremento en ventas no es el mercado, sino el tamaño de la infraestructura del centro de distribución central de AJR. La escasez de espacio crea limitaciones para realizar compras a mayor escala y lograr así economías de escalas más atractivas. Además, se ocasionan pérdidas por vencimiento de mercadería o el daño de las mismas por no contar con suficiente espacio físico.

Otra falla que presenta la organización es que actualmente no tienen un área de Recursos Humanos para el manejo de sus 170 empleados. Solo desde el sector Administración se liquidan sueldos.

Otro dato de interés es que no hay proceso de inducción para los distintos cargos y puestos. En la organización se reciben los currículums y, cuando hay una necesidad de gente en un área determinada, cada uno de sus responsables evalúa y contrata al personal si goza del acuerdo con el asistente de Gerencia. Esta situación produce a veces algunos inconvenientes, dado que muchos empleados que se incorporan van aprendiendo mientras sus tareas sobre la marcha, haciendo que el margen de error mayor aumente.

Amenazas

La crisis económica de Argentina, la inflación descontrolada y la imposibilidad de prever la evolución de precios y costos, lleva a las empresas a un estado de renegociación permanente con los proveedores y con los clientes, situación que termina por afectar especialmente a la empresa. Esta organización maneja un rubro con pocas barreras de ingreso, por lo que la competencia agresiva de sus competidores en el mercado y la facilidad que tiene la misma de acceder al mercado rápidamente son una de las principales amenazas

para la industria. Si bien la empresa se posiciona bien con su larga trayectoria, se encuentra en dos frentes de disputa. Por un lado, los salones mayoristas y los preventista que hacen entrega a domicilio. Por el otro, los clientes con los que se maneja (supermercados, farmacias, quioscos, bares y confiterías, restaurantes, librerías, maxi quioscos, bares-restaurantes, comedores y perfumerías) pueden no ser fieles, ya que suelen priorizar el precio.

A continuación, se presenta el cuadro FODA:

Tabla 1: FODA

| FORTALEZAS | DEBILIDADES |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Posicionamiento y trayectoria en el mercado • Variedad de productos ofrecidos • Servicio altamente orientado en la satisfacción del cliente. • Productos a precios bajos comprados con sus competidores. | <ul style="list-style-type: none"> • Problemas de desabastecimiento en las sucursales. • Infraestructura para el almacenamiento. • Estacionalidad en sus ingresos. • Pérdidas de mercadería por vencimiento o quiebre. • No presenta clasificación de sus clientes. • Falta de capacitación al personal jerárquico. |
| OPORTUNIDAD | AMENAZAS |
| <ul style="list-style-type: none"> • Expansión del mercado. • Añadir nuevas líneas de productos y representaciones. • Incremento de las ventas por volúmenes mayores. • Posición geográfica en la que está ubicada la empresa. • La tendencia de los consumidores. | <ul style="list-style-type: none"> • Ingreso de fuertes cadenas mayoristas. • Inflación descontrolada. • Costos y precios variables. • Pocas barreras de ingreso. • Poder de negociación de los proveedores. • Inestabilidad de la situación económica Argentina. |

Fuente: Elaboración propia.

Conclusión del análisis interno

Después de realizar un análisis del FODA se puede concluir que la empresa necesita realmente la nueva infraestructura para poder seguir expandiéndose y abastecer de manera apropiada a sus clientes; contrarrestando de esta forma sus debilidades y además con la posibilidad de aprovechar las oportunidades que proporciona el mercado.

Un aspecto de importancia que se destaca desde el punto de vista organizativo es la falta de capacitación y profesionalización del nivel jerárquico. Atributos que les darían a la empresa la capacidad de alcanzar sus objetivos de una forma más efectiva y profesional.

Análisis financiero

El análisis financiero es un proceso fundamental para evaluar la situación y el desempeño económico y financiero actual de la empresa. Su propósito es obtener el diagnóstico sobre el estado real de la compañía, para llevar a cabo una adecuada toma de decisión (Baena Toro, 2014).

Para realizar el análisis específico se seleccionaron los estados financieros de A. J. & J.A. Redolfi S.R.L., mostrando, en términos generales, como es la situación de endeudamiento, según la información aportada desde la dirección. Además, para ver cuáles son las formas de financiamiento de la nueva estructura y poder ofrecer otras a la vez.

Tabla 2. Estructura Activo 2018

| ACTIVO CORRIENTE | MONTO | PORCENTAJE |
|----------------------------------|--------------------------|-------------------|
| Caja y Bancos | \$ 2.178.770,08 | 1,63% |
| Cuentas por cobrar | \$ 53.142.941,30 | 39,74% |
| Otras cuentas por cobrar | \$ 0,00 | 0% |
| Bienes de cambio | \$ 29.827.616,96 | 22,30% |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE | \$ 85.149.328,34 | 63,67% |
| ACTIVOS NO CORRIENTES | | |
| Bienes de uso | \$ 44.894.286,49 | 33,57% |
| Otros activos no corrientes | \$ 3.690.552,83 | 2,76% |
| TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE | \$ 48.584.839,32 | 36,33% |
| TOTAL ACTIVO | \$ 133.734.167,66 | 100% |

Fuente: Información proporcionada por la empresa

De lo expuesto en la tabla 2, se observa el peso que tienen en el rubro (cuentas por cobrar) conformándose por un 40% de la totalidad del activo. De esta forma, se nota que la empresa maneja demasiada flexibilidad con respecto a los cobros a sus clientes. Si seguimos analizando el rubro, la próxima cuenta con mayor incidencia es bienes de uso, compuesto por un 34% del total del activo. Esto podría relacionarse con el hecho de que se ha invertido en rodados e instalaciones de gran porte, generando un aumento en el patrimonio de la empresa.

De la misma forma que se analizó activo, se realiza un análisis del pasivo para poder determinar de cuáles cuentas proviene el capital para solventar las deudas de la empresa.

Tabla 3, Estructura del pasivo 2018

| PASIVO | MONTO | PORCENTAJE |
|----------------------------------|-------------------------|-------------------|
| PASIVO CORRIENTE | | |
| Cuentas por pagar | \$ 32.134.173,83 | 36,94% |
| Remuneraciones y Cargas Sociales | \$ 13.612.500,00 | 16,50% |
| Cargas Fiscales | \$ 8.627.278,00 | 10,45% |
| Otras cuentas por pagar | \$ 0,00 | 0% |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE | \$ 54.373.951,83 | 63,89% |
| PASIVO NO CORRIENTE | | |
| Cuentas por pagar | \$ 18.149.042,99 | 21,99% |
| Otros pasivos no corrientes | \$ 10.000.000,00 | 12,12% |
| Otras cuentas por pagar | \$ 0,00 | 0% |
| TOTAL PASIVO NO CORRIENTE | \$28.149.042.99 | 34,11% |
| TOTAL PASIVO | \$82.522.994.82 | 100% |

Fuente: Información proporcionada por la empresa

Como se ve, el rubro está compuesto mayormente por cuentas por pagar, conformándose por un 36,94% de la totalidad del pasivo. Esto quiere decir que, en la empresa, su principal fuente de financiamiento es de corto plazo, con capital de terceros (los cuales corresponden a proveedores y bancos). Este endeudamiento se ve reflejado en la tabla 4 donde se muestra la composición del rubro cuentas por pagar informado por nota n°7 del estado de situación de la empresa.

Tabla 4 cuentas por pagar

| Nota N°7-Cuentas por pagar | 31/12/2018 | Porcentaje |
|---|-------------------------|-------------------|
| Proveedores | \$ 25.198.090,83 | 78,41% |
| Acreedores pagos diferidos | \$ 0,00 | |
| Alquileres cobrados por adelantado | \$ 0,00 | |
| Préstamo Banco Macro | \$ 0,00 | |
| Adelantos en cuentas corrientes bancarias | | |
| Banco Córdoba Cta. Cte. | \$ 2.341.685,00 | 7,29% |
| Banco Santander Cte. Cte. | \$ 4.594.398,00 | 14,30% |
| Total Cuentas por pagar | \$ 32.134.173,83 | 100% |

Fuente: Información proporcionada por la empresa

Otro factor para analizar es la liquidez corriente, la que indica en el corto plazo qué proporción de obligaciones son saldadas con el activo corriente. Frente a los cálculos realizados en la tabla n°4, se puede concluir que la empresa es capaz de hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo con el activo corriente, Esto quiere decir que en 2018 por cada \$ 1 que se adeuda a corto plazo se cuenta con \$1,57 para hacer frente a dicha obligaciones.

Tabla 5 Ratio de liquidez

| INDICADOR | 2018 | 2017 | 2016 |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Liquidez corriente Activo corriente/ pasivo corriente | 1,56% | 1,91% | 1,63% |

Fuente: Elaboración propia

También en este caso analizamos el endeudamiento total que posee AJR. Esto expresa la relación existente entre fondos ajenos y el total de recursos propios que posee la compañía. Se observa en la tabla 5 que hay más recursos aportados por terceros que por los propietarios; lo que indica que se ha utilizado en mayor medida la fuente de financiamiento externa que la interna y que la empresa sostiene deuda a corto plazo por encima del largo plazo, mayormente con proveedores.

Tabla 6 Ratio de endeudamiento

| INDICADOR | 2018 | 2017 | 2016 |
|--|-------------|-------------|-------------|
| ENDEUDAMIENTO TOTAL (Pasivo total/PN) | 1,61 | 1,35 | 0,67 |
| Endeudamiento a corto plazo (pasivo corriente/PN) | 1,06 | 0,91 | 0,59 |
| Endeudamiento a largo plazo (pasivo no corriente/PN) | 0,54 | 0,43 | 0,07 |

Fuente: Elaboración propia

La tabla 7 se muestra cuáles son las formas de financiamiento que contaba en el año 2018 la empresa para financiar la nueva infraestructura. Se puede observar que se financia casi en su totalidad con un crédito del Banco Nación, seguido de la venta de sus inmuebles actuales.

Tabla 7 Fuentes de financiación

| FUENTES DE FINANCIAMIENTO | IMPORTE | PORCENTAJE |
|----------------------------------|----------------|-------------------|
| Aportes propios | \$ 500.000 | 11% |
| Venta de inmuebles actuales | \$ 126.100 | 29% |
| Venta de lotes | \$ 75.000 | 1% |
| Crédito Banco Nación | \$ 2.500.000 | 57% |
| Alquiler de campo | \$ 80.000 | 2% |
| Total | \$ 4.416.000 | 100% |

Fuentes: Información proporcionada por la empresa

Por último, es muy importante analizar la posible rentabilidad del proyecto y, en especial, si es viable o no. Por eso se analiza la TIR y el VAN. Estos son dos indicadores financieros que nos permiten analizar, de una forma segura, el posible proyecto de inversión.

El VAN (valor actual neto) de este proyecto para el año 2018 es de \$486.706 (información proporcionada por la empresa). Es el valor actual del activo financiero (inversión de \$3.000.000) generado por los cobros y pagos futuros que supuestamente generará el proyecto en diez años.

La TIR (tasa interna de retorno) es del 5,24 %, lo que significa que el rendimiento relativo del proyecto está por encima del rendimiento promedio de la empresa (2,5 %).

De todas formas, financieramente no se recomendaría materializar la inversión, debido a que los \$3.000.000 de inversión inicial se recuperaran en el primer cuatrimestre del noveno año. Desde una óptica económica-financiera ningún empresario argentino del sector mayorista efectuaría una inversión para obtener un beneficio económico mínimo. Menos dentro del contexto turbulento e inflacionario por el que están atravesando las empresas. Por lo tanto, se recomienda buscar otra opción de financiamiento.

Marco Teórico

El estudio de una estructura de financiamiento capaz de incrementar el valor de la empresa y acercarse lo más posible a lo que se pudiera denominar Estructura Financiera Óptima (EFO) es una de las cuestiones más importantes en el desarrollo de la empresa.

En cuanto al financiamiento del proyecto, Slivker (2011) comenta que “el financiamiento tradicional que utilizan las empresas privadas es diferente al de proyectos, pues en el primer caso la compañía que solicita el préstamo requiere comprobar ante la institución financiera que dispone de suficientes activos como garantía del crédito, de modo que en caso de impago, pueda cobrarse con ellos; mientras que en el caso de un proyecto, el pago no proviene de los activos de la empresa, sino de los ingresos que genera el proyecto, por lo cual los acreedores requieren que el administrador del proyecto garantice la venta de su producto mediante contratos de compra de sus principales clientes.”

En finanzas corporativas existe una gran cantidad de literatura que analiza el comportamiento relativo a las formas de financiación de las empresas, reflejado por la forma de su estructura de capital.

En 1958, Marco Modigliani y Merton H. Miller (conocidos comúnmente como “M y M”) crearon “la teoría de equilibrio”, conocida en un primer momento como equilibrio estático “static trade-off”. Los autores demostraron en su trabajo que, en el contexto de mercados perfectos, la estructura de capital que una empresa elige no afecta su valor, afirmando que no eran relevantes las decisiones de financiamiento. Sin embargo, fue demostrado por numerosos estudiosos que los mercados presentan imperfecciones, por lo que dicha teoría ha sido objeto de grandes críticas.

La conclusión alcanzada sobre la irrelevancia de la estructura de capital fue basada en una serie de supuestos (poco realistas, pero muy útiles para aislar el punto de los mismos) que configuran lo que se conoce “modelo de mercado perfecto”, para lo cual se requiere que:

- a) No existan costos por realizar transacciones en el mercado de capitales.
- b) El impuesto a las ganancias que pagan las empresas sea neutral al financiarse con deuda o con acciones.
- c) Los mercados sean competitivos: el volumen de operaciones garantiza la libreformación de precios.

- d) El acceso al mercado sea igual para todos los participantes.
- e) La información sea conocida por todos los participantes.
- f) No existan costos de quiebra.

Por otro lado, los primeros autores, conocidos en tener en cuenta el efecto de los impuestos sobre el costo del financiamiento a partir de la estructura de capital de la empresa, fueron precisamente los mismos M&M en 1963. Con lo que, corrigieron su tesis original sobre irrelevancia de una estructura óptima de capital al reconocer el beneficio que se desprende de tomar deuda, al poder deducir el costo de los intereses del pago del impuesto a las ganancias. Así se introduce a la teoría original un beneficio por financiarse con deuda. Una conclusión de esta teoría sería que la financiación y la inversión de la empresa son decisiones que pueden ser analizadas por separado.

Posteriormente y mediante la introducción de las imperfecciones del mercado, Modigliani y Miller concluyeron que las compañías parecen tener un punto óptimo, que es el que maximiza el valor de la misma dado por el ratio de endeudamiento óptimo, que equipara las ventajas de la deuda con las desventajas que esta genera.

Ahora bien, contrariamente a todo lo planteado por la teoría del Trade off, en 1984 aparece la Teoría del Pecking Order o de Jerarquía de Preferencia de Financiamiento, liderada principalmente por Stewart Myers (1984). Myers marcó que la empresa, que presenta la probabilidad de entrar en una crisis financiera con dificultad para afrontar sus compromisos como consecuencia de su endeudamiento excesivo, tiende a no invertir en proyectos. Aunque estos tengan valor presente positivo.

Myers escribió: “La empresa con deuda riesgosa en algunos casos dejará pasar oportunidades valiosas de inversión, oportunidades que podrían llegar a tener un beneficio neto positivo para el valor de la firma”. Esto ocurre ya que los potenciales inversores que podrían invertir en nuevos proyectos con valor presente neto (VPN) positivo, no reciben la totalidad de los beneficios de los mismos, ya que la mayoría de los beneficios son destinados a pagar deudas de acreedores antiguos.

Es así que Myers concluye que, de existir un beneficio fiscal por tomar deuda, la estrategia óptima debe incluir un equilibrio entre los beneficios de esta acción generada por reducir el pago de impuesto a las ganancias y los costos de la misma, dados por pérdidas futuras acarreadas por la suboptimización de inversiones en proyectos con VPN positivo.

También, para poder desarrollar un estudio financiero se debe manejar ratios financieros y económicos. Cesar Aching Guzmán (2005) formula que los ratios son una relación matemática entre dos valores y que también se suelen denominar índice. En el análisis de los estados contables, esos valores serán componentes que integran información contable. Se dividen en cuatro grupos:

- Índice de liquidez: Evalúan la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas más próximas en el tiempo.
- Índice de gestión: Miden la utilización del activo y comparan la cifra de ventas con el activo total.
- Índice de solvencia, endeudamiento: Ratios que relacionan recursos y compromisos.
- Índice rentabilidad: Mide la capacidad de la empresa para generar dinero.

Los ratios proveen información que permite tomar decisiones acertadas a quienes estén interesados en la empresa. Sirven además para determinar la magnitud y dirección de los cambios sufridos en la empresa durante un periodo de tiempo.

Por último, se desarrollan dos conceptos fundamentales para el estudio de la rentabilidad de un proyecto de inversión. Son el flujo de caja proyectado y el VAN.

El flujo de fondos (Cash Flow) consiste en un informe en el cual se presentan las entradas y salidas de dinero que se realizaron en diversos períodos de tiempo de una organización. Baca Urbina (2010), Sapag 16 Chain (2011) y Wild et al. (2007) lo definen como la cantidad de efectivo, expresado en moneda actual, que conserva el proyecto después de los gastos, intereses y el pago del capital, es decir, representa la rentabilidad final del proyecto.

El VAN mide el valor actual de las utilidades futuras del proyecto. Baca Urbina (2010), Sapag Chain (2011) y Spidalieri (2010) entienden a este concepto como la sumatoria de los flujos futuros de fondos descontados menos la inversión inicial

A lo largo de los últimos años se han desarrollado muchas teorías, pero finalmente se concluye que la mezcla de deuda/ patrimonio constituye una proporción variable que los gerentes deben determinar, y para ello la comprensión de cómo está funcionando Redolfi deberá ser auxiliada con un buen manejo de las teorías y los índices o ratios financieros.

Diagnóstico y discusión

Declaración del problema

La empresa A. J. & J. A. Redolfi S.R.L. tiene la intención de expandirse internamente. El principal objetivo, derivado de una necesidad de crecimiento, consiste tanto en un aumento sostenido del volumen de ventas, como también en la búsqueda de ampliar la comercialización de productos, mejorar el control interno y disminuir pérdidas.

La principal barrera que impide estos proyectos no es el mercado, sino el tamaño de su infraestructura. La organización se fue desarrollando constantemente a lo largo de los años, pero la velocidad de crecimiento se desaceleró en los últimos tiempos debido a la falta de espacio físico.

Del análisis realizado previamente se infiere que la empresa tiene la capacidad y la posibilidad de financiar el proyecto. Sin embargo, el problema que plantea está en que estructuras de financiamiento debería usar la empresa. La organización no analiza cuál fuente sería la óptima o más favorable para utilizar en la financiación del proyecto de inversión.

Justificación del problema

El análisis financiero es un proceso fundamental para evaluar la situación y el desempeño económico y financiero actuales de una empresa. Su propósito es obtener el diagnóstico sobre el estado real de la compañía, para llevar a cabo una adecuada toma de decisión (Baena Toro, 2014)

Para el objetivo pretendido se busca realizar un análisis financiero y así dar la mejor solución al problema económico planteado. Es necesario, por lo tanto, contar con información que permita mostrar la posición económica y financiera en la que se encuentra la empresa, facilitando la determinación de la mejor opción de financiamiento. La inversión del proyecto va a tener que basarse en cálculos donde se optimicen los recursos y se obtenga un mayor rendimiento económico.

Conclusión Diagnostica

De lo expuesto en el trabajo, se evidencia que la organización puede afrontar este proyecto de inversión. Es por ello que se recomienda realizar un análisis de estructuras de financiamiento y de evaluación de proyectos, logrando así obtener información útil acerca de la opción de financiación más favorable y del beneficio que generaría.

Plan de implementación

En el siguiente apartado se desarrollarán los objetivos. También las acciones y actividades necesarias para llevar adelante la propuesta de la empresa, considerando también el alcance, recursos, entre otros condicionamientos.

Objetivos

Objetivo general:

Evaluar alternativas de financiación para la construcción del nuevo depósito de la empresa A. J. & J. A. Redolfi S. R. L, ubicada en la localidad de James Craik, provincia de Córdoba, partiendo de un análisis de la información financiera, de forma tal que permita determinar la mejor opción de financiación del proyecto.

Objetivos específicos:

1. Analizar e interpretar la situación financiera empresarial con los datos aportados por la misma para afrontar el proyecto de inversión.
2. Examinar los estados contables, estableciendo ratios para conocer la situación económica y financiera de la empresa.
3. Valorar alternativas de financiamiento a las que la empresa podría acceder.
4. Comparar el proyecto desde distintas combinaciones de financiación para obtener conclusiones de cada una.
5. Evaluar el proyecto a través del criterio VAN, de acuerdo con las distintas opciones de financiación, para poder determinar cuál es la más favorable.

Alcances del plan de implementación

Alcance de contenido: En este trabajo final de grado, el tema de estudio es la estructura de financiamiento óptimo para la realización de un centro de distribución, analizando elementos que se utilizaran para la financiación del proyecto y posibles alternativas para el año 2021.

Alcance temporal: El estudio se realizó en el primer semestre del año 2021.

Alcance geográfico: Se desarrollará el plan de implementación en la empresa A.J. & J.A. Redolfi S.R.L.

Recursos

A la hora de ejecutar dichas propuestas se necesitan ciertos medios, mediante los cuales se concretan las implementaciones. Dichos recursos se podrían ordenar y clasificar los recursos en:

Tangibles:

- Espacio físico equipado con escritorio, computadora que cuente con el software necesario (paquete office)
- Estados contables de la compañía: balance general y estado de resultados.
- Información requerida sobre las particularidades del proyecto de inversión (fondos propios aportados, préstamos tomados, costos, método de amortización del préstamo, activo fijo involucrado, etc.).

Intangibles:

- Software de la empresa y softwares especializados referido a finanzas.
- Agente inmobiliario o martillero público que actualice los precios de inmuebles.
- Capacidades básicas de análisis cuantitativo financiero y de tasas de interés.
- Conocimiento de herramientas informáticas como Excel y Word.

Acciones y marco de tiempo

Cada una de las actividades planificadas hacen al cumplimiento de los objetivos específicos del presente trabajo; todas en su conjunto hacen al cumplimiento del objetivo general del mismo. Las acciones para desarrollar se reflejarán en un Diagrama de Gantt (Tabla 8) a fin de tener una imagen más clara de las mismas y expresarlas en el espacio de tiempo en el que se van a desarrollar:

Tabla 8. Diagrama de Gantt

| ACTIVIDADES | abr-21 | | | | may-21 | | | | jun-21 | |
|---|--------|---|---|---|--------|---|---|---|--------|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 | 3 | 4 | 1 | 2 |
| Analizar el entorno macroeconomico general y determinar su efecto en la organización. | ■ | | | | | | | | | |
| Solicitar acceso a la información financiera. | ■ | ■ | | | | | | | | |
| Aplicar e interpretar el instrumental de análisis sobre la información financiera. | | | ■ | | | | | | | |
| Valuar el costo de la construcción. | | | | ■ | | | | | | |
| Valuar los precios de venta de los depósitos. | | | | ■ | | | | | | |
| Determinar el monto necesaria para financiar el proyecto. | | | | ■ | | | | | | |
| Recaudar información sobre préstamos bancarios. | | | | | ■ | ■ | | | | |
| Recaudar información fuentes alternativas de financiamiento. | | | | | ■ | ■ | | | | |
| Analizar los datos para llevar a cabo el proyecto. | | | | | | | ■ | ■ | | |
| Realizar los flujos de fondos comparativos y obtención del VAN | | | | | | | | | ■ | |
| Análisis de los resultados | | | | | | | | | | ■ |
| Obtención de conclusiones y formulación de recomendaciones. | | | | | | | | | | ■ |

Fuente: Elaboración propia

Las distintas diligencias deberán realizarse de manera correlativa según el orden especificado; cada actividad necesita la iniciación de su antecesora para poder emprenderse y en algunos casos se deberá contar también con la finalización de la anterior.

Desarrollo de la propuesta

El proyecto de inversión se basa en la construcción de un centro de distribución central. Esta edificación se divide en 3 partes. Estará conformada: por un depósito principal, utilizado para el almacenamiento de mercadería (que tendrá una superficie de 5760 m²); un depósito para vehículos (800 m²); y las oficinas (300 m²), Construyendo de esta manera una superficie cubierta total de 6860 m².

Lo primero para hacer es valuar el costo total que se producirá para la realización de esta obra. Para esta tarea, se utilizó como base el Costo de la Construcción de la provincia de Córdoba (ICC-Cba), que proporciona la Dirección General de Estadísticas y Censos. En la estadística se agrupa los costos de materiales, mano de obra y otros conceptos inherentes a la obra con referencia al metro cuadrado de construcción.

El valor por metro cuadro de la construcción es de \$49.429,80 (mayo 2021, ICC-Cba), haciendo que el costo total de la obra sea de \$ 339.088.428.

Para llevar a cabo el proyecto la empresa utilizará los fondos obtenidos por lo recaudado de la venta de los viejos galpones y oficinas. El valor de comercialización de la estructura antigua se calculó por medio de un estudio comparativo de precios del mercado para galpones y oficinas que tuvieran similares características y, de esta forma, estimar un precio final por metro cuadrado que queda reflejado en el siguiente listado:

- Depósito de cigarreros: 166 m2. Precio aproximado de venta: \$78.535,14 por m2. Precio total: \$13.036.833,02.
- Deposito 1: 1143 m2. Precio aproximado de venta: \$37263,35 por m2. Precio total: \$42.554.745,70.
- Deposito 2: 1.060 m2. Precio aproximado de venta \$37263,35 m2. Precio total \$39.499.151.-
- Deposito 3: cuenta con una superficie cubierta de 520 m2 y una superficie total de 3086 m2. Precio aproximado de venta: \$29.742,50 por m2. Precio total: \$107.251.455.
- Oficinas: 280 m2. Precio aproximado de venta: \$63.546,33 por m2. Precio total: \$17.792.972,40.
- Terreno anexo oficinas: 550 m2. Precio aproximado de venta: \$35627,42 por m2. Precio total: \$19.595.081

La venta de los galpones y oficinas suma en total \$ 239.730.238,12. Es decir que, restándole el costo de construcción, nos quedaría financiar un monto total de \$99.358.189,88. A los fines prácticos se va a contraer deuda por \$ 100.000.000,00. Para la obtención de los fondos se analizaron diferentes alternativas.

Opciones de financiamiento

Realizado el análisis anterior, se desprende como primera opción de financiamiento un préstamo bancario. A.J. & J.A. Redolfi S.R.L. trabaja actualmente con 3 bancos (Santander Río, Nación y Macro). Para esta oportunidad, se opta por un préstamo del Banco Nación, ya que fue el que ofreció una tasa de interés mejor. El empréstito tiene como fin financiar proyectos de inversión.

El crédito está destinado a la construcción de instalaciones necesarias para la

producción de bienes y/o servicios y la comercialización de bienes y servicios. Es decir, para financiar capital de trabajo y gastos de evolución.

Como requisitos indispensables para el préstamo, el Banco nos pedirá que se le presenten los últimos balances, las ventas posteriores al cierre y el formulario 931. También las actas de aprobación del balance y el acta de asamblea con la última designación de autoridades. Nos exige además que se presente un flujo de fondos con la operación a financiar.

No hay límite máximo para el préstamo, que tiene una tasa de interés fija del 24% TNA, con un máximo de 3 desembolsos, a criterio del Banco y con el 100% de apoyo del proyecto, con lo cual el préstamo sería por los \$100.000.000. Por otro lado, utiliza el sistema de amortización alemán con periodicidad mensual, trimestral o hasta semestral, de acuerdo con el flujo de fondos que necesite la empresa. Los plazos varían entre los 48 meses y los 60, que en nuestro caso sería un préstamo a 4 años.

Como desventaja, la garantía exigida es hipotecaria y a total satisfacción del Banco. Pero las ventajas que tiene sacar un préstamo bancario es saber con exactitud y en tiempo real la deuda existente con la entidad. También otorga la posibilidad de financiamiento inmediato y se tiene la capacidad de previsión de pagos, gracias a la amortización a través de cuotas periódicas.

En la tabla 9 se puede observar lo que se debería desembolsar por año si se tomara deuda mediante un préstamo bancario.

Tabla 9. Financiamiento por préstamo bancario.

| MONTO INICIAL | MONTO FINAL | CAPITAL | AMORTIZACIÓN | INTERES | CUOTA | TOTAL |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| \$ 100.000.000,00 | \$ 75.000.000,00 | \$ 24.999.999,96 | \$ 24.999.999,96 | \$ 21.545.138,90 | \$ 46.545.138,86 | \$ 46.545.138,86 |
| \$ 75.000.000,00 | \$ 50.000.000,00 | \$ 24.999.999,96 | \$ 24.999.999,96 | \$ 15.461.805,54 | \$ 40.461.805,50 | \$ 87.006.944,36 |
| \$ 50.000.000,00 | \$ 25.000.000,00 | \$ 24.999.999,96 | \$ 24.999.999,96 | \$ 9.378.472,25 | \$ 34.378.472,21 | \$ 121.385.416,57 |
| \$ 25.000.000,00 | \$ - | \$ 24.999.999,96 | \$ 24.999.999,96 | \$ 3.295.138,86 | \$ 28.295.138,82 | \$ 149.680.555,39 |

Fuente: Elaboración propia

Como segunda opción de financiamiento está la conformación de un fideicomiso financiero (FF). El Fideicomiso es un contrato en donde una parte, llamada fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona, denominada fiduciario. Este último se obliga, a la vez, para favorecer a un beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitir al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario.

El fideicomiso financiero se constituye a través de un patrimonio separado del de la empresa, compuesto por el aporte de determinados activos de la sociedad. En general, son créditos por ventas y documentos con cheques o pagarés, que son cedidos para la administración por parte del fiduciario.

Como una forma de asegurar el cumplimiento de las obligaciones, es posible realizar emisiones respaldadas, además del patrimonio del fideicomiso, por otras garantías. Entre ellas, la asignación de bienes adicionales al fideicomiso (de manera que exista una sobre cobertura de riesgos), garantías personales por parte del fiduciante o un tercero, garantías reales y/o afectación de bienes a un fideicomiso de garantía. Además, también está la posibilidad de utilizar un aval de una SGR para mejorar la calificación crediticia y así reducir los costos financieros.

Para poder conformar el fideicomiso A.J Redolfi (Fiduciante) tendrá que registrarse en la Comisión Nacional de Valores (CNV) y figurar en un listado de Mercado registrado. Lo que le dará la autorización para poder realizar oferta pública de sus valores fiduciarios. El FF podrá emitir a favor de los inversores valores representativos de deuda fiduciaria (VD), que son derechos de cobro del flujo de fondos que vaya generando el fideicomiso y que se encuentran garantizados por los activos que componen el patrimonio.

Por otro lado, el fiduciario deberá ser un fiduciario financiero inscripto en la CNV o ser una Entidad Financiera autorizada a funcionar como tal por el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Cumplido lo anterior, la CNV agrega como requisitos que por cada fideicomiso financiero cuyos valores fiduciarios hayan sido admitidos en oferta pública, el fiduciario presentará:

- Estado de situación patrimonial.
- Estado de evolución de patrimonio neto.
- Estado de resultados.
- Estado de origen y aplicación de fondos.

De esta forma, comprando valores representativos de deuda (VD) de un fideicomiso (emitidos por el fiduciario), el inversor le presta dinero al fideicomiso con el fin de adelantar fondos al proyecto. Durante el período de vigencia y hasta el vencimiento del título, el inversor va recibiendo la devolución del dinero aportado más una tasa de interés, dado por la tasa BADLAR (34,25% anual).

El aspecto más importante de la metodología del presente contrato es que se reconoce un patrimonio separado "ad-hoc", desafectado del patrimonio del fiduciante y del fiduciario. Siendo una unidad patrimonial autónoma afectada a la finalidad perseguida en el fideicomiso, otorgando la posibilidad de aislar el riesgo de la inversión de ambas partes.

Es importante señalar que los fiduciarios deben rendir cuentas a los beneficiarios con una periodicidad menor a un año, lo que permite un mayor control, transparencia y seriedad del fideicomiso. También, como beneficios adicionales del mencionado contrato, el destino de los bienes afectados al fideicomiso no se puede modificar y debe cumplirse con los plazos estipulados en el contrato.

Los montos que desembolsar por esta opción financiera se observan en la tabla 10.

Tabla 10. Financiamiento por fideicomiso financiero.

| AÑO | PAGO | AMORTIZACIÓN | INTERÉS | TOTAL |
|-----|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| 1 | \$ 34.250.000,00 | | \$ 34.250.000,00 | \$ 34.250.000,00 |
| 2 | \$ 34.250.000,00 | | \$ 34.250.000,00 | \$ 68.500.000,00 |
| 3 | \$ 34.250.000,00 | | \$ 34.250.000,00 | \$ 102.750.000,00 |
| 4 | \$ 134.250.000,00 | \$ 100.000.000,00 | \$ 34.250.000,00 | \$ 237.000.000,00 |

Fuente: Elaboración propia

Como tercera y última opción se ofrece la emisión de Obligaciones Negociables (ON). Con la emisión de Obligaciones Negociables, las empresas pueden obtener financiamiento en el Mercado de Capitales en forma acorde a sus necesidades, pudiendo ofrecer distintos plazos y esquemas de pago a los inversores.

Las Obligaciones Negociables son títulos representativos de una deuda corporativa. Estos son emitidos por las empresas con el objeto de financiar su capital de trabajo o sus proyectos de crecimiento e inversión. En el momento de su emisión, se establecen la forma y el plazo en los que amortizará el capital y los retornos en concepto de intereses que devengará para el inversor, siendo un instrumento de renta fija.

El importe en circulación no podrá ser superior a \$100.000.000 (o su equivalente en dólares) y el plazo máximo es de 5 años para financiarse. Además, la emisión de ON puede estar avalada hasta el 100% por una sociedad de garantía recíproca (SGR) y los intereses que devengará van a estar dados por la tasa BADLAR, la cual publica el Banco Central de la República Argentina (BCRA)

La operatoria para la emisión de ON es la siguiente: AJR tendrá que presentar la documentación requerida por la SGR para verificar la viabilidad de la emisión. Habiendo

obtenido los avales, la empresa enviará la documentación a la Comisión Nacional de Valores (CNV) y esta aprobará la emisión de las ON. La operación se liquidará a través del Mercado de Valores, y obligatoriamente debe ser adquirida por inversores calificados.

AJR emitirá ON por el monto tope, es decir, \$100.000.000 financiándolos en 4 años. Con una amortización del capital del 20% para los dos primeros años y del 30 % para los dos años finales, con una tasa de interés del 34,06% anual.

Como requisito fundamental, AJR se tendrá que adherir al régimen simplificado para PyMEs, lo que permitirá la negociación de estos documentos en el Mercado. Otro requerimiento por parte de la CNV es la publicación de los estados contables y de los hechos relevantes. Por último, la organización deberá contar con una calificación crediticia emitida por una de las Entidades de Garantías con las que se vincula.

Como ventajas se puede mencionar que surge como una alternativa a la financiación del sistema bancario y que permite por un simple acceso al Mercado de Capitales. Así como también cuenta con menores tasas de interés debido a la intervención de una sociedad avalista. En la tabla 11 se muestra los montos a desembolsar.

Tabla 11. Financiamiento por emisión de ON

| MONTO INICIAL | MONTO FINAL | CAPITAL | AMORTIZACIÓN | INTERES | CUOTA | TOTAL |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| \$ 100.000.000,00 | \$ 80.000.000,00 | \$ 20.000.000,00 | \$ 20.000.000,00 | \$ 34.060.000,00 | \$ 54.060.000,00 | \$ 54.060.000,00 |
| \$ 80.000.000,00 | \$ 60.000.000,00 | \$ 20.000.000,00 | \$ 20.000.000,00 | \$ 27.248.000,00 | \$ 47.248.000,00 | \$ 101.308.000,00 |
| \$ 60.000.000,00 | \$ 30.000.000,00 | \$ 30.000.000,00 | \$ 30.000.000,00 | \$ 20.436.000,00 | \$ 50.436.000,00 | \$ 151.744.000,00 |
| \$ 30.000.000,00 | \$ - | \$ 30.000.000,00 | \$ 30.000.000,00 | \$ 10.218.000,00 | \$ 40.218.000,00 | \$ 191.962.000,00 |

Fuente: Elaboración propia

Teniendo las diferentes opciones de financiamiento con sus tasas y el interés que producen, se procede a realizar los estados de flujo de fondo (Tabla 12) para posteriormente obtener el VAN y así lograr conclusiones de cuál es la más conveniente.

Los supuestos para su elaboración son los siguientes:

- Se realizó una proyección a 4 años que es lo que durará la inversión.
- Se estima un aumento de ingresos del 21% anuales para el 2019 y el 2020 (con respecto al año anterior) y de un 16% de los egresos. Los ingresos y egresos proyectados, se calcularon en base a las tendencias que venían realizando estos últimos años.

- Para el 2021, año de la construcción, se presumió un ingreso del 22% y un 20% de los egresos, debido a la inversión que se realizará.
- Para el año 2022 y posteriores los ingresos aumentarán a un 25% y los egresos a un 21%. Esto se debe a que la nueva construcción trae aparejado mayores ventas y por lo tanto mayores ingresos.
- El impuesto a las ganancias es del 30%.
- Para el cálculo del VAN se utiliza una tasa de descuento del 19,35% para el préstamo bancario, de un 25,5% para el fideicomiso y de un 25,40 % para las obligaciones negociables.

Tabla 12. Flujo de fondos proyectado

| Préstamo Bancario | | | | | | |
|------------------------------|---------------------|-------------------|------------------|------------------------|-------------------|-------------------|
| Año | Ingresos | Egresos | Interes | Impuesto a la ganancia | Pago cuotas fijas | Total |
| 2019 | \$ 385.817.753,82 | \$ 362.688.049,54 | | | | |
| 2020 | \$ 466.839.482,12 | \$ 420.718.137,46 | | | | |
| 2021 | \$ 569.544.168,19 | \$ 504.861.764,96 | \$ 21.545.138,90 | \$ 12.941.179,30 | \$ 24.999.999,96 | \$ 5.196.085,07 |
| 2022 | \$ 711.930.210,24 | \$ 610.882.735,60 | \$ 15.461.805,54 | \$ 25.675.700,73 | \$ 24.999.999,96 | \$ 34.909.968,41 |
| 2023 | \$ 889.912.762,79 | \$ 739.168.110,07 | \$ 9.378.472,25 | \$ 42.409.854,14 | \$ 24.999.999,96 | \$ 73.956.326,37 |
| 2024 | \$ 1.112.390.953,49 | \$ 894.393.413,19 | \$ 3.295.138,86 | \$ 64.410.720,43 | \$ 24.999.999,96 | \$ 125.291.681,05 |
| VAN= \$34.112.724,18 | | | | | | |
| Fideicomiso Financiero | | | | | | |
| Año | Ingresos | Egresos | Interes | Impuesto a la ganancia | Pago cuotas fijas | Total |
| 2019 | \$ 385.817.753,82 | \$ 362.688.049,54 | | | | |
| 2020 | \$ 466.839.482,12 | \$ 420.718.137,46 | | | | |
| 2021 | \$ 569.544.168,19 | \$ 504.861.764,96 | \$ 34.250.000,00 | \$ 9.129.720,97 | \$ - | \$ 21.302.682,26 |
| 2022 | \$ 711.930.210,24 | \$ 610.882.735,60 | \$ 34.250.000,00 | \$ 20.039.242,39 | \$ - | \$ 46.758.232,25 |
| 2023 | \$ 889.912.762,79 | \$ 739.168.110,07 | \$ 34.250.000,00 | \$ 34.948.395,82 | \$ - | \$ 81.546.256,90 |
| 2024 | \$ 1.112.390.953,49 | \$ 894.393.413,19 | \$ 34.250.000,00 | \$ 55.124.262,09 | \$ 134.250.000,00 | -\$ 5.626.721,79 |
| VAN= -\$14.352.006,76 | | | | | | |
| Obligaciones Negociables | | | | | | |
| Año | Ingresos | Egresos | Interes | Impuesto a la ganancia | Pago cuotas fijas | Total |
| 2019 | \$ 385.817.753,82 | \$ 362.688.049,54 | | | | |
| 2020 | \$ 466.839.482,12 | \$ 420.718.137,46 | | | | |
| 2021 | \$ 569.544.168,19 | \$ 504.861.764,96 | \$ 34.060.000,00 | \$ 9.186.720,97 | \$ 20.000.000,00 | \$ 1.435.682,26 |
| 2022 | \$ 711.930.210,24 | \$ 610.882.735,60 | \$ 27.248.000,00 | \$ 22.139.842,39 | \$ 20.000.000,00 | \$ 31.659.632,25 |
| 2023 | \$ 889.912.762,79 | \$ 739.168.110,07 | \$ 20.436.000,00 | \$ 39.092.595,82 | \$ 30.000.000,00 | \$ 61.216.056,90 |
| 2024 | \$ 1.112.390.953,49 | \$ 894.393.413,19 | \$ 10.218.000,00 | \$ 62.333.862,09 | \$ 30.000.000,00 | \$ 115.445.678,21 |
| VAN= -\$992.270,50 | | | | | | |

Fuente: Elaboración propia

Se concluye que el VAN para las distintas opciones de financiamiento son los siguientes: \$34.112.724,18 para el préstamo bancario, -\$14.352.006,76 para el fideicomiso y -\$992.270,50 para la emisión de ON.

Conclusiones y recomendaciones

Conclusión

La planeación financiera es un aspecto importante de las operaciones de la empresa. Guían, coordinan y controlan las acciones de la organización para lograr sus objetivos. En este sentido, es clave la planificación.

El objetivo inicial del proyecto es ofrecer distintas alternativas de financiamiento para la construcción de un nuevo centro de distribución central. Luego del análisis realizado de la compañía (estructura, organización, situación económica y financiera) mediante las herramientas PESTEL y FODA determinamos que la empresa se encuentra en una buena posición del mercado y con oportunidades de crecimiento. Seguidamente por medio del análisis financiero verificamos que la compañía cuenta con la capacidad financiera para afrontar este proyecto. El problema que se plantea se encuentra en cuál es la mejor opción para elegir.

Para llevar a cabo el proyecto de inversión se determinó el costo total de la inversión (\$339.088.428) dado por el índice de construcción de Córdoba. A este cálculo se le restó el costo de venta de los antiguos depósitos (\$239.730.238,12), monto que serviría para financiar parte de la construcción. Teniendo estos valores, el dinero que faltaba financiar era de \$100.000.000.

El trabajo consistió en ofrecer 3 distintas formas o alternativas para obtener el capital restante y costear el proyecto mediante deuda. Estas fueron: Un préstamo bancario, un fideicomiso financiero y la emisión de obligaciones negociables. Para determinar la mejor opción se realizó un análisis con las características y tasas de interés de cada posibilidad y se elaboró un flujo de fondos proyectado, también para cada caso en particular. Por último, se determinó las tasas de descuentos y se calculó el valor actual neto (VNA) de las distintas inversiones.

El estudio concluyó que para que la empresa siga creciendo y financie su nueva infraestructura, lo óptimo es hacerlo mediante un préstamo bancario del Banco Nación. El resultado se debe principalmente a que es la alternativa que posee un VAN positivo (\$32.937.222,61). Otra de las ventajas para elegir esta opción, es el bajo costo que tiene este préstamo si se compara su tasa de interés con las actuales ofrecidas por las instituciones

bancarias. Como última ventaja, se menciona la posibilidad de financiamiento inmediato, ya que la empresa solo debe presentar la documentación requerida y recibirá los fondos.

Como contrapartida, en los casos del fideicomiso y las obligaciones negociables resultaron con un VAN negativo, debido a que poseen intereses muy elevados. De esta forma, concluimos que estas opciones no son viables.

Por estas razones determinamos que para la empresa A. J. & J. A. Redolfi la mejor forma de financiarse es mediante deuda bancaria.

Recomendaciones

En base a los resultados y las conclusiones a que se llegó luego del presente trabajo, se recomienda que a la hora de evaluar la conveniencia de realizar un proyecto y determinar su estructura de financiación, la organización busque y se informe sobre distintas formas de obtener recursos óptimos para concretar un proyecto. También es importante que realice un estudio de mercado que permita mostrar cómo es la situación en la que se encuentra la empresa en el momento socio-económico del país. De esta forma le facilite a AJR decidir en qué momento es mejor realizar la inversión.

Además, sugerimos que vigile y mejore su proceso de cobranza. Esta se desprende de que la organización tiene casi la totalidad de su activo en esa cuenta. Al realizar un proyecto en un país donde hay inflación desmedida la empresa podría necesitar en un futuro, flujos de fondos para poder lograr su objetivo. Se ofrece que busque alternativas en el mercado de capitales como por ejemplo descuento de cheques de pagos diferidos, pagarés bursátiles o descuento de facturas que faciliten la obtención de fondos.

Bibliografía

- Castaño, C. (2013). *Análisis Financiero Integral de Empresas Colombianas*. Cali, Colombia. Entramado.
- ONU (2020). *La pobreza en Argentina del 35,6% al 40,2% debido al coronavirus*, recuperado de: <https://news.un.org/es/story/2020/06/1476542>, el día 01/05/2021.
- <https://elpais.com/america/> (15/04/2021). Recuperado el 28 de abril del 2021, de <https://elpais.com/economia/2021-04-15/la-inflacion-argentina-llega-en-marzo-al-48-mensual.html#:~:text=La%20inflaci%C3%B3n%20argentina%20llega%20en,%25%20mensual%20%7C%20Econom%C3%ADa%20%7C%20EL%20PA%C3%8DS>
- <https://elpais.com/america/> (27 de febrero del 2021). Recuperado el 28 de abril del 2021, de <https://elpais.com/internacional/2021-02-27/la-crisis-permanente-de-argentina.html>
- <https://news.un.org/es/> (25 de junio del 2020). Recuperado el 26 de abril del 2021, de <https://news.un.org/es/story/2020/06/1476542>
- <https://www.bbc.com/mundo> (01 de abril del 2021). Recuperado el 20 de abril del 2021, de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-56597781>
- <http://redolfisrl.com.ar/index.html> (01 de abril del 2020). Recuperado el 15 de abril del 2021) <http://redolfisrl.com.ar/nosotros.html>
- Redolfi, Pablo. (2018). *Traslado y diseño del Centro de Distribución de AJ & JA Redolfi SRL en la localidad de James Craik (tesis de grado)*. Universidad siglo 21. cordoba. Recuperada del Repositorio Universidad siglo 21.
- Ruiz García, María Diana. (2010). *Diagnóstico y plan estratégico de la empresa de alimentos precocidos y congelados: ricuras del valle*. Universidad Autónoma del Occidente. <https://red.uao.edu.co/bitstream/handle/10614/1540/TAD00672.pdf;jsessionid=EC413AB71F78AB146BB6A6DDDB44E0BA?sequence=1>
- Sapag Chain, N. (2011). *Proyectos de inversión. Formulación y evaluación* (2ª ed.). Chile: Pearson Educación.

- Velázquez Altamirano, A. A. (2017). *Análisis de la Estructura de Capital Óptima para las Empresas del Guayas*. Samboronbon, Ecuador: Universidad de Especialidades Espíritu Santo.
- Mota, j., & Moreira, A. (2017). *Determinants of the capital structure of Portuguese firms with Investments in Angola*. South African Journal of Economic and Management Sciences, 20(1), 1-11
- Cesar Aching Guzmán (2006). *Guía Rápida: Ratios Financieros y Matemáticos de la Mercadotecnia*. <https://puntodevistaypropuesta.files.wordpress.com/2015/03/ratios-financieros-y-matematicas-de-la-mercadotecnia.pdf>
- Sebastián Daniel Rubino (2017). *Maestría en finanzas “Estructura óptima de capital evidencia en empresas argentinas”*. Universidad de San Andrés. <https://repositorio.udesa.edu.ar/jspui/bitstream/10908/12159/1/%5BP%5D%5BW%5D%20M.%20Fin.%20Rubino%2C%20Sebasti%C3%A1n%20Daniel.pdf>
- <https://www.bcba.sba.com.ar/> (2021) Recuperado el 5 de junio de 2021, de <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/fideicomisos-financieros/>
- <http://www.bcra.gob.ar/default.asp> (2021) Recuperado el 8 de junio de 2021, de http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp
- <https://www.santander.com.ar> (2021) Recuperado el 10 de junio de 2021, de <https://www.bancosantander.es/empresas/cobros-pagos/cobros/factoring>
- <https://www.bna.com.ar/Empresas> (2021) Recuperado el 1 de junio de 2021, de <https://www.bna.com.ar/Personas/CreditoMiPyMEsIP>
- Federico Magnin (2018) *Alternativas de financiamiento para Pequeñas y Medianas Empresas en el Mercado de Capitales como servicio diferencial de la Consultora Focus Investment Management de la Ciudad de Córdoba, Año 2018 (Tesis de grado)*. Universidad siglo 21. cordoba. Recuperada del Repositorio Universidad siglo 21.
- <http://www.mav-sa.com.ar/#> (2021) Recuperado el 25 de junio de 2021, de <http://www.mav-sa.com.ar/productos/financiamiento/>

<https://www.argentina.gob.ar/cnv> (2021) Recuperado el 28 de Junio de 2021, de <https://www.argentina.gob.ar/cnv/pymes-en-el-mercado-de-capitales/acerca-de-regimen-garantizado>