



Maestría en Finanzas

Análisis financiero de corto plazo

Caso: Galt SRL

Autor: Robertino Cicerchia

Director: Marcelo Rossi

Año: 2020

INDICE

Capítulo 1. Planteamiento del problema.....	6
Capítulo 2. Objetivos del trabajo	8
Capítulo 3. Marco teórico	9
3.1 Contabilidad financiera	9
3.2 Administración financiera.....	11
3.3 Finanzas operativas	12
3.3.1 Cuestión de planteamiento y cuestión de funcionamiento.....	12
3.3.2 Fondo de maniobra	14
3.3.3 Necesidad operativa de fondos.....	16
3.3.4 Análisis por <i>ratios</i>	17
3.3.5 Previsiones y planificación financiera.....	18
3.3.6 Gestión de las partidas de activo y pasivo corrientes.....	19
3.3.7 Estrategias para el financiamiento de corto plazo.....	22
3.3.8 Gestión del efectivo.....	24
3.4 Crecimiento.....	25
Capítulo 4. Situación general de la empresa	27
4.1 Entorno empresarial	27
4.2 Reseña histórica	28
4.3 Dirección de la empresa	29
4.4 Recursos Humanos.....	29
4.5 Perfil de clientes.....	29
4.6 Línea de productos.....	30
4.7 Gestión comercial	30
4.8 Proceso de compra de inventario.....	31
4.9 Crecimiento.....	32
4.10 Estrés financiero	33
Capítulo 5. Análisis financiero de la empresa.....	35
5.1 Estados contables	35
5.2 Análisis por <i>ratios</i>	37
5.3 Evolución de necesidad operativa de fondos.....	40
5.4 Financiación de las necesidades operativas de fondos	45
Capítulo 6. Diagnóstico	47
Capítulo 7. Propuesta de mejora	50
7.1 Gestión del activo corriente.....	50

7.2 Reestructuración del pasivo.....	55
7.3 Planificación financiera de corto plazo	57
7.4 Detención temporal de la expansión del negocio	58
Capítulo 8. Conclusiones	60
Bibliografía.....	63

Introducción

El presente trabajo tiene como objetivo abordar un problema de estrés financiero que vive Galt SRL, empresa dedicada a la venta al por menor de calzado, indumentaria y accesorios de vestir en la Argentina, y diseñar propuestas de mejora para el manejo de sus finanzas operativas. Este problema resulta recurrente en la Argentina, especialmente en el contexto recesivo, de altas tasas de interés y con saltos del tipo de cambio que viene experimentando la economía del país desde mediados de 2018, y la empresa en análisis no es ajena a esta situación.

La definición de la estructura de capital de una empresa y la gestión de sus finanzas operativas es de vital importancia en cualquier empresa, pero adquiere un especial protagonismo en empresas familiares o de pequeño y mediano tamaño (PYMES) de países emergentes, donde las opciones de financiación son más limitadas, debido principalmente a un mercado de capitales no desarrollado y tasas más altas por mayor riesgo que afectan la rentabilidad de la compañía. Las empresas que operan en mercados con alta volatilidad en sus variables macroeconómicas y con antecedentes de intervenciones regulatorias deberán incorporar estos factores en su valuación de largo plazo, ya que cambios significativos en los tipos de cambio o en las tasas de política monetaria, como suelen suceder, generan un impacto en toda la cadena de las finanzas corporativas.

El limitado acceso al crédito se puede agravar en mercados con políticas monetarias contractivas como el experimentado en la Argentina en los años 2018 y 2019, lo que agrava el financiamiento estructuralmente escaso al sector productivo. La elevada incertidumbre y la falta de alternativas de financiación en moneda local a tasas atractivas lleva en muchos casos a contraer deuda en moneda extranjera, generando un descalce de monedas que puede llevar a la empresa a la quiebra si no se realizan coberturas apropiadas. Un salto en el tipo de cambio de la cotización puede tener implicancias graves en la rentabilidad de largo plazo en la compañía, aumentando su costo de capital, reduciendo los retornos sobre el activo y el patrimonio e interfiriendo en la estrategia corporativa y de operaciones.

Bajo esta línea, empresas familiares pequeñas como Galt SRL suelen tener problemas en la gestión financiera por distintos factores: contexto político y económico del país, recursos humanos y de capital limitados, y falta de experiencia en la gestión. Esto hace que la empresa en cuestión sea un caso ejemplar de estudio, con potencial de mejora en la administración de sus finanzas operativas, como se podrá observar a lo largo del presente trabajo. Se hará foco en la gestión financiera de corto plazo y cómo impacta el crecimiento de la empresa ellas. Debido a los ciclos de venta y las características del

negocio, este tipo de empresas de *retail* requieren montos de activos corrientes estacionalmente elevados, que necesitan ser financiados. Es por esto que es importante tener en claro la cuantía del capital necesario para mantener la operación y poder financiar los activos circulantes o de corto plazo, que muchas veces superan en monto al total de activo fijo o de largo plazo.

Tomar decisiones financieras de corto plazo para dirigir una empresa es un hecho difícil y de gran responsabilidad. Las decisiones que se tomen en este sentido tienen vital importancia sobre el nivel de liquidez, la rentabilidad de la empresa y la relación con los clientes y proveedores, y resultan clave para alcanzar los objetivos de corto, mediano y largo plazo para la empresa, y asegurar su subsistencia. La competitividad es un desafío constante en el país, especialmente en empresas de *retail* vinculadas al consumo masivo, sector que se ve fuertemente afectado por la caída del consumo en un contexto recesivo de la economía. Resulta entonces indispensable contar con una estrategia de manejo de las partidas de corto plazo y una correcta planificación, control y ejecución de estas, que garantice la optimización del uso de los recursos al menor costo posible, asegurando la operación de la empresa en el corto plazo y la rentabilidad en el largo plazo.

Capítulo 1. Planteamiento del problema

El problema que presenta actualmente Galt SRL es que se encuentra situación de estrés financiero, con falta de liquidez y una deuda financiera que creció fuertemente en los últimos años, sin la capacidad de identificar las causas que la llevaron a esta situación. Esto deja en evidencia que hay un potencial de mejora importante en el manejo de las finanzas operativas de la compañía, ya que hay una ausencia de un proceso y herramientas que permitan anticipar y entender los problemas que presenta, y, por ende, impiden atacar el problema de raíz para solucionarlo hacia el futuro.

La empresa actualmente se encuentra no solo con problemas de liquidez de corto plazo, sino que no es capaz de generar efectivo a través de su operación, perdió rentabilidad en los últimos períodos y se le agotaron las fuentes de financiamiento, ya que el principal accionista informó que no realizará más aportes de capital. Los descubiertos bancarios de corto plazo ya alcanzaron su máximo y los acreedores que realizaron préstamos en moneda extranjera de largo plazo no están dispuestos a continuar haciéndolo.

En el Gráfico 1 se puede observar cómo fue evolucionando la estructura de financiación del activo, con un peso creciente de la deuda financiera por sobre el patrimonio neto y el pasivo circulante.

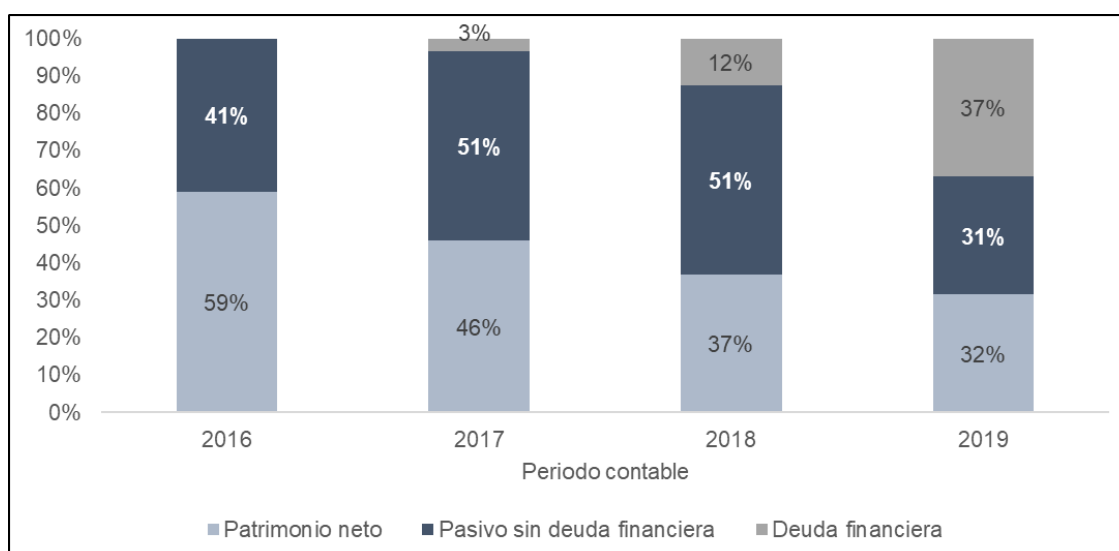


Gráfico 1. Evolución de la estructura de financiación del activo. Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa.

Este fuerte crecimiento de la deuda financiera comenzó a impactar sobre la rentabilidad de la empresa, tal como se puede observar en el Gráfico 2, donde resulta evidente entonces que hubo una fuerte caída de los retornos obtenidos, que de persistir en este camino pueden volverse negativos y comenzar a destruir el patrimonio neto.

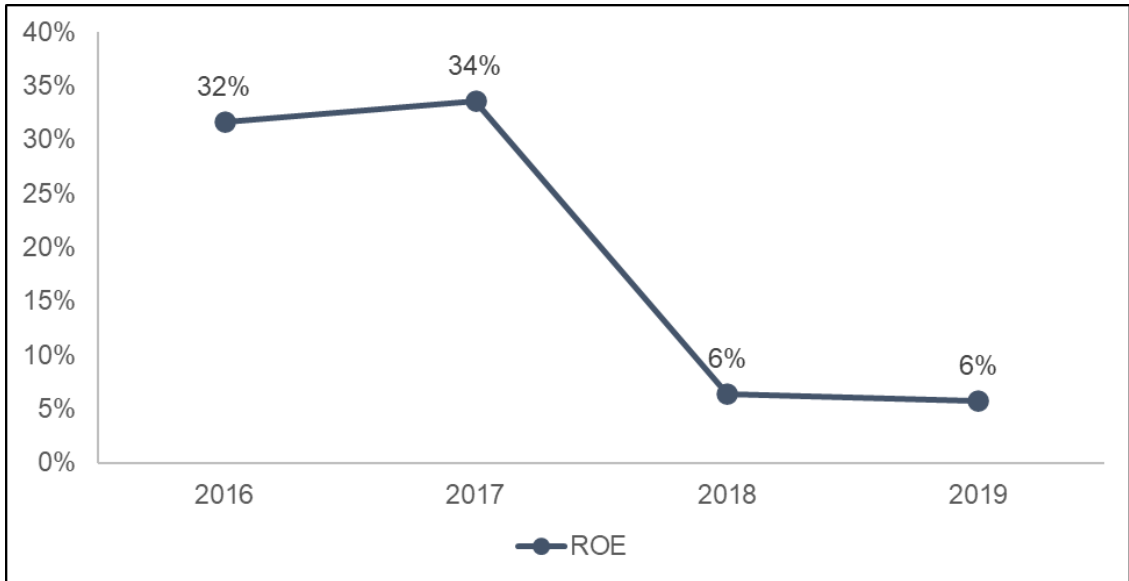


Gráfico 2. Evolución del resultado neto respecto al patrimonio. Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa.

La situación antes mencionada pone de manifiesto el serio riesgo de la continuidad de las operaciones de Galt SRL, por lo que es necesario realizar un cambio en la estrategia del manejo de las finanzas operativas de forma tal de poder sostener la continuidad de la empresa.

Capítulo 2. Objetivos del trabajo

El objetivo de este trabajo es proponer un nuevo enfoque para el manejo de las finanzas operativas, a través de la incorporación del concepto de necesidades operativa de fondos, que permita otorgar mayor visibilidad de cuál es el impacto financiero de las decisiones que se toman en los distintos frentes de la compañía. De esta forma se puede interpretar con mayor claridad las consecuencias de cada definición y como también abordar de forma correcta la estrategia de crecimiento.

Los objetivos específicos son:

- Analizar la situación financiera de la empresa, para identificar cuál es el grado de dificultad que está atravesando y cómo fue evolucionando a través de los años.
- Realizar un diagnóstico claro que permita identificar cuál fue la estrategia seguida y cuáles fueron las causas de estrés financiero que atraviesa actualmente.
- Desarrollar propuestas de mejora que permitan salir de la situación actual y contribuyan a una mejor integración y planificación financiera de las operaciones.

Capítulo 3. Marco teórico

3.1 Contabilidad financiera

De acuerdo con los autores (Peñalva y Marc, 2016), la contabilidad financiera tiene como objetivo brindar información útil para la toma de decisiones vinculadas a la administración de las finanzas de la empresa. La información básica o materia prima para la administración financiera está contenida en los denominados “estados financieros”.

Los estados financieros de una compañía proporcionan información para la toma de decisiones a sus usuarios, ya sea internos, como los dueños, o externos, como los inversores o los acreedores. Permiten conocer la situación económica y financiera de una empresa, y los cambios que esta experimentó a lo largo del tiempo.

Los estados financieros que son comúnmente más utilizados y que en conjunto nos permiten tener conocimiento respecto a los resultados de la operación de la empresa, son los siguientes:

- Estado de situación patrimonial.
- Estado de resultados.
- Estado de flujo de efectivo.

Estado de situación patrimonial

El estado de situación patrimonial permite tener conocimiento de aquello que una empresa posee, que se denomina activos, y la forma en que financió su obtención, ya sea mediante pasivos o patrimonio. Implica obtener una foto de la empresa en un momento específico, y entender que obligaciones tiene la empresa, cuál es su patrimonio y cuál es su inversión en activos.

El activo está formado por los recursos que la empresa posee, de los cuales espera obtener beneficios económicos en el futuro. Se pueden dividir en activos circulantes, vinculados a la operación diaria de la empresa y que se pueden convertir con rapidez en efectivo, normalmente entre 6 y 12 meses, y activos no circulantes, que no son rápidamente convertibles en efectivo, y pueden tratarse de, por ejemplo, rodados, inmuebles, maquinaria o patentes.

Por otro lado, el pasivo refleja las obligaciones actuales de la empresa. Para hacer frente a estas obligaciones, la empresa deberá renunciar a beneficios económicos en el futuro. Se puede realizar una división similar a la realizada con los activos, en pasivos circulantes y pasivos no circulantes, donde la agrupación depende del plazo en el cual es exigible el pasivo.

Finalmente, el patrimonio neto es la suma del capital aportado por los propietarios y los beneficios no distribuidos fruto de las actividades de operación de la compañía. Es la diferencia entre el activo y el pasivo y representa la riqueza de los propietarios de la empresa.

Estado de resultados

Resume los resultados obtenidos por la empresa producto de su actividad a lo largo de un período de tiempo determinado. Permite conocer cómo se generan los ingresos en la empresa, en qué gastos debe incurrir para poder obtener dichos ingresos y cuál es la rentabilidad final obtenida producto de la operación. A diferencia del estado de situación patrimonial, exhibe flujos acumulados a lo largo del tiempo y no una foto en un momento puntual. Mediante un análisis horizontal de los estados de resultados a lo largo del tiempo es factible comprender cómo fueron evolucionando las ventas, los gastos y los resultados de la empresa.

Estado de flujo de efectivo

Muestra los cambios reales que sucedieron a lo largo de un período de tiempo en el efectivo disponible de la empresa. Se basa en el principio de lo percibido, a diferencia del estado de resultados que se basa en el principio de lo devengado. Permiten definir la capacidad de la empresa de generar efectivo y equivalentes. Posibilita ver cómo se genera el efectivo y el uso que se le da en cada período, y contempla 3 tipos de flujos:

- Flujos de efectivo asociados a las actividades de explotación.
- Flujos de efectivo de las actividades de inversión.
- Flujo de efectivo de las actividades de financiamiento.

Los flujos de efectivo asociados a las actividades de explotación incluyen los cobros recibidos de los clientes, los pagos realizados a proveedores y empleados, y el pago de impuestos, alquileres y cualquier otro gasto asociado a la operación de la empresa.

Los flujos asociados a las actividades de inversión incluyen la compra o la venta de activos fijos, tanto tangibles o intangibles, la compra o la venta de activos financieros y las fusiones o las adquisiciones de otras empresas.

Finalmente, los flujos de efectivo asociados a las actividades de financiación incluyen los aportes de capital realizados por los propietarios, los préstamos nuevos, la devolución de préstamos recibidos y el pago de dividendos.

3.2 Administración financiera

La administración financiera de una empresa tiene como objetivo principal obtener los recursos apropiados en lo referente a cuantía, costo y plazo para financiar en todo momento las inversiones necesarias para cumplir los objetivos y maximizar el valor del accionista. Los alcances de la administración financiera se extienden tanto a la utilización de los recursos como a la obtención de estos, e incluye un conjunto de decisiones financieras básicas que se pueden agrupar en las siguientes categorías (Pascale, 2009):

- Decisiones de inversión
- Decisiones de financiamiento
- Política de dividendos
- Gestión del capital de trabajo

Decisiones de inversión

Se refiere a las inversiones de largo plazo de la compañía. Busca determinar qué activos reales adquirirá la empresa y cuanto capital demandará. Se intenta determinar que opciones de inversión existen que generen un valor mayor al costo de adquisición, de forma tal que aporten mayor valor para la empresa en el largo plazo.

Decisiones de financiamiento

Se trata de la forma en que la empresa obtiene los fondos para financiar las inversiones. La estructura de capital de la empresa se define a partir de la combinación de financiamiento a largo plazo y capital propio, y es función del administrador financiero buscar la combinación óptima entre ambas fuentes, de forma tal de maximizar el valor. El administrador debe decidir si tomar el dinero necesario de los propietarios existentes, de nuevos inversores o si tomará deuda, ya sea en moneda nacional o extranjera. Las decisiones que se tomen en este sentido afectan principalmente al pasivo y al patrimonio neto de la compañía.

Decisiones de política de dividendos

Se deben tomar decisiones respecto de cuanto de las utilidades retenidas se repartirán entre los accionistas. Es una forma de retribución del capital aportado, pero puede privar a la empresa de ciertos recursos para continuar financiando sus operaciones o

inversiones, por lo que se debe buscar un equilibrio entre la distribución de resultados y su retención.

Decisiones sobre el capital de trabajo

Esta función del administrador busca garantizar a la empresa la suficiente cantidad de recursos para continuar con las operaciones diarias y evitar interrupciones que afecten la imagen de la compañía o el flujo de los negocios. Estas decisiones están vinculadas al día a día de la empresa y buscan responder cuestiones como:

- Créditos/Plazos de cobro a otorgar a los clientes
- Niveles óptimos de stock
- Plazos de pagos a proveedores

3.3 Finanzas operativas

A continuación, se realizará una revisión del enfoque de las finanzas de corto plazo desde el punto de vista del autor Joseph Faus en su obra “Finanzas Operativas: La gestión financiera de las operaciones día a día”. De acuerdo con el autor, el impacto financiero de las decisiones operativas puede ser, y con frecuencia es, mayor que el impacto de decisiones de inversión, de financiamiento o de dividendos. Plantea por lo tanto un enfoque más moderno e integrador respecto de la gestión de las finanzas de corto plazo.

3.3.1 Cuestión de planteamiento y cuestión de funcionamiento

Es posible visualizar esquemáticamente el estado de situación patrimonial de una empresa según el esquema del Gráfico 3. En este se observa que el estado de situación patrimonial se compone de 2 bloques de la misma magnitud, donde cada uno representa el volumen de recursos que maneja la empresa.

Las decisiones que se tomen desde el punto de vista financiero pueden ser sobre cuestiones de planteamiento de la empresa, vinculadas a las finanzas estructurales, o cuestiones de funcionamiento, vinculadas a las finanzas operativas.

Activo (empleo de recursos)	Pasivo (origen de recursos)
Activo circulante	Pasivo a corto plazo
Activo inmovilizado	Recursos permanentes

Gráfico 3. Esquema del estado de situación patrimonial de la empresa. Fuente: Elaboración propia basada en Faus, 1996.

Las finanzas estructurales, enmarcadas en la política de largo plazo, están asociadas al planeamiento de la empresa, y las definiciones que se toman involucran los aportes de capital propio, la deuda a largo plazo y los activos de largo plazo o inmovilizado fijo de una compañía. El volumen de estos recursos es relativamente estable y está asociado a la estrategia de mediano y largo plazo de la empresa. Haciendo una analogía con la teoría vista anteriormente, se puede decir que las finanzas estructurales incluyen decisiones de inversión, financiamiento y política de dividendos.

Por otro lado, la administración de las finanzas operativas, relacionadas a la operación de la empresa, se refiere a las decisiones que se toman en lo que respecta a los niveles de activos y pasivos a corto plazo, que están vinculadas a la evolución diaria del negocio y al volumen de operaciones, y se encuentran afectadas por la estacionalidad de las ventas y cuestiones de tipo operativo. Las decisiones que se tomen en cuanto a estas partidas resultan clave para el correcto funcionamiento del negocio, ya que afectan no solo la liquidez de corto plazo que permite la continua marcha de las operaciones, sino que también impactan sobre los resultados de largo plazo.

Bajo la perspectiva mencionada anteriormente, Faus replantea la representación esquemática del activo, pasivo y patrimonio neto de una empresa, tal como se puede observar en el Gráfico 4, identificando dos conceptos que resultan de vital importancia para el diagnóstico de una empresa: fondo de maniobra y necesidad operativa de fondos.

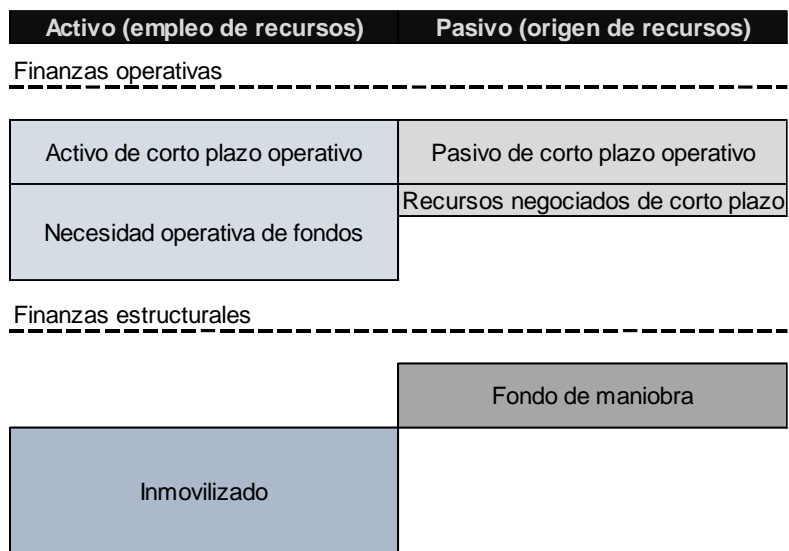


Gráfico 4. Esquema del estado de situación patrimonial de la empresa, bajo una nueva perspectiva. Fuente: Elaboración propia basada en Faus, 1996.

Es frecuente encontrar directivos o dueños de los negocios que hacen foco en las finanzas estructurales, restando importancia a las finanzas operativas. Sin embargo, en muchas oportunidades, la magnitud de las partidas de corto plazo supera las de largo, sin que se le preste la debida atención a su gestión. Existen empresas que, aun sin mostrar pérdidas en su estado de resultado, se encuentran luego en situaciones de estrés financiero. Una situación no prevista de falta de liquidez puede llevar a la necesidad de buscar financiación de corto plazo a altas tasas, lo que puede generar un deterioro en los resultados de la empresa debido al impacto del pago de intereses y comenzar un proceso de sustitución de capital propio con deuda, agravando el problema hasta la quiebra. Resulta necesario disponer de herramientas y estrategias para la correcta gestión de las finanzas operativas que permitan tomar acciones correctivas de los desvíos que se van ocasionando.

La situación descrita anteriormente es habitual encontrarla en casos de empresas en crecimiento. En muchas oportunidades, los análisis de inversión que se realizan desde la dirección tienen en cuenta el monto del capital necesario para la expansión del activo fijo o inmovilizado, pero sin tener en cuenta que si se incrementan los niveles de venta de la empresa van a aumentar también las partidas de activo y pasivo a corto plazo, que deberán también ser financiadas.

3.3.2 Fondo de maniobra

El autor define el fondo de maniobra (FM) como el exceso de recursos financieros de largo plazo por encima del activo inmovilizado que la empresa utiliza para financiar sus operaciones de corto plazo. Es decir, es la parte del activo corriente que se financia con

recursos de largo plazo. Este se puede calcular de dos maneras diferentes, pero que en resultado final son equivalentes:

1. Activo corriente menos pasivo corriente o de corto plazo
2. Recursos permanentes menos activo inmovilizado neto

De acuerdo con el punto 1, pareciera que el fondo de maniobra es muy fluctuante. Sin embargo, al analizarlo desde el punto 2, se puede observar que es un concepto estable en el corto plazo, por lo que responde a cuestiones de planteamiento o finanzas estructurales. Por lo tanto, surge de las decisiones de aportes de capital, endeudamiento a largo plazo, inversión en activo fijo, reinversión de beneficios y dividendos que distribuye la empresa, y no depende del nivel de ventas o la estacionalidad de las operaciones. Es decir, el fondo de maniobra depende de la política de inversiones, la política de financiamiento y la política de dividendos del negocio.

Al realizar el cálculo del fondo de maniobra de una empresa, este puede adquirir tres valores diferentes, que nos ayudan a identificar cómo está planteada la empresa:

- Fondo de maniobra mayor que cero: significa que parte del activo corriente está financiado con recursos de largo plazo. Esta situación puede ser favorable en el sentido que aumenta la probabilidad de poder hacer frente al pasivo de corto plazo, pero un fondo de maniobra excesivamente alto puede significar una elevada cantidad de recursos ociosos que podrían estar generando una rentabilidad superior en otras inversiones.
- Fondo de maniobra igual que cero: significa que los recursos de largo plazo alcanzan para financiar la inversión en activo fijo, por lo que el activo corriente deberá financiarse con pasivos de corto plazo.
- Fondo de maniobra menor que cero: significa que los recursos de largo plazo no alcanzan para financiar los activos fijos, por lo que estos deberán financiarse con pasivos de corto plazo. Esta situación puede ser muy beneficiosa debido a que se reduce al mínimo el capital inmovilizado, aumentando la rentabilidad sobre el capital, pero a su vez resulta riesgosa debido a la variabilidad que presentan los activos y pasivos de corto plazo, que pueden poner en riesgo la operación al no contar con liquidez suficiente.

Se debe buscar un compromiso entre riesgo y rentabilidad a la hora de diseñar una estrategia para el fondo de maniobra. Un fondo de maniobra positivo puede reducir el riesgo, pero perjudicar la rentabilidad al aumentar el volumen del capital inmovilizado,

mientras que un fondo de maniobra muy negativo implica mayor riesgo por iliquidez. La estructura de balance óptima dependerá de cada empresa, ya que está asociado al sector donde opere, a los plazos de pago a proveedores, períodos de cobro, estacionalidad de la venta, etc.

A la hora de tomar decisiones de finanzas operativas o de funcionamiento, el fondo de maniobra se toma como un valor dado, ya que no varía en el corto plazo con el nivel de operación. Sin embargo, existe un concepto que sí está asociado al volumen de actividad de la empresa y se denomina “necesidad operativa de fondos”.

3.3.3 Necesidad operativa de fondos

A la necesidad operativa de fondos (NOF) se la puede definir como activo corriente operativo neto, calculado como activo corriente operativo menos pasivo corriente operativo. Consiste en las inversiones netas que realiza la empresa en activo corriente una vez descontada la financiación espontánea provocada por los pasivos de corto plazo.

Por activo corriente operativo se hace referencia al monto invertido en inventario, cuentas por cobrar y caja operativa, en tanto por pasivo corriente operativo se refiere a la financiación obtenida por el propio hecho de tener la empresa en marcha, como por ejemplo cuentas por pagar a proveedores o impuestos. Por lo tanto, la necesidad operativa de fondos está estrechamente relacionada con el nivel de operación de la empresa y su ciclo, afectados por las políticas de cobro, pago e inventarios que presente la compañía.

La empresa puede financiar la parte de los activos corrientes operativos que no se puedan cubrir con recursos espontáneos de dos formas: con patrimonio neto y deuda de largo plazo, es decir, con fondo de maniobra, o con préstamos bancarios de corto plazo.

Si el fondo de maniobra (FM) resulta mayor que la necesidad operativa de fondos, entonces el excedente de fondos de largo plazo alcanza para cubrir la operación de la empresa, y existe también un sobrante que se presentará como excedente de caja y puede ser invertido a corto plazo. Si se da la situación inversa, la empresa necesitará recursos negociados de corto plazo para asegurar la liquidez y el funcionamiento. La administración de las finanzas operativas se debe centrar en la previsión de la necesidad de recursos negociados, que surgen como diferencia entre el FM y las NOF, a los fines de poder gestionar dichos recursos anticipadamente, para lo cual resulta clave entender las variables que afectan a ambas partidas.

Si bien los conceptos de fondo de maniobra y necesidad operativa de fondos son complementarios, queda clara la diferencia entre ambos. Mientras que el primero

responde a cuestiones de tipo estructural y es estable en el corto plazo, el segundo responde a cuestiones de funcionamiento y es muy variable en el corto plazo, ya que es el reflejo del ciclo operativo del negocio y fluctúa con los volúmenes de este y las políticas llevadas adelante.

A la hora de analizar una situación de estrés financiero de una empresa, el primer punto que se debe analizar y entender es si la empresa presenta estos problemas por una cuestión de planteamiento, es decir, porque su fondo de maniobra es demasiado bajo, o si responde a problemas asociados al funcionamiento y de la gestión de su necesidad operativa de fondos. Resulta clave entender cuál es la causa ya que la solución resulta muy diferente. Si se trata de un problema de planteamiento de la empresa y es necesario aumentar el fondo de maniobra, deberán analizarse aportes de capital o toma de deuda a largo plazo. Mientras que, si se trata de un problema de funcionamiento de corto plazo y deben buscarse financiar activos corrientes, se deberán buscar recursos de corto plazo.

3.3.4 Análisis por *ratios*

Los *ratios* tienen el objetivo de facilitar la interpretación y comparación de los estados contables, facilitar la toma de decisiones y ser una herramienta útil para hacer un diagnóstico de la empresa.

Suelen utilizarse *ratios* con tres fines:

- Comparar una empresa contra un *benchmark*
- Analizar la evolución de una empresa en el tiempo
- Realizar proyecciones

A los fines de este trabajo, y dada la dificultad de obtener información pública de empresas comparables en el país, se utilizarán *ratios* con el objetivo de analizar la evolución de la empresa en el tiempo y realizar proyecciones, pero no se realizarán comparaciones contra el mercado.

Normalmente y a los fines de tener un criterio establecido, los *ratios* suelen agruparse en cuatro categorías:

- *Ratios de liquidez*: tienen como objetivo reflejar la capacidad de la empresa de hacer frente a sus compromisos según como los tiene previstos, generalmente en el corto plazo.

- Ratios de estructura: hacen foco en entender la estructura de activo, pasivo y patrimonio neto de la empresa, buscando generalmente medir el grado de endeudamiento y la capacidad de hacer frente al pago de dicha deuda.
- Ratios de rentabilidad: buscan evaluar la eficiencia de la administración de la empresa respecto de un determinado nivel de ventas, activos y patrimonio neto.
- Ratios operativas: ayudan a evaluar la eficacia de la firma en la utilización de los recursos, y algunos pueden ser propios de cada sector/rubro. Los más comúnmente utilizados son días de cobro, días de pago y días de stock.

3.3.5 Previsiones y planificación financiera

La planificación financiera de corto plazo tiene como objetivo definir las acciones financieras a tomar y anticiparse al efecto que estas puedan tener. Normalmente esta planificación hace foco en la previsión y el control de la tesorería o caja con un horizonte de 12 meses, y se centra en el armado de tres presupuestos:

- Presupuesto de flujo de efectivo o *cashflow*
- Presupuesto de estado de resultados
- Presupuesto de estado de situación patrimonial

Estos tres presupuestos en su conjunto permiten definir los usos y las fuentes del efectivo, de forma tal de poder anticiparse a déficits o superávits de caja. De esta manera, en caso de prever faltantes de efectivo, el administrador financiero puede anticiparse a la obtención de fondos, mientras que, en caso de que se proyecten excedentes, se deberán elaborar planes para su uso eficiente.

Es importante destacar que la elaboración de estos presupuestos no se realiza de forma aislada, sino que se basa en supuestos de proyecciones que van más allá del área financiera de la empresa, como ser planes de venta, de abastecimiento, de producción, etc. Se busca estimar una a una las partidas y los elementos de los estados de resultados y de situación patrimonial en función de los volúmenes de venta y operación estimados, de forma tal de entender cuál va a ser la situación al final del período.

Resulta clave a la hora de realizar estas estimaciones considerar la estacionalidad a la que se vea afectada el negocio de la empresa, que permita estimar las necesidades operativas de fondo en un período corto de tiempo, y así poder gestionar los recursos negociados necesarios para absorber las fluctuaciones.

3.3.6 Gestión de las partidas de activo y pasivo corrientes

La inversión en NOF puede alcanzar valores equivalentes a varios meses de ventas, por lo que es un punto que debe considerarse a la hora de administrar las finanzas. Mejorar su gestión puede ayudar a liberar rápidamente caja y salvar una situación de iliquidez sin necesidad de recurrir a préstamos con un interés asociado. Sin embargo, debe buscarse un balance a la hora de reducir la inversión en NOF, ya que pueden comenzar a afectar los inventarios, a través de, por ejemplo, caídas de venta por falta de producto. También pueden afectar la relación con los clientes al modificar los plazos de cobro, o con los proveedores si se extiende el plazo de pago.

El objetivo de una correcta administración de las necesidades de fondos es asegurar la liquidez en todo momento para el pago de gastos y deuda, pero minimizando el costo del capital para hacer frente a dichos compromisos, de forma de maximizar el retorno de la inversión. Por lo tanto, el análisis y la identificación de los factores que afectan las necesidades operativas de fondos constituyen una ayuda esencial para la optimización de las finanzas de la empresa, pudiendo anticipar las necesidades de financiación que tendrá a corto plazo y podrá por tanto negociarlas con anterioridad, obteniendo mejores costos. No deben dejar de considerarse en este análisis factores propios del mercado donde opera la empresa, como la estacionalidad del negocio, el poder de negociación con los proveedores, la estrategia de ventas y diferenciación, o la situación económica y de oferta/demanda.

Los principales factores que se analizan a la hora de gestionar la necesidad operativa de fondos son el período medio de cobro, el período medio de pago, el ciclo de inventario y el efectivo. Estas cuatro variables en conjunto definen el ciclo de conversión de caja o *cash conversion cycle* (CCC), indicador clave para gestionar las partidas de corto plazo.

Cuentas por cobrar

Dentro de los activos corrientes, una de las partidas más importantes suele ser la de “cuentas por cobrar”. A la hora de realizar una venta, normalmente la empresa no la cobra inmediatamente, sino que transcurre cierto período de tiempo hasta que esta ingresa en forma de efectivo a la caja. Las cuentas por cobrar crecen en el momento en que se realiza una venta, y decrecen cuando esta ingresa a caja en forma de efectivo. El objetivo de cualquier empresa es cobrar la venta lo más rápido posible, pero sin ocasionar pérdida de ventas por exigencias elevadas en el pago. Este balance debe ser establecido a través de la política de crédito de la compañía.

Los autores Weston y Brigham (Weston & Brigham, 1993) plantean que la política de crédito se define a partir de cuatro variables:

- **Período de cobro:** es el plazo que los clientes tienen para pagar los bienes o servicios adquiridos a la empresa.
- **Descuentos:** son los descuentos que se realiza por pronto pago. Es decir, incentivos que se otorga a los clientes para pagar por debajo del período de cobro establecido en el punto anterior.
- **Estándar de créditos:** se refiere a los requisitos que exige la compañía a los clientes para poder otorgar crédito.
- **Cobro de deudas:** está enfocado en definir los procedimientos para el cobro de deudas vencidas o atrasadas.

La política de crédito puede ser utilizada como una herramienta de diferenciación respecto a la competencia; si la empresa ofrece a los clientes un plazo de pago mayor que la competencia, puede atraer mayor cantidad de clientes, pero incrementar las necesidades operativas de fondos. Por el contrario, si se decide bajar la partida de cuentas por cobrar, se deberá establecer una política de crédito más rígida, que puede ocasionar pérdida de clientes contra la competencia.

Un *ratio* para su gestión es el período medio de cobro. Se trata del tiempo que transcurre, en promedio, desde el momento en que se realiza la venta y hasta que la empresa dispone del efectivo de esta en su caja, y se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Periodo medio de cobro} = \frac{\text{cuentas por cobrar}}{\text{ventas}} * 360$$

Mientras más bajo sea el período medio de cobro, más rápido podrá la empresa hacer uso del efectivo generado por la venta. Es un indicador del manejo del crédito a clientes que hace la empresa.

Inventario

Los inventarios son otra partida muy importante dentro de los activos corrientes. Por inventario se entienden las existencias no solo de producto terminado y apto para la venta, sino también de materia prima y de productos en proceso. Los tiempos de entrega por parte del proveedor, tiempos de fabricación, capacidad de previsibilidad de la venta y estacionalidad del negocio son factores clave a la hora de definir la política de inventarios. Mantener niveles de inventario bajos permite liberar efectivo, pero puede generar pérdidas de venta por falta de disponibilidad de producto y aumentar el riesgo

de quiebres de stock y costos de faltante en caso de, por ejemplo, una demora en la entrega del proveedor o una demanda superior a la prevista. Si, por el contrario, los inventarios se mantienen elevados, se disminuye el riesgo de faltante, pero la empresa contará con mayor capital inmovilizado que podría estar utilizándose en alternativas de mayor rendimiento. Por otro lado, el costo de inventarios no solo incluye el costo de oportunidad, sino que existen costos por el hecho de tener almacenado el producto, como mantenimiento, roturas, seguros, etc.

Una función clave de los responsables de las finanzas de la empresa es definir el nivel óptimo de inventarios, buscando un balance entre los costos de faltante y los costos de tenencia del inventario.

Un *ratio* importante para controlar el nivel de inventarios es “días de inventario”, que se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Días de inventario} = \frac{\text{Inventario}}{\text{Costo de mercadería vendida}} * 360$$

A mayor valor de este indicador, mayor es el nivel de inventario que posee la compañía. Por el contrario, a menor valor, menos stock.

Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar se tratan normalmente de la partida más importante del pasivo corriente o de corto plazo. De la misma manera en que cuando se realiza una venta, esta no es cobrada instantáneamente, a la hora de realizar compras de materias primas o productos terminados, estos no se pagan inmediatamente, sino que el pago se realiza en el plazo estipulado en la negociación con el proveedor. Al momento de realizar una compra de un bien o un servicio, la partida de cuentas por pagar incrementa en cuantía, mientras que disminuye en el momento en que se realiza el pago.

De acuerdo con, (Weston & Brigham, 1993), “*las cuentas por pagar son una fuente espontánea de financiamiento, en el sentido que aumentan por la propia operación ordinaria del negocio*”.

El principal indicador de la gestión de esta partida es el “período medio de pago”, que se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Período medio de pago} = \frac{\text{cuentas por pagar}}{\text{ventas}} * 360$$

Mientras más alto sea este valor, mayor será la partida de cuentas por pagar, y por ende la financiación de la empresa a través de sus proveedores.

Cash Conversion Cycle

El *cash conversion cycle* o ciclo de conversión de caja se puede definir como el período de tiempo entre el pago por el inventario y el cobro por la realización de la venta. A menores valores de ciclo de conversión de caja, más eficiencia en el manejo de los activos y pasivos de corto plazo. Cuanto más largo es el proceso de producción, mayor es el ciclo de conversión de caja. De igual manera, este indicador también crece en función de la política de crédito: a mayor período medio de cobro, mayor ciclo de conversión de caja. Por otro lado, si la empresa puede demorar el pago a los proveedores por sus inventarios, el ciclo de conversión de caja se reduce.

En el Gráfico 5 se puede observar un esquema que representa el ciclo de conversión de caja.

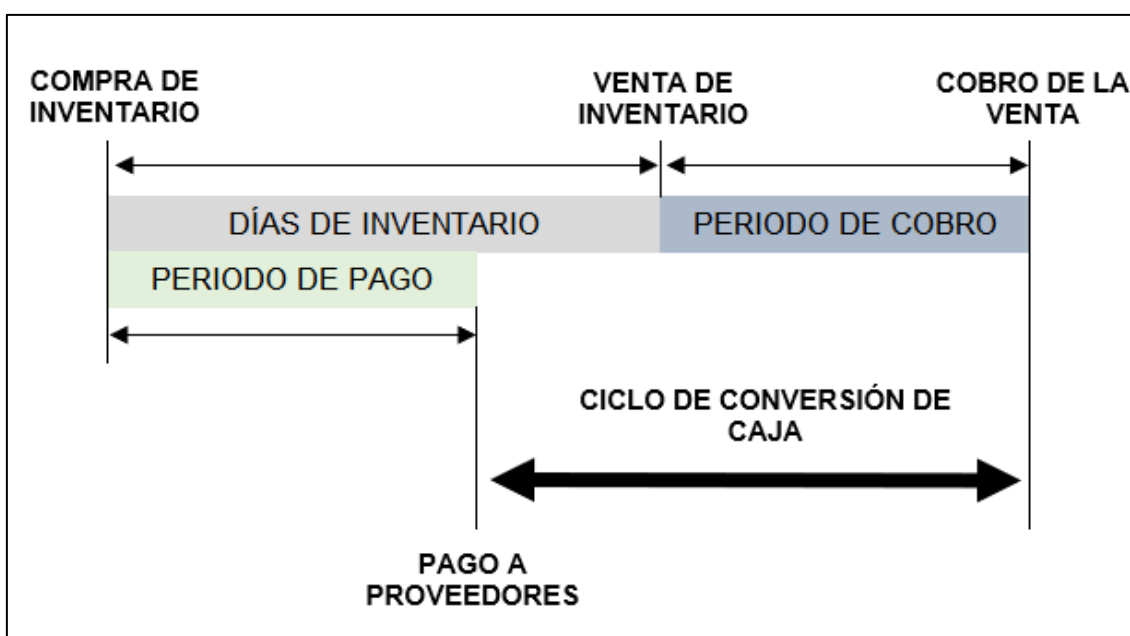


Gráfico 5. Composición del ciclo de conversión de caja. Fuente: Elaboración propia.

3.3.7 Estrategias para el financiamiento de corto plazo

La necesidad operativa de fondos, al ser positiva, debe entenderse como un activo que debe ser financiado, para lo cual pueden seguirse distintas estrategias que pueden consolidarse en 3 grandes grupos:

- Estrategia agresiva
- Estrategia moderada
- Estrategia conservadora

Estrategia agresiva

Bajo esta estrategia, la empresa se posiciona como tomadora de recursos de corto plazo de forma continua. El fondo de maniobra no alcanza para financiar la necesidad operativa de fondos, y, en ocasiones, tampoco para financiar los activos fijos o permanentes. La estrategia puede tener distintos grados de agresividad, según qué porcentaje de los activos permanentes sean financiados con recursos negociados de corto plazo. Si, por ejemplo, se financia parte de los activos fijos con deuda de corto plazo, la estrategia sería muy agresiva y exigiría una renovación continua de los préstamos de corto plazo. Si, por alguna circunstancia, el préstamo de corto plazo no es renovado, la empresa puede enfrentar problemas de falta de liquidez y entrar en quiebra.

La empresa se coloca en una posición de demandante permanente de recursos negociados de corto plazo y no presenta en ningún momento de su ciclo un excedente de tesorería a ser invertido. Se puede visualizar esta estrategia en el Gráfico 6.

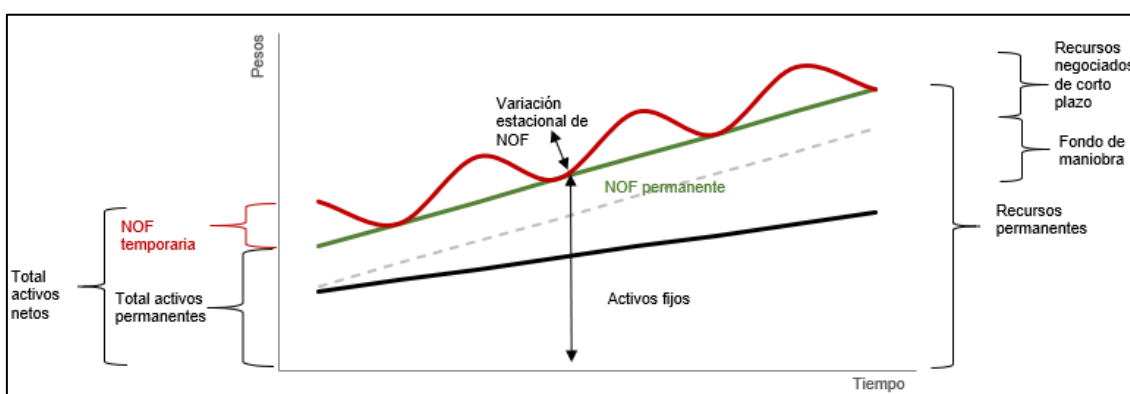


Gráfico 6. Estrategia agresiva. Fuente: Elaboración propia.

Estrategia moderada

Bajo esta estrategia, los activos fijos y la componente permanente de los activos circulantes son financiados con recursos de largo plazo (fondo de maniobra). Durante ciertos períodos de tiempo, la empresa puede requerir negociar la obtención de recursos de corto plazo, pero en esta oportunidad con el objetivo de financiar la componente estacional de la necesidad operativa de fondos y no su componente permanente o el activo fijo como en el caso de la estrategia agresiva. Es una estrategia más conservadora que la anterior y de menor riesgo, tal como se puede ver en el Gráfico 7.

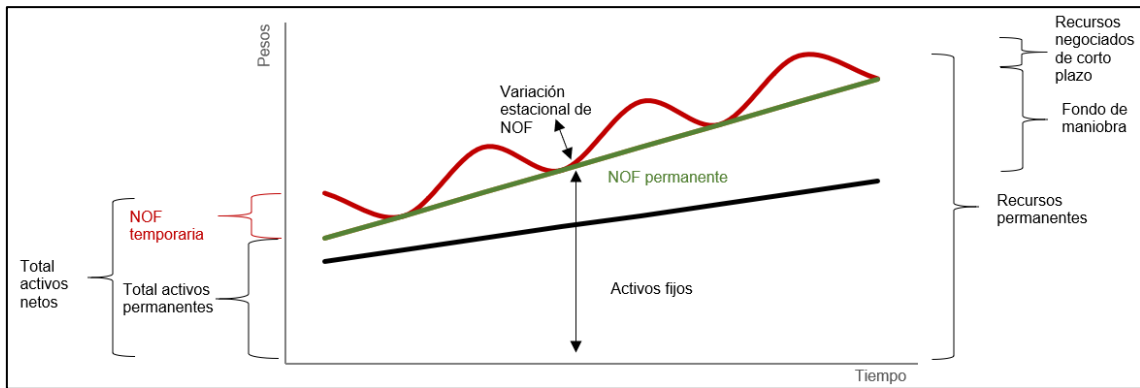


Gráfico 7. Estrategia moderada. Fuente: Elaboración propia.

Estrategia conservadora

Es la más relajada de las tres, y se la puede ver reflejada en el Gráfico 8. Con este modelo, el fondo de maniobra es suficiente para financiar todos los activos fijos y la componente permanente de los activos circulantes en todo momento, generando en algunos períodos de tiempo excedentes de tesorería a ser invertidos, y en otra necesidad de recursos negociados para atender demandas estacionales de necesidad de fondos.

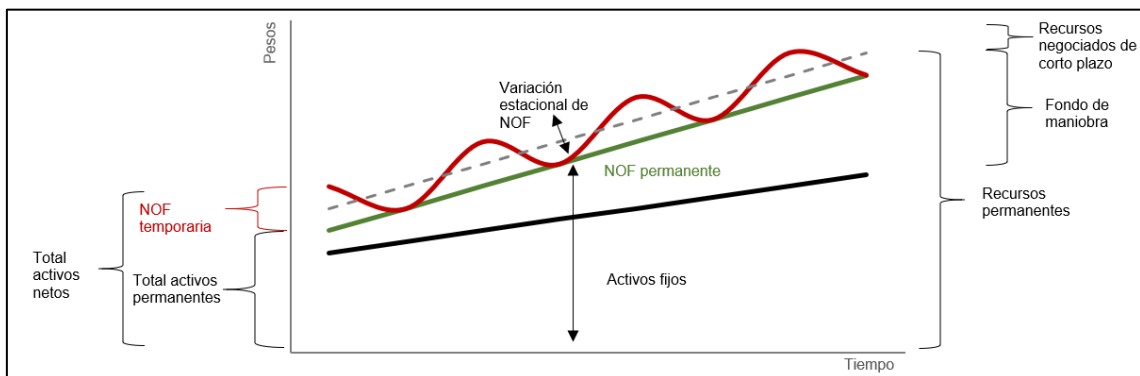


Gráfico 8. Estrategia conservadora. Fuente: Elaboración propia.

3.3.8 Gestión del efectivo

La decisión de mantener cierto nivel de activos debe tener como objetivo maximizar el valor de la empresa; es decir, que su rendimiento debe ser superior a la tasa de rendimiento mínima requerida.

De acuerdo con el autor (Pascale, 2009), las razones para mantener efectivo se pueden agrupar en tres categorías: para transacciones, para precaución y especulativo.

El primer punto está relacionado con la necesidad de realizar desembolsos para afrontar los pasivos que tenga la empresa producto de su normal operación: pago de sueldos, pago a proveedores, pago de impuestos, dividendos, etc. Los flujos de dinero

normalmente no están sincronizados, por lo que es importante mantener niveles de efectivo que permitan afrontar las obligaciones de corto plazo y no afectar la calidad de la operación de la compañía.

Respecto del segundo punto, el objetivo es reservar un monto líquido para poder hacer frente a contingencias no planificadas, es decir, que actúe como margen de seguridad. El último punto hace referencia a disponer de caja para aprovechar oportunidades puntuales de rebajas, descuentos o inversiones.

Los niveles óptimos de efectivo dependen las decisiones del directorio de cada empresa, pero deben ser calculados de forma tal de optimizar el valor de la compañía. En caso de proyectar niveles de efectivo inferiores a los requeridos, se deberá avanzar con la negociación de recursos de corto plazo para cubrir el faltante. Mientras que, por otro lado, si se proyecta la existencia de un excedente de caja, resulta importante buscar alternativas de inversión que permitan obtener una rentabilidad a este capital excedente.

3.4 Crecimiento

De acuerdo con lo que se dijo anteriormente, las necesidades operativas de fondos están directamente vinculadas al nivel de actividad de una empresa, por lo que aumentan proporcionalmente al ritmo de crecimiento si las políticas de cobro, pago e inventarios no se modifican. Si, por ejemplo, se produce un crecimiento de las ventas, entonces también van a aumentar las cuentas por cobrar, que deberán ser financiadas ya sea con recursos espontáneos o recursos negociados.

Todo crecimiento supone un incremento de las NOF y deben cuantificarse los fondos necesarios para sostener este crecimiento. Parte de estos fondos pueden provenir de recursos espontáneos o de recursos negociados de corto plazo, y otra parte de un incremento del fondo de maniobra a través de beneficios retenidos, aportes de capital o toma de deuda de largo plazo. Es habitual encontrarse con casos en los que se analizan inversiones para crecimiento contemplando solo los recursos necesarios para la expansión del activo inmovilizado fijo, sin tener en cuenta la necesidad de financiación de las NOF. Esta situación a veces genera que empresas rentables desde lo económico se encuentren, luego de una expansión, con problemas de liquidez en el corto plazo no previstos. Resulta incoherente pensar en una estrategia de crecimiento anual del activo junto con una estrategia del pasivo y patrimonio neto que no contemplen ningún incremento y sin afectar variables como período medio de cobro e inventarios.

Cualquier estrategia de crecimiento debe estar ligada a otras políticas de la empresa, como ser: política de inversiones, de financiamiento, de dividendos o de gestión de NOF.

A la hora de definir una estrategia de crecimiento es clave analizar si la empresa destruye valor o crea valor. Si la rentabilidad obtenida sobre el capital propio resulta menor que el costo de oportunidad de este capital, la empresa está en una situación de destrucción de valor, y cualquier peso reinvertido en esta tendrá valor actual neto negativo ya que será invertido a una tasa inferior a la del costo de oportunidad. Intuitivamente hablando, parece claro que, si la empresa destruye valor, cuanto más crezca, peor, y si, en cambio, la empresa crea valor, cuanto más pueda crecer, mejor.

Capítulo 4. Situación general de la empresa

A lo largo del siguiente capítulo se describe la empresa Galt SRL y se define su entorno, antecedentes y actividad operativa. Se plantea también en detalle el problema financiero que padece actualmente la empresa.

4.1 Entorno empresarial

De acuerdo con el Ministerio de Producción de la República Argentina, a fines del año 2017 existían en el país un total de 603.365 empresas registradas, de las cuales el 98 % corresponde a la categoría de “Pequeñas y Medianas Empresas (PYMEs)”.

Del total de empresas PYMEs del país, el 19,3 % corresponde a empresas dedicadas al comercio minorista, y generan el 10 % del empleo privado en Argentina, como se puede observar en la Tabla 1. Esta información indica la importancia que tiene el sector de comercio en el mercado laboral argentino, dejando en evidencia el rol clave que desempeña como empleador del sector privado, abarcando 1 de cada 10 puestos de trabajo del sector privado.

Galt SRL corresponde a esta última categoría, dedicándose al comercio al por menor de calzados, prendas y accesorios de vestir, con un total de 12 empleadas en diciembre de 2019.

Tabla 1.

Distribución del empleo privado en Argentina

Categoría	Total
Empresas en Argentina	603.365
PYME's	591.104
Porcentaje PYME's	98%
Empresas PYME's de comercio al por menor	116.199
Porcentaje de empresas	19,3%
Empleo privado en Argentina	6.550.490
Empleo privado comercio al por menor	626.948
Porcentaje empleo privado comercio al por menor	9,6%

Fuente: Elaboración propia basada en información obtenida del INDEC y del Ministerio de Trabajo de la República Argentina.

Asimismo, el sector resultó ser el segundo rubro que más aportó al PBI del país en el año 2019, luego de la industria manufacturera, con un 12,7 % del total. Analizando la serie histórica, se puede observar una fuerte correlación entre la evolución del PBI y la del sector, moviéndose ambos siempre en el mismo sentido, tanto al alza como a la baja.

Revisando el período 2016 a 2019, se puede observar que el sector tuvo una retracción importante, con una caída a una tasa anualizada del 3,4 % anual, lo que indica que fue un sector fuertemente afectado por la retracción económica del país, según se puede observar en el Gráfico 9.

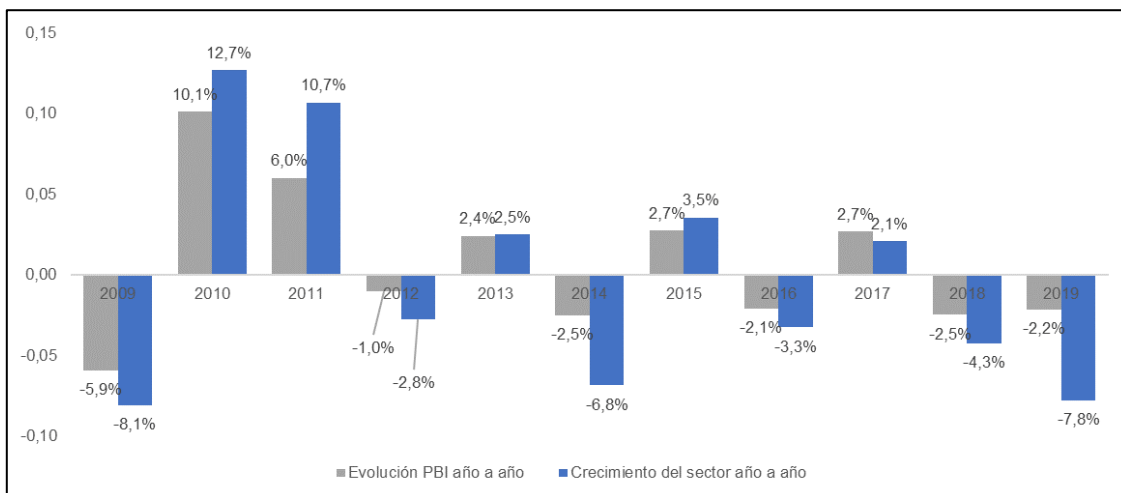


Gráfico 9. Evolución interanual del PBI versus la evolución interanual del sector comercio y reparaciones. Fuente: Elaboración propia basada en estadísticas del INDEC.

4.2 Reseña histórica

Galt SRL es una empresa que se dedica a la venta de calzado, prendas y accesorios de vestir al por menor para mujeres, con tres locales de venta al público, dos en la ciudad de Rosario y uno en la ciudad de Santa Fe, fundada por una profesional del área de ciencias económicas. La venta se realiza personalmente, con solo un 1 % de la facturación a través de venta telefónica y envío a domicilio, enfocándose en clientes de poder adquisitivo medio y alto.

La empresa comienza sus operaciones en marzo de 2016, con la compra de una franquicia. Esta compra se realiza sobre un local de venta al público ya en funcionamiento en un shopping de la ciudad de Rosario. Para ese entonces la empresa contaba con 6 empleados: 1 contador, 1 encargada de local y 4 vendedoras.

Gracias al crecimiento experimentado en el primer año de operación y los buenos resultados obtenidos, la empresa se expande con la apertura de un segundo local en septiembre de 2017 en un shopping de la ciudad de Santa Fe. Se trata también de un local exclusivo de la marca, que genera 4 puestos de trabajo en la ciudad. El local estuvo inicialmente enfocado en la venta de calzado, para luego incorporar la línea de indumentaria a partir marzo 2018.

Si bien hacia mediados del año 2018 la empresa comenzó a mostrar complicaciones financieras y debió recurrir a financiación bancaria de corto plazo, dichas dificultades no

frenaron la expansión de la empresa y, en marzo de 2019, realiza la apertura de un tercer local, ubicado en la ciudad de Rosario. La inversión se realiza en sociedad con otra empresa, tratándose de un local multimarca y que no vende exclusivamente productos de la franquicia.

4.3 Dirección de la empresa

La dirección de la empresa está a cargo de su dueña, que es apoyada en primera línea en las decisiones por tres encargadas de local y una contadora.

Al tratarse de una franquicia, muchas de las decisiones se deben tomar también en conjunto con los dueños de la marca, no teniendo el directorio de Galt SRL la posibilidad de decidir sobre todos los aspectos del negocio. Y, en el caso del local multimarca, se debe involucrar también a los socios a la hora de tomar una definición.

4.4 Recursos Humanos

Luego del crecimiento experimentado en el último año, la empresa cuenta con 3 locales y 12 empleados: 1 contador, 3 encargadas de locales y 8 vendedoras.

4.5 Perfil de clientes

Los ingresos de la compañía provienen de la venta al por menor de calzado, indumentaria y accesorios. Los clientes objetivo de la empresa son mujeres de entre 15 y 65 años, con poder adquisitivo medio y alto, con residencia en las ciudades de Rosario, de Santa Fe, y alrededores.

El abanico de clientes puede segmentarse en tres categorías:

- Cientes de temporada: son aquellos clientes que realizan una compra puntual ante cada lanzamiento de temporada. Cada cliente tiene un vendedor asociado, por lo que se trata de una compra totalmente personalizada. Son clientes con poca frecuencia de compra, pero cada compra que realizan es de monto elevado.
- Cientes habituales: se trata de clientes que realizan compras al menos una vez al mes, pero donde cada compra es de un monto inferior al caso de clientes de temporada. Son, junto con los clientes de temporada, muy fieles a la marca.
- Cientes esporádicos: se trata de clientes que realizan compras esporádicamente muy puntuales, normalmente en momento de promociones o liquidaciones. Son consumidores que la empresa busca fidelizar.

Desde el comienzo de la nueva gestión, comenzó un proceso de fidelización de clientes, con el armado de una base de datos ante cada compra, con el objetivo de mejorar la

comunicación y el contacto de la empresa tales clientes, a través del envío de información por correo electrónico y redes sociales. La fidelidad de los clientes promueve la sustentabilidad de tus ingresos y, además, representa una fuente clave de información, por lo que el directorio hace especial foco en este punto.

4.6 Línea de productos

La empresa cuenta con dos líneas de producto bien diferenciadas: calzado e indumentaria.

De acuerdo con el cierre contable del último período, la venta de calzado representó el 80 % de la facturación, mientras que la línea de indumentaria representó el 20 % del total.

Dentro de la venta de calzado, se pueden identificar las siguientes categorías:

- Artesanales: son atemporales y de elaboración artesanal, elaborados para fiestas y eventos especiales. Son los productos de mayor precio.
- Nacionales: productos de diseño y elaboración propia de la marca, pero en este caso producidos industrialmente. Son los productos de mayor rotación, con un posicionamiento de precios en el rango medio.
- Importados: se trata de zapatos importados, con precios más accesibles y enfocados en la clientela de menor poder adquisitivo.

En cuanto a la categoría “indumentaria”, existen los siguientes productos:

- Bolsos y carteras
- Pantalones
- Remeras
- Camperas
- Vestidos

El precio promedio de venta de artículos es aproximadamente un 60 % menor al de calzado, pero se trata de productos que otorgan mejor margen bruto y que se busca impulsar.

4.7 Gestión comercial

Al tratarse de un modelo de franquicia, desde el punto de vista comercial, los alcances de la gestión que puede hacer el directorio para alcanzar los objetivos mensuales de ventas son limitados.

El franquiciante tiene un especial cuidado en lo que se refiere a la imagen de marca, por lo que son los responsables de las campañas de marketing y no es potestad del franquiciatario realizar publicidades por su cuenta, teniendo solo permitido el marketing

a través de cuentas en redes sociales que estén alienados a los estándares establecidos por la marca. Asimismo, si el directorio tiene la intención de auspiciar o participar de eventos debe pedir autorizaciones. El diseño de los locales debe ser aprobado por la marca, como así también la exposición y disposición de la mercadería dentro de estos. Desde el punto de vista del establecimiento de los precios de venta al público, estos vienen dados por el franquiciante y no pueden ser modificados por el franquiciatario, ya que están establecidos a nivel país. En el mismo sentido, el franquiciatario también está obligado a adherirse a gran parte de las promociones que haga la marca a nivel nacional, como descuentos o financiaciones, por lo que las posibilidades de gestión en este punto son muy limitadas. Las decisiones que sí puede tomar el directorio de Galt SRL en cuanto a precios de venta al público está asociado a la posibilidad de adherirse o no a promociones efectuadas por los shoppings donde se encuentran los comercios, como así también decisiones en cuanto a liquidación de productos en los meses en que la marca las realiza.

4.8 Proceso de compra de inventario

Existen dos períodos muy diferenciados en lo que respecta a los productos que vende la empresa:

- Período marzo-agosto, denominado “temporada de invierno”
- Período septiembre-febrero, denominado “temporada de verano”

Durante los meses de marzo y septiembre se realizan los lanzamientos de temporada de invierno y verano respectivamente, mientras que en los meses de agosto y febrero se realizan las liquidaciones de los productos, ya que cada temporada es diferente a la anterior y los productos se vuelven “obsoletos”.

Dos meses antes del lanzamiento de cada temporada, el franquiciatario debe realizar la compra al franquiciante de los productos que estima vender durante toda la temporada, definiendo específicamente modelos y cantidades de cada uno. Al realizarse este pedido con tanta anticipación, cobra especial importancia el proceso de planificación de ventas existente. En caso de realizar un pedido que luego resulta por debajo de la venta real, el franquiciatario tiene la posibilidad de ampliar el pedido, pero a un costo mucho mayor. Por otro lado, en caso de que el pedido inicial sea muy grande y esté muy por debajo de la venta, el franquiciatario tendrá mayor capital inmovilizado en inventario. Este punto resulta por lo tanto un factor estratégico y de vital importancia para la gestión del negocio.

En el momento de realizar el pedido, también debe extenderse el plan de pagos por dicho pedido al franquiciante. Actualmente, para definir el plan de pagos, el directorio realiza una evaluación de la venta mensual que posee, y en función de eso extiende los cheques, alineando los pagos mensuales a la estimación de costo de mercadería vendida de dicho mes.

4.9 Crecimiento

La visión del nuevo directorio era darle un nuevo impulso a la marca en la ciudad de Rosario, otorgándole inicialmente un mejor posicionamiento y expansión y luego buscar la extenderse regionalmente.

La estrategia para lograr estos objetivos se basó en tres pilares:

- Crecimiento de ventas de la línea indumentaria, que al momento de la compra de la franquicia representaba solo el 10 % de la facturación.
- Lograr penetración de la marca especialmente en el público joven, entre 15 y 30 años, mediante la implementación de marketing digital a través de redes sociales.
- Buscar una mayor personalización en la venta, donde cada vendedora tiene clientes asignadas, y brindar, así, una mejor experiencia de compra.

Mediante la implementación de esta estrategia y el crecimiento experimentado a través de la apertura de nuevos locales, la empresa tuvo, en el período 2016-2019, un crecimiento de su facturación a una tasa anual del 43 %. Este crecimiento se encuentra por encima de la inflación promedio anual que existió en el país para “prendas de vestir y calzado” y por encima del crecimiento del sector “comercio mayorista, minorista y reparaciones”, según se puede ver en el Gráfico 10. Con el objetivo de evitar las distorsiones producidas por el contexto inflacionario en la Argentina, se realizó también un análisis de la evolución de las unidades vendidas, donde se pudo observar que el ritmo de crecimiento promedio fue del 11 % anual.

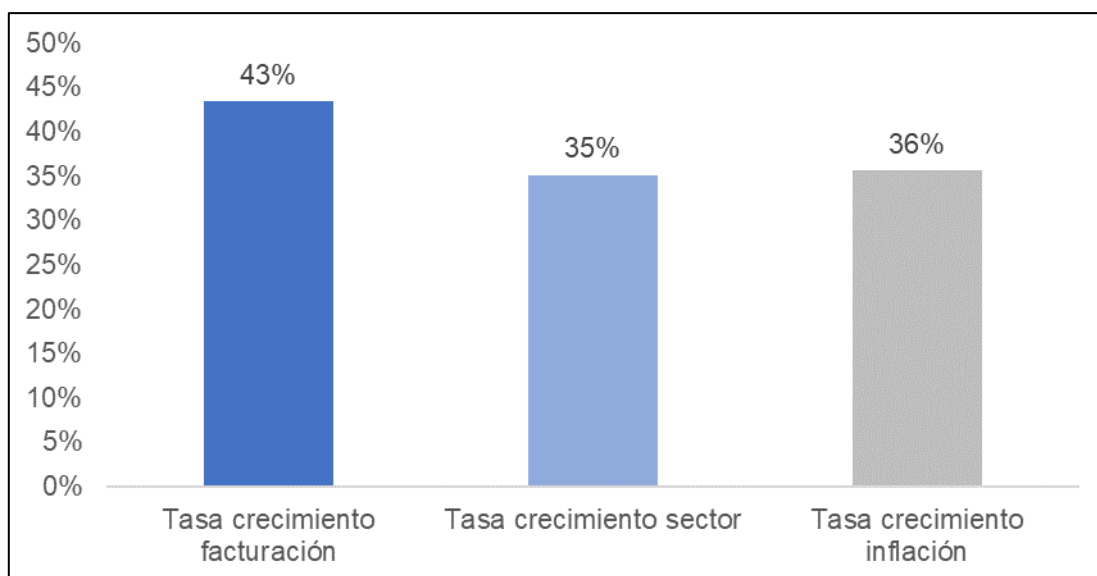


Gráfico 10. Tasa de crecimiento anual de facturación en el período 2016 a 2019, comparado con el sector comercio y la inflación del rubro. Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa e información del INDEC.

4.10 Estrés financiero

El repunte de la actividad económica en el país para finales de 2016 y el impulso que tuvo la marca en la ciudad mediante esta nueva gestión permitió obtener muy buenos resultados durante el primer año de operación, mostrando un crecimiento significativo en las ventas y resultados, lo cual impulsó a directorio a decidir la apertura de un segundo local de venta al público en septiembre de 2017 con capital propio. Si bien los resultados continuaron acompañando y la empresa mostraba ganancias, se comenzó a ver una situación de estrés financiero de corto plazo hacia mediados del año 2018 que no se había vivido anteriormente, llevando a la necesidad de negociar financiación bancaria de muy corto plazo para poder atender los pagos comprometidos a los proveedores, incrementando los gastos por intereses.

En marzo del año 2019 continúa la expansión del negocio, con la apertura de un tercer local de venta al público, en sociedad con otra firma, también en la ciudad de Rosario. Debido a la situación de estrés financiero que estaba atravesando la compañía, se resolvió financiar la expansión con un préstamo de largo plazo en dólares.

Pese a continuar mostrando resultados netos positivos, a partir de mayo de 2019, la situación de estrés financiero de corto plazo se agrava, incrementando el costo por pago de intereses y ya no siendo suficiente la financiación de corto plazo otorgada por el banco a través de los descubiertos bancarios. Esto hizo que el directorio deba buscar alternativas de financiación para poder continuar con las operaciones y el pago comprometido a los proveedores, ya que el directorio buscaba mantener buenas

relaciones comerciales con el franquiciante y no tenía intenciones de interrumpir ni reestructurar los pagos comprometidos. Debido a las altas tasas de interés de los préstamos bancarios en pesos, el directorio decidió incurrir en un nuevo préstamo en moneda extranjera (USD), pero en este caso con el objetivo de financiar las operaciones de corto plazo y no enfocado en el crecimiento de la compañía.

Esta situación generó desconcierto en los dueños de la empresa, ya que durante los últimos 18 meses las necesidades de financiación incrementaron drásticamente, pese a que el estado de resultados continuaba mostrando ingresos positivos.

A lo largo del siguiente capítulo, se hará foco en entender las causas que llevaron a la empresa a esta situación de estrés financiero, donde la falta de liquidez compromete mes a mes el pago de los compromisos asumidos.

Capítulo 5. Análisis financiero de la empresa

A partir del siguiente capítulo se analizará a la empresa en función de la revisión teórica realizada anteriormente.

Inicialmente se realizará un estudio de sus estados contables, que serán sometidos a un análisis a través de *ratios* para entender la evolución de la empresa y obtener un diagnóstico concreto de su evolución, entendiendo cuales fueron las políticas y decisiones que la llevaron a la situación actual.

Posteriormente y una vez comprendidas las causas, se realizará una propuesta de estrategia para el manejo de las finanzas operativas, junto con una serie de herramientas que contribuyan a una mejora en la previsión, planificación y gestión financiera de las operaciones.

5.1 Estados contables

En la Tabla 2 se pueden observar de forma resumida las principales variables de los tres estados contables, a los fines de realizar un análisis horizontal para ver la evolución de la empresa.

Tabla 2.

Resumen de las principales variables de los estados contables.

Concepto	2016	2017	2018	2019
Ventas	\$ 17.659	\$ 25.421	\$ 42.654	\$ 51.313
EBITDA	\$ 1.200	\$ 2.200	\$ 1.814	\$ 4.222
Intereses financieros	\$ 22	\$ 58	\$ 238	\$ 360
Diferencias por tipo de cambio	\$ 0	\$ 0	\$ 522	\$ 2.346
Resultado neto	\$ 834	\$ 1.242	\$ 333	\$ 319
EBITDA/VENTAS	6,8%	8,7%	4,3%	8,2%
Activo circulante	\$ 4.438	\$ 7.243	\$ 13.262	\$ 16.287
Activo fijo	\$ 27	\$ 791	\$ 862	\$ 1.213
Total Activo	\$ 4.465	\$ 8.034	\$ 14.124	\$ 17.500
Pasivo circulante	\$ 1.833	\$ 4.340	\$ 7.520	\$ 5.963
Pasivo fijo	\$ 0	\$ 0	\$ 1.398	\$ 6.013
Total Pasivo	\$ 1.833	\$ 4.340	\$ 8.918	\$ 11.975
Patrimonio neto	\$ 2.632	\$ 3.694	\$ 5.206	\$ 5.525
Variación efectivo por operación	-\$ 834	\$ 149	-\$ 241	-\$ 846
Variación efectivo por inversiones	-\$ 34	-\$ 1.146	-\$ 625	-\$ 1.443
Variación efectivo por financiación	\$ 1.798	\$ 97	\$ 1.022	\$ 2.371
Cash flow	\$ 930	-\$ 900	\$ 156	\$ 82

Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa. Valores expresados en miles de pesos.

En primera instancia, y tal como se pudo observar en el capítulo anterior, la venta mostró un crecimiento sostenido, a un ritmo anual que estuvo por encima de la inflación de los artículos del rubro y por encima de la evolución del sector comercio en el país, lo que habla de un crecimiento genuino de ventas de la empresa. Este crecimiento se puede observar no solo a través de la facturación bruta sino también de la cantidad de unidades vendidas, que creció anualmente a un ritmo del 11 % anual. En la Tabla 3 se puede observar una comparación entre las tasas anuales de variación de venta, inflación, sector y unidades vendidas.

Tabla 3.

Tasa de crecimiento anual de ventas vs inflación y sector

Concepto	Total
Tasa de crecimiento anual de ventas	43%
Tasa de crecimiento anual de la inflación	35%
Tasa de crecimiento anual del sector	36%
Tasa de crecimiento anual de unidades vendidas	11%

Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa e información del INDEC.

Las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA) resultaron siempre positivas, y representaron, en promedio a lo largo de los cuatro períodos, un 7 % de la venta, lo que indica que la operación pareciera estar generando buenos resultados. Sin embargo, el resultado neto fue deteriorándose a lo largo de los años, afectado inicialmente por el aumento de los gastos por intereses por la deuda de corto plazo incurrida y luego por los resultados negativos por diferencias de tipo de cambio, propio de la fuerte devaluación que sufrió el peso frente al dólar en los años 2018 y 2019, que afectó la deuda total de largo plazo.

Desde el punto de vista del estado de situación patrimonial, lo primero que se puede observar es que el activo se cuadruplicó en cuatro años, y se compone principalmente de activo circulante, con muy poca participación del activo fijo respecto del total. Esto se explica por la modalidad de operación de la empresa, que no cuenta con locales propios, sino que son los tres arrendados. La inversión en activo fijo se trata principalmente de equipamiento y estructura de los locales, en tanto el activo circulante se trata mayormente de inventarios y cuentas por cobrar de los clientes.

Analizando el pasivo y el patrimonio neto, se puede observar que la empresa comienza sus operaciones con capital propio, sin incurrir en deudas financieras en el primer

período. A partir del tercer cierre contable, la partida de deuda financiera de largo plazo crece, con un nuevo salto muy importante en el último período, pasando a explicar la mitad del pasivo. En cuanto al patrimonio neto, este crece a partir de los beneficios retenidos, y un aporte de capital comparativamente pequeño.

Finalmente, estudiando el estado de flujo de efectivo, se puede observar que las actividades de operación generaron un flujo positivo de efectivo solo en uno de los cuatro períodos, demandando en los cuatro años analizados un total de \$1.772.449. Así mismo, pese a no obtener un flujo positivo a través de las actividades de operación, la empresa destinó dinero a las actividades de inversión para la expansión y apertura de nuevos locales comerciales, en los años cerrados en los períodos 2017 y 2019. En total se destinaron \$3.247.457 a la expansión del activo fijo, haciendo que el déficit generado entre las actividades de operación y de inversión ascendiera a \$5.019.956, que fue financiado en el primer año de operación con aportes de capital propio y en los siguientes a través de la toma de deuda financiera de corto y largo plazo.

5.2 Análisis por *ratios*

Una vez analizados los estados contables, se continuará con el análisis por *ratios*. De esta manera se podrá tener información concreta de la evolución del funcionamiento de la empresa de una forma fácilmente comparable, que nos permita luego llegar a un diagnóstico claro. En la Tabla 4, se pueden observar los distintos *ratios* analizados, agrupados en diferentes categorías.

Tabla 4.

Principales ratios analizados.

Categoría ratio	Nombre ratio	2016	2017	2018	2019
Liquidez	Liquidez corriente	2,42	1,67	1,76	2,73
Liquidez	Prueba ácida	1,20	0,93	0,57	0,99
Liquidez	Días de caja	20,62	0,47	1,80	2,19
Operativo	Días de cobro	10	26	18	27
Operativo	Días de stock	80	79	128	139
Operativo	Días de pago	49	84	93	61
Operativo	Cash conversion cycle	41	21	54	106
Endeudamiento	Pasivo sobre patrimonio neto	70%	117%	171%	217%
Endeudamiento	Endeudamiento total	26%	37%	46%	52%
Endeudamiento	Endeudamiento financiero sobre patrimonio	0%	8%	34%	117%
Endeudamiento	Endeudamiento sobre activo	0%	3%	12%	37%
Endeudamiento	EBITDA/Intereses	54	38	8	12
Rentabilidad	ROE	31,7%	33,6%	6,4%	5,8%
Rentabilidad	ROA	18,7%	15,5%	2,4%	1,8%
Rentabilidad	Margen bruto	43,2%	42,9%	40,9%	47,7%
Rentabilidad	Margen neto	4,7%	4,9%	0,8%	0,6%
Rentabilidad	EBITDA/VTAS	6,8%	8,7%	4,3%	8,2%

Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa.

La liquidez corriente, calculada como activo corriente respecto al pasivo corriente, no muestra un comportamiento ni tendencia marcados, oscilando en todos los períodos alrededor de dos. Un comportamiento similar se puede observar en el *ratio* de prueba ácida, calculado como el activo corriente sin inventarios respecto del pasivo corriente, que muestra una evolución hacia la baja en los tres primeros períodos, para finalmente volver a subir en el último cierre. Finalmente, en los días de caja, se puede observar un deterioro marcado, alineado a la situación de estrés financiero que vive la empresa, con una tenencia en efectivo en los últimos períodos que rondan los dos días de operación.

Desde el punto de vista operativo, como se puede observar en la Tabla 2, los días de cobro no muestran un patrón definido, oscilando entre los 18 y 27 días en los últimos tres períodos. En cuanto a los días de stock, sí mostraron una suba sostenida, con un salto de los 80 días para los primeros dos períodos a 140 días en el último cierre contable. Este último punto puede explicarse por dos factores: crecimiento de la empresa y situación económica del país. La expansión y la apertura de nuevos locales de venta al público en el transcurso del 2017 y 2019 agregó una cuota de incertidumbre a las proyecciones de ventas ya que, al no contar con historia, se hace difícil tener una estimación precisa de los volúmenes a vender. Esto pudo llevar a realizar compras por encima de la venta genuina, y producir niveles de inventario superiores a los esperados

a fin del período. Respecto del contexto económico, como se mencionó anteriormente, en los años 2018 y 2019 el país sufrió una fuerte contracción económica, con caídas del PBI del 2,5 % y 2,2 % respectivamente. Esta situación generó un impacto importante sobre el rubro de comercio al por menor, que se trasladó a menores niveles de venta en la empresa.

Finalmente, en cuanto a los días de pago a proveedores, si bien estos muestran cierta variabilidad, en términos generales se puede observar un aumento, que se explica en parte por la necesidad de financiar el importante aumento en los días de stock que se mencionó anteriormente.

Continuando el análisis con los *ratios* de endeudamiento, se puede observar un cambio en la modalidad de financiación del activo, con una estructura donde la deuda fue ganando cada vez más peso sobre el patrimonio neto, tal como lo refleja el indicador de pasivo respecto al patrimonio neto, que triplicó su valor en cuatro años. El *ratio* de endeudamiento total duplicó su valor en el transcurso del período analizado, mientras que el endeudamiento financiero creció desde 0 % en el cierre del año de inicio de las actividades hasta un 117 % en el último período, producto del aumento de la deuda necesario para financiar el activo. En cuanto a los activos fijos, si bien se observó un aumento, este fue en menor cuantía que el aumento del endeudamiento.

Completando el análisis con los *ratios* de rentabilidad, se puede observar una fuerte caída en los indicadores de retorno sobre el patrimonio (ROE) y el retorno sobre activos (ROA), especialmente en los últimos dos cierres donde las partidas de intereses y diferencias de tipo de cambio generaron un deterioro del resultado neto, tal como se puede observar en el Gráfico 11. El margen neto se movió en el mismo sentido que el ROE y ROA, alcanzando valores menores al 1 % sobre la venta en los últimos dos cierres. Sin embargo, el margen bruto no mostró el mismo comportamiento a la baja, y el EBITDA/VENTAS se mantuvo siempre positivo y con un comportamiento un tanto errático.

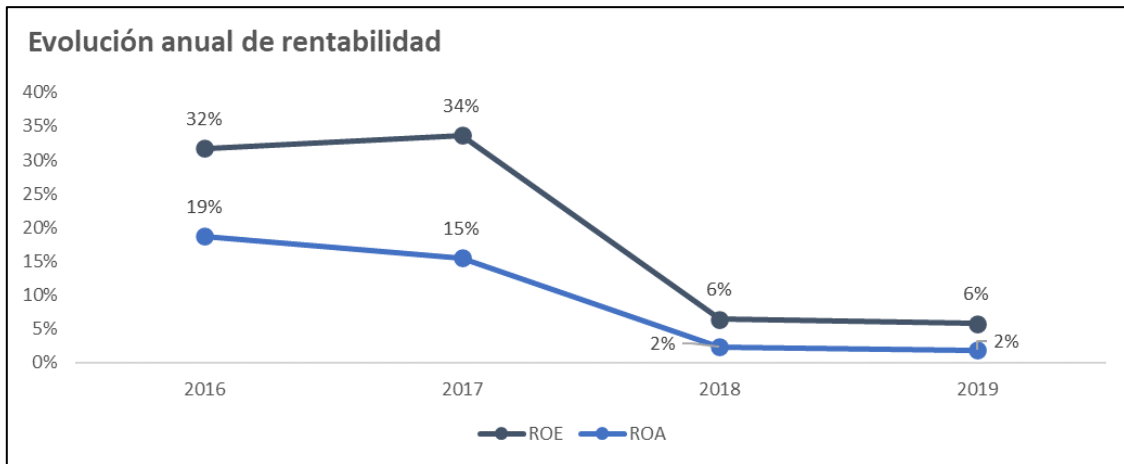


Gráfico 11. Evolución de ratios de rentabilidad. Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa.

5.3 Evolución de necesidad operativa de fondos

En la presente sección, se continuará con el análisis, pero en este caso se abordará el tema desde la perspectiva de los conceptos volcados anteriormente en la teoría sobre necesidades operativas de fondo (“NOF”) y fondo de maniobra (“FM”).

De la teoría volcada anteriormente, se puede recordar que:

- $FM = \text{Recursos permanentes} - \text{activo inmovilizado neto}$.
- $NOF = \text{Activo circulante operativo} - \text{pasivo circulante operativo}$.
- Si $FM > NOF$, la empresa presenta un exceso de efectivo, que puede ser financiado para obtener una rentabilidad.
- Si $FM < NOF$, la empresa necesita recursos negociados (RNCP) de corto plazo para cubrir su necesidad operativa de fondos.

En la Tabla 5 se presenta la evolución de las necesidades operativas de fondos y del fondo de maniobra a lo largo de los cuatro períodos analizados.

Tabla 5.

Evolución de las principales componentes de las NOF y el FM.

Concepto	2016	2017	2018	2019
Activo inmovilizado	\$ 27	\$ 791	\$ 862	\$ 1.213
Deuda financiera de largo plazo	\$ 0	\$ 0	\$ 1.398	\$ 6.013
Patrimonio neto	\$ 2.632	\$ 3.694	\$ 5.206	\$ 5.525
Total recursos permanentes	\$ 2.632	\$ 3.694	\$ 6.604	\$ 11.537
Fondo de maniobra	\$ 2.605	\$ 2.903	\$ 5.742	\$ 10.325
Caja y efectivo operativo	\$ 930	\$ 30	\$ 201	\$ 283
Cuentas por cobrar	\$ 489	\$ 1.836	\$ 2.182	\$ 3.899
Impuestos por cobrar	\$ 779	\$ 2.189	\$ 1.901	\$ 1.743
Inventarios	\$ 2.240	\$ 3.187	\$ 8.978	\$ 10.362
Activo circulante operativo	\$ 4.438	\$ 7.243	\$ 13.262	\$ 16.287
Cuentas por pagar	\$ 1.368	\$ 3.385	\$ 6.518	\$ 4.513
Impuestos por pagar	\$ 307	\$ 426	\$ 257	\$ 345
Sueldos y cargas sociales	\$ 158	\$ 251	\$ 389	\$ 645
Recursos espontáneos	\$ 1.833	\$ 4.063	\$ 7.164	\$ 5.504
Necesidad operativa de fondos	\$ 2.605	\$ 3.181	\$ 6.098	\$ 10.784
Recursos negociados de corto plazo	\$ 0	\$ 277	\$ 356	\$ 459

Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa. Valores expresados en miles de pesos.

En primer lugar, se puede observar que el fondo de maniobra resulta en todos los casos mayor que 0, lo que indica que existe un exceso de recursos permanentes sobre el activo fijo que se utiliza para financiar las actividades operativas de corto plazo.

En segunda instancia, se puede observar que, para el primer período, el valor de la NOF y el FM coinciden, por lo que no hubo ni excesos de caja para ser invertidos ni necesidad de negociar recursos de corto plazo. Sin embargo, para los siguientes períodos, las NOF aumentaron más que el FM, por lo que fue necesario recurrir a los recursos negociados de corto plazo, que mostraron un crecimiento. En conversaciones con el directorio de la empresa, informan que en los últimos dos años no se observó nunca un exceso de tesorería a ser invertido, sino que, por el contrario, la empresa se colocó en posición permanente de demanda de recursos negociados de corto plazo, lo que indica que el FM alcanza a cubrir solo una parte de las NOF permanentes, tratándose de una estrategia de financiación agresiva, aunque sin que esta haya sido buscada o planificada.

Como se puede observar en la Tabla 5 y en el Gráfico 12, las necesidades operativas de fondos mostraron un crecimiento constante, pero muy por encima al crecimiento del negocio en los últimos dos años.

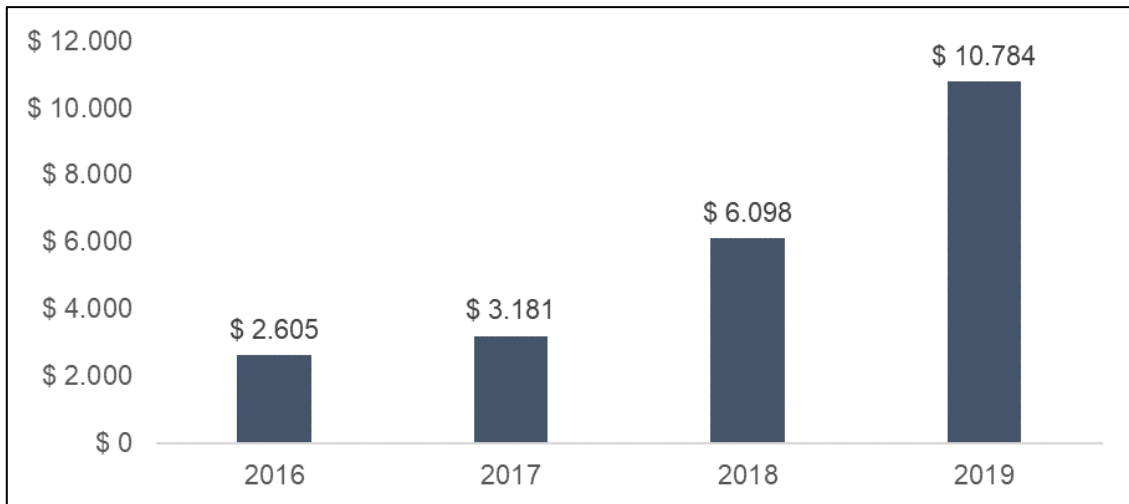


Gráfico 12. Evolución de NOF. Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa. Valores expresados en miles de pesos.

A los fines de entender las causas de este crecimiento, a continuación, se analizará detalladamente cada una de las partidas que componen las NOF. Se puede observar que el crecimiento del activo circulante operativo fue muy importante, mientras que los recursos espontáneos para financiarlo sin costo crecieron, pero no de forma tan acelerada como lo hicieron las partidas del activo circulante, lo que hizo que aumentaran las necesidades totales.

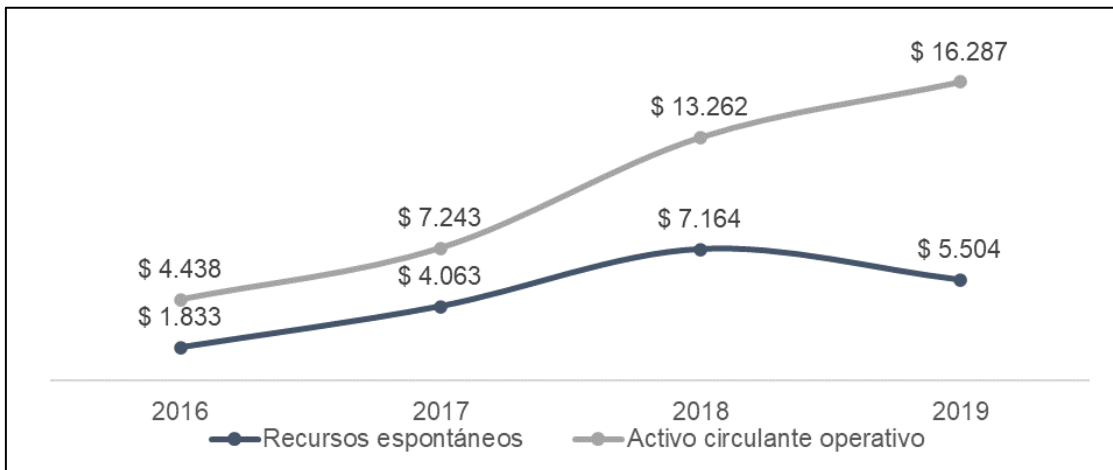


Gráfico 13. Evolución de los recursos espontáneos y del activo circulante. Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa. Valores en miles de pesos.

Desde el punto de vista del activo circulante, el mayor crecimiento se puede ver en los inventarios, lo cual se vio reflejado a través del indicador de días de stock de la Tabla 4, donde los stocks que presentaba la empresa al cierre del período equivalían a casi cinco meses de ventas en el último período. La partida de caja y efectivo disminuyó hasta niveles muy bajos, no alcanzando a cubrir dos días de operación, mientras que las

cuentas por cobrar a clientes aumentaron, pero de forma más controlada, lo cual resulta esperable considerando el crecimiento en ventas que tuvo la empresa y la escasa gestión sobre el aspecto comercial a clientes que puede realizar al tratarse de un modelo de franquicia. En el Gráfico 14, se puede observar cómo se compone el activo circulante en el último período analizado, con una fuerte participación de los inventarios.

Este crecimiento de inventarios no fue planificado, pero va en línea con la política de stocks de la empresa, ya que el directorio opta por mantener stocks de productos terminados altos para tratar de capturar todas las ventas posibles, reduciendo el costo oculto de pérdida de ventas por faltante de mercadería.

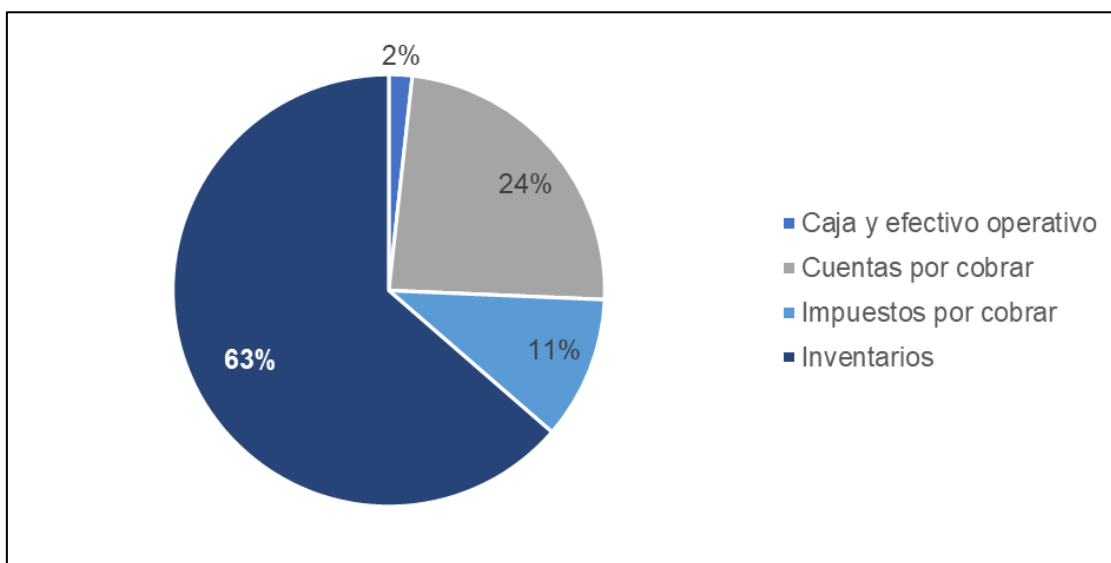


Gráfico 14. Composición del activo circulante a cierre de período 2019. Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa.

Desde el punto de vista de los recursos espontáneos, se puede observar que no hubo un crecimiento marcado en los impuestos por pagar ni en los sueldos o cargas sociales, pero si se observó un aumento en las cuentas por pagar a proveedores, especialmente en el período correspondiente nuevamente al tercer período.

La combinación de la evolución de las partidas comentadas en el punto anterior hizo que el ciclo de conversión de caja aumentara, pasando de 41 días en el primer año de operación a 106 días en el último, como se puede observar en el Gráfico 15. Este indicador está directamente relacionado con las necesidades operativas de fondos, ya que como se revisó en la teoría, queda determinado por los días de inventario, los días de cobro y los días de pago a proveedores, que resultan ser las tres principales partidas que determinan la necesidad operativa de fondos.

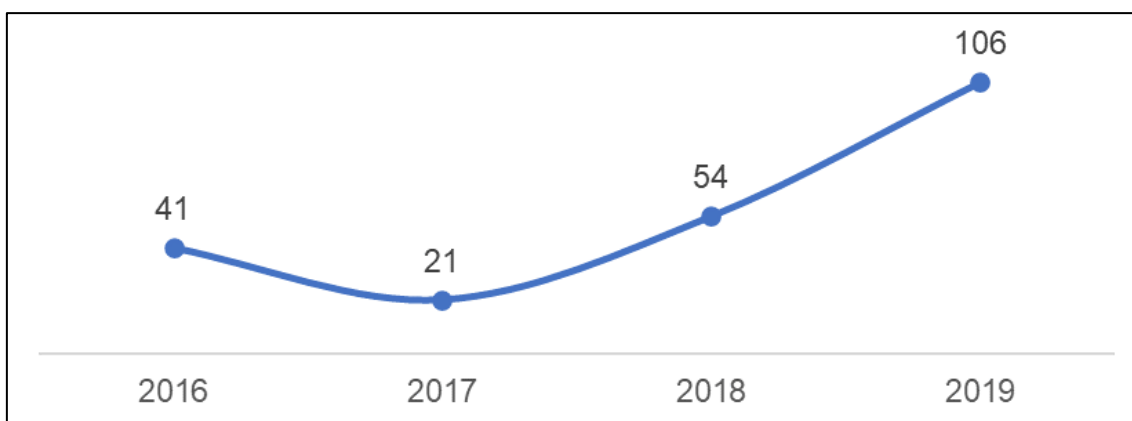


Gráfico 15. Ciclo de conversión de caja. Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa.

Como se planteó anteriormente en la teoría, de acuerdo con el autor Faus, las necesidades operativas de fondo están directamente vinculadas al nivel de actividad de una empresa, por lo que aumentan proporcionalmente al ritmo de crecimiento si las políticas de cobro, pago e inventarios no se modifican. Bajo esta teoría, es esperable un crecimiento de las NOF en el contexto de crecimiento experimentado por la empresa.

En la Tabla 6 se puede observar el *ratio* anual de crecimiento de las principales partidas de la NOF, comparadas con el *ratio* anual de crecimiento de las ventas. En este se puede observar que las NOF crecieron anualmente a un ritmo del 61 %, mientras que la facturación lo hizo a un 43 %. Esto parece indicar que las condiciones de cobro, pago, o políticas de inventarios se vieron modificadas. Los activos corrientes crecieron anualmente un 11 % por encima de la facturación, pero al desglosarlo se puede ver que la partida de inventarios fue la que generó las distorsiones, ya que el resto de las cuentas del activo crecieron por debajo del negocio. En cuanto a los recursos espontáneos, el crecimiento experimentado fue del 44 % anual, alineado al crecimiento del nivel de operación de la empresa.

Tabla 6.

Ratios anuales de crecimiento en el período 2016-2019.

Variable de análisis	Ratio anual de crecimiento
Ventas	43%
Necesidad operativa de fondos	61%
Activo corriente	54%
Recursos espontáneos	44%

Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa.

5.4 Financiación de las necesidades operativas de fondos

El fuerte crecimiento de las necesidades operativas de fondos debe ser financiado. Dicha financiación se puede realizar a través de 2 canales, que son el fondo de maniobra y recursos negociados de corto plazo. El fondo de maniobra puede ser calculado como activo inmovilizado menos recursos permanentes, donde estos últimos se calculan como la deuda financiera de largo plazo más el patrimonio neto.

Tal como se mencionó en capítulos anteriores y se puede observar en la Tabla 5, el activo inmovilizado representa un porcentaje muy pequeño de la estructura financiera de la empresa, ya que no cuenta con locales propios, sino que se trata solo de inversión en planta y equipo, que son de relativamente bajo monto y van amortizándose año a año. En cuanto a los recursos permanentes, se observa que a partir del tercer período comienzan a aumentar a mayor velocidad. Esto se debe a que la empresa debió buscar financiación para su necesidad operativa de fondos, de forma imprevista y en un contexto económico poco favorable en el país para la toma de créditos bancarios de corto plazo que permitieran cubrir las NOF a través de recursos negociados de corto plazo. Ante esta situación, se resolvió tomar deuda de largo plazo en moneda extranjera, incrementando de esta manera el fondo de maniobra disponible, pero exponiéndose al riesgo de tipo de cambio sin cobertura alguna, en una situación de elevada volatilidad política-económica en el país. Asimismo, y no siendo esto suficiente, debió recurrir a financiaciones de corto plazo, que, si bien parecen de relativamente bajo monto, tuvo picos estacionales a lo largo de los distintos meses que llevaron incurrir en deuda financiera de corto plazo, incrementando los gastos por intereses.

En el Gráfico 16 se puede observar cómo evolucionaron las tres partidas:

- NOF
- FM
- Recursos negociados

El FM creció junto con las NOF, lo cual puede ser interpretado como buena señal, ya que los recursos de largo plazo parecieran haber acompañado al negocio. Sin embargo, como punto negativo, este crecimiento no se dio a través de beneficios retenidos, ya que estos fueron destinados a la expansión del negocio, sino que se trató de un aumento debido a deuda de largo plazo que se vio forzada a tomar el directorio por la situación antes descrita, que no permitió acceder a financiaciones bancarias de corto plazo a través de descubiertos bancarios en los montos que eran necesarios a tasas razonables.

Esto se confirma si se analiza la partida de recursos negociados de corto plazo, donde se puede ver que dicha partida prácticamente no creció pese al crecimiento de la operación, indicando dificultades de acceso al crédito.

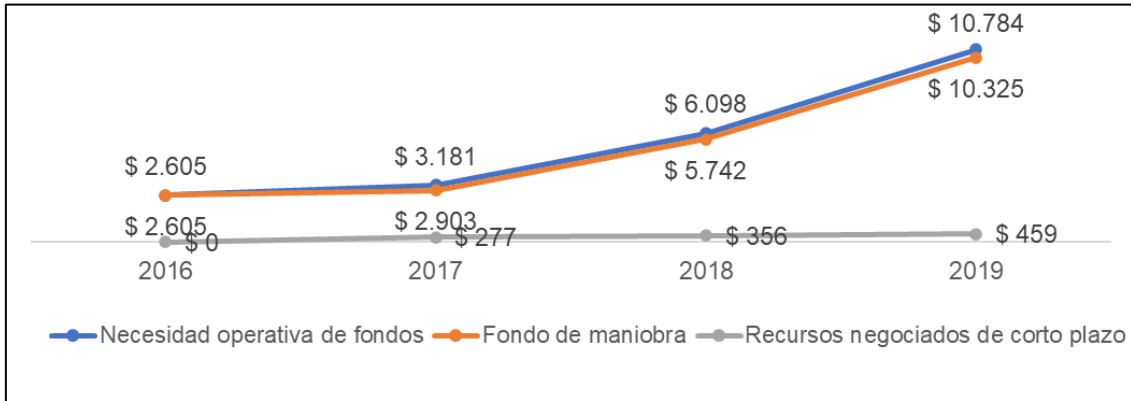


Gráfico 16. Evolución de NOF, FM y RNCP. Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa.

Capítulo 6. Diagnóstico

A lo largo de los análisis antes realizados y las entrevistas con los directivos, se pudo observar que el directorio mantiene una política expansiva de la compañía, con resultados positivos desde el punto de vista del aumento de las ventas. Pese a la crisis existente en el país en los últimos dos años, la empresa mostró un crecimiento real de sus ventas, por encima de la inflación y del crecimiento del sector, gracias a las políticas de marketing a través de redes y la realización de eventos sociales para atraer clientes, junto con la apertura de nuevos locales comerciales en puntos estratégicos.

Al analizar los estados de resultado se pudo observar que la operación de la empresa se muestra sólida, con EBITDA positivos y sostenidos en todos los años. Sin embargo, el resultado neto, si bien fue positivo todos los años, mostró un importante deterioro en los últimos dos períodos.

Pese a los resultados positivos, se generó efectivo producto de las actividades de operación en solo uno de los cuatro años de operación analizados, mientras que, si se suma también la variación de efectivo producto de sus actividades de inversión, se puede observar que existió un flujo negativo de efectivo en todos los períodos contables. Esto se debe a que la empresa realizó inversiones en activos fijos para la apertura de dichos locales en los años 2017 y 2019, demandando liquidez.

La expansión y el crecimiento generó un aumento de la necesidad operativa de fondos que el directorio no previó correctamente. Existió un importante crecimiento del activo circulante, que no llegó a ser financiado en su totalidad con recursos espontáneos sin costo. La partida de cuentas por cobrar mostró un crecimiento sostenido pero alineado a la expansión del negocio, mientras que los inventarios mostraron un aumento descontrolado especialmente en los últimos dos cierres contables, lo que incrementó los días del ciclo de conversión de caja demandando efectivo. Esta combinación de factores llevó a la empresa a una situación de falta de liquidez no planificada, que no pudo ser cubierta con recursos negociados de corto plazo y obligó a incurrir en deudas en moneda extranjera de largo plazo para incrementar el fondo de maniobra y acompañar la evolución de las necesidades operativas de fondos. Sin embargo, estas decisiones produjeron un deterioro en los resultados netos, con el consecuente impacto sobre la rentabilidad del capital y de los activos, producto de los intereses pagados por la deuda financiera de corto plazo y de las diferencias por tipo de cambio producidas por la deuda de largo plazo en moneda extranjera, para la cual no se tomó la cobertura adecuada.

En resumen, del análisis se pueden concluir los siguientes puntos:

- La empresa atraviesa una situación de falta de liquidez, donde los días de caja son extremadamente reducidos, poniendo continuamente en riesgo el pago de sus obligaciones.
- El negocio no está generando flujos de efectivo positivos, producto principalmente de la continua expansión que está experimentando.
- Los descubiertos bancarios de corto plazo están siendo utilizados en su totalidad.
- Cuando se realizaron las aperturas de nuevos locales se cuantificó el monto de la inversión necesaria en el activo fijo, pero no se contemplaron los aumentos de las necesidades operativas de fondos, que resultaron ser de mayor cuantía que la inversión en activo fijo realizada.
- El crecimiento descontrolado y no planificado de la necesidad operativa de fondos llevó a incurrir en deuda financiera en moneda extranjera, sumando un riesgo de descalce de monedas que no fue correctamente previsto ni cubierto.
- La fuerte devaluación que sufrió el peso contra el dólar en la Argentina en los años 2018 y 2019 generó un deterioro en los resultados de la empresa debido al impacto de las diferencias de tipo de cambio de su deuda en dólares, generando retornos muy bajos sobre el capital.

Del diagnóstico realizado, se puede concluir que la empresa se encuentra en una situación de estrés financiero de corto plazo, con una política restrictiva de financiación de su activo circulante. El fondo de maniobras creció para acompañar el aumento de las necesidades operativas de fondos, pero lo hizo de manera no planificada y con deuda en moneda extranjera que generó deterioro en los resultados. Quedó en evidencia la falta de mecanismos y herramientas que permitan tener un mejor control y proyección de las finanzas operativas, poniendo en situación de desventaja al directorio. No existen en la empresa proyecciones de flujos de fondos, de estados de resultado o de situación patrimonial, lo cual no permite un correcto planeamiento financiero de corto y mediano

plazo de forma tal de anticiparse a las necesidades de capital y obtener una posición de negociación que permita mejorar los costos de la deuda financiera.

En el siguiente capítulo se realizarán propuestas de mejora para mejorar la situación financiera de la empresa.

Capítulo 7. Propuesta de mejora

A lo largo del presente trabajo, quedó en evidencia que la falta de anticipación fue un hecho determinante para la evolución del negocio. Se pudo observar por tanto que el análisis y la identificación de los factores que afectan las necesidades operativas de fondos constituyen una ayuda esencial para la optimización de las finanzas de la empresa, pudiendo anticipar las necesidades de financiación que tendrá a corto plazo y podrá, por lo tanto, negociarlas con anterioridad.

A continuación, se realizará una propuesta de mejora para el manejo de las finanzas operativas, centrándose en cuatro puntos que se consideraron clave a lo largo del análisis realizado:

- Gestión del activo corriente
- Reestructuración del pasivo.
- Planificación financiera de corto plazo
- Detención temporal de la expansión del negocio

7.1 Gestión del activo corriente

Como se pudo analizar en capítulos anteriores, el crecimiento descontrolado del activo corriente fue determinante en el aumento de las necesidades operativas de fondos, especialmente en los últimos dos períodos. Resulta entonces importante analizar si es factible comenzar un proceso inverso de desinversión para lograr de esta manera liberar efectivo. A la hora de gestionar las partidas del activo corriente se debe tener una visión integral de todo el negocio, a fin de entender cuáles son las posibilidades y campos de acción del directorio y evaluar las consecuencias de cada una de las acciones. A continuación, se realiza una propuesta de mejora para la reducción de las partidas del activo corriente, teniendo en consideración el modelo de operación de la empresa a través de una franquicia, la estacionalidad de las ventas, la obsolescencia de los stocks y el país en el que opera.

Cuentas por cobrar

Se pudo observar, a través del estudio realizado, que la partida de cuentas por cobrar mostró un comportamiento relativamente estable a lo largo de los años analizados, representando en el último período un 24 % del activo corriente total de la compañía. Las posibilidades de acción sobre la política de cobros son muy escasas, ya que el modelo de franquicia obliga a la adhesión de las promociones bancarias que realiza la

compañía y restringe la posibilidad de realizar descuentos por pago en efectivo a criterio del franquiciatario. Por lo tanto, no parece ser una posibilidad trabajar sobre esta cuenta, ya que depende de las decisiones de los dueños de la franquicia y no de las posibilidades de acción del directorio.

Caja y efectivo

La partida de caja y efectivo representó solo el 2 % del activo corriente en el último período, colocando a la empresa en una situación de falta de liquidez que compromete la continuidad de las operaciones. Por lo tanto, es necesario definir una política de caja y efectivo, estableciendo un nivel mínimo de liquidez a mantener de forma permanente, con el objetivo de, por un lado, asegurar el pago de las obligaciones ya asumidas por la empresa, de forma tal de no comprometer la operación, y, por otro lado, con sentido precautorio para poder absorber posibles imprevistos sin que estos generen un impacto grande en el funcionamiento.

No obstante, disponer de capital inmovilizado en forma de efectivo tiene un costo de oportunidad por el rendimiento que se podría obtener de este capital en caso de estar invertido. Por ende, debe buscarse una tenencia de efectivo que permita un compromiso entre el costo del tener efectivo inmovilizado y el costo de falta de liquidez. Contextos de altas tasas de interés como los que se vivieron en los años 2018 y 2019 en Argentina generan un incentivo a mantener los niveles de caja lo más bajo posibles, pero como se pudo relevar a lo largo del estudio, esto pudo haber resultado muy costoso para Galt SRL, ya que, ante imprevistos, obligó al directorio a tomar préstamos onerosos de forma apresurada.

Se recomienda entonces definir una política de caja y efectivo, aumentando los días de caja a un nivel que el directorio considere prudente y a un costo razonable para disminuir el riesgo de falta de liquidez, pero sin generar un costo elevado por el inmovilizado. Existen modelos que permiten definir los niveles óptimos de caja, pero no es objetivo de este trabajo estudiarlos ni analizarlos.

Sin embargo, se pueden realizar escenarios simplificados para tener una noción del orden de magnitud del monto de caja y efectivo. En la Tabla 7 se puede observar cuánto sería el monto a invertir en caja y efectivo si se dispusiera a elevar los días de caja a 5, 10 o 15 días.

Tabla 7.

Monto a invertir en caja y efectivo bajo distintos escenarios.

Escenario	Monto total
Días de caja = 5	\$ 645
Días de caja = 10	\$ 1.290
Días de caja = 15	\$ 1.935

Fuente: Elaboración propia. Valores expresados en miles de pesos.

Impuestos por cobrar

Este es un punto un tanto particular debido a la estructura impositiva del país, con una participación en el último período que fue del 11 %, y fue decreciendo a lo largo de los últimos años. Debido a la baja participación y al hecho de que es un aspecto que debe ser gestionado desde el área contable de la empresa, su estudio y propuesta de mejora no será foco de este trabajo.

Inventarios

En el Gráfico 15, se pudo observar los inventarios fueron la principal partida del activo circulante en el último período, con un 63 % de participación y un fuerte crecimiento en los últimos dos períodos, muy por encima de la expansión del negocio. Una función clave de los responsables de las finanzas de la empresa es definir el nivel óptimo de inventarios, buscando un balance entre los costos de faltante y los costos de tenencia del inventario.

Como se explica en capítulos anteriores, se realiza una compra grande por temporada, para la cual debe estimarse la venta de la siguiente campaña con el mayor nivel de detalle posible. Esta gran anticipación con la que se debe trabajar exige una planificación muy detallada, que resulta a su vez complicada en países con economías tan cambiantes como lo es la Argentina. Por otro lado, esta tarea resulta aún más difícil para los negocios en expansión, ya que deben analizarse escenarios sin una historia clara para utilizar como base para planificar, y que si luego no se cumplen pueden llevar a niveles muy altos de stock o quiebres constantes.

Por otro lado, al tratarse de productos de moda, una vez pasada la temporada el producto debe liquidarse ya que se hace muy difícil poder sostener la venta a precio completo en temporadas futuras.

Los días de stock crecieron de 80 días en el año 2016 a 139 días al cierre del año 2019, es decir, casi 5 meses de ventas. Esto implicó una muy alta inmovilización de capital. En conversaciones con el directorio, este sostiene que 80 días de ventas en stock es un

valor razonable, especialmente considerando que los cierres contables se realizan sobre el final de la temporada.

A continuación, se proyecta un escenario de reducción para determinar cuánto efectivo podría ser liberado en caso de reducir los días de stock a 80 días nuevamente, considerando que el resto de las variables se mantienen en los mismos valores que el último cierre. En la Tabla 8 se puede observar una comparación de cuál fue el capital inmovilizado en stock al último cierre, y cual habría sido en caso de mantener los stocks en niveles razonables de 80 días.

Tabla 8.

Capital inmovilizado en stock según cierre 2019 y escenario de reducción.

Categoría	Real cierre 2019	Escenario reducción
Costo de mercadería vendida	\$ 26.835	\$ 26.835
Días de inventarios	139	80
Inventarios	\$ 10.361	\$ 5.963

Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa. Valores expresados en miles de pesos.

Se puede observar que el monto total de capital liberado habría sido de \$4.397.886. De liberarse este monto de efectivo, una parte de este podría ser utilizado para aumentar los días de caja y llevarlos a niveles que el directorio considere apropiados, y otra parte puede utilizarse para cancelar parte de la deuda de largo plazo en moneda extranjera, de forma de reducir la exposición.

Por supuesto reducir los stocks en esta cuantía no es en lo absoluto sencillo, especialmente al tratarse de productos de moda que se vuelven obsoletos.

La recomendación en este sentido es trazar un plan de mediano plazo que permita trabajar sobre dos frentes.

En primer lugar, se debe atacar la generación del problema, a fin de reducir las probabilidades de que vuelva a ocurrir. Si bien la estrategia de la empresa es mantener niveles altos de inventarios para reducir las ventas perdidas, quedó en evidencia el elevado costo que esto puede significar y que debe ser evaluado. Por lo tanto, a futuro debe realizarse un análisis integral de cuál es el costo de mantener altos niveles de stock. Por otro lado, y si bien puede resultar extremadamente complicado para las PYMES, deben incorporarse a las estimaciones de venta las proyecciones macroeconómicas del país, especialmente en lo referente a la evolución del PBI, ya que se trata un sector altamente sensible a la evolución económica del país.

En segundo lugar, quedó en evidencia que es necesario reducir los elevados stocks que existen actualmente, punto que resulta quizás el más complicado al tratarse de productos obsoletos. De acuerdo con lo visto en la Tabla 8, se deben reducir los inventarios en alrededor de un 40 % para volver a niveles más razonables y alineados a cuando se iniciaron las actividades. Para lograrlo, se proponen tres acciones concretas:

- Realizar las compras futuras de mercadería 5 % por debajo de la proyección de necesidades, de forma tal de comenzar un proceso de reducción progresivo del stock.
- Negociar devoluciones con los dueños de la franquicia, que permitan reducir el riesgo finalizar la temporada con altos stocks.
- Realizar liquidaciones más agresivas sobre los productos más obsoletos, aún si esto implica venderlos sin contribución marginal.

En la Tabla 9, se puede observar la composición del activo circulante de acuerdo con el cierre contable del año 2019, comparado con la distribución teórica bajo un escenario que considere las mejoras propuestas, según las siguientes hipótesis:

- Los días de caja se incrementan de 2 días a 10 días
- Cuentas por cobrar permanecen sin cambios
- Impuestos por cobrar permanecen sin cambios
- Los días de inventario se reducen de 139 días a 80 días

Tabla 9.

Distribución del activo circulante según cierre 2019 comparado con un escenario que contemple las mejoras propuesta.

Partida del activo circulante	Cierre 2019	Propuesta	Variación
Caja y efectivo operativo	\$ 283	\$ 1.290	\$ 1.007
Cuentas por cobrar	\$ 3.899	\$ 3.899	\$ 0
Impuestos por cobrar	\$ 1.743	\$ 1.743	\$ 0
Inventarios	\$ 10.362	\$ 5.963	-\$ 4.399
Total activo circulante	\$ 16.287	\$ 12.895	-\$ 3.392

Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa. Valores expresados en miles de pesos.

Según se puede observar, se incrementa la partida de caja y efectivo, pero se reducen los inventarios, permitiendo liberar más de \$3.300.000 que pueden ser utilizados para, por ejemplo, reducir la deuda de largo plazo en moneda extranjera.

7.2 Reestructuración del pasivo

En el capítulo anterior, se mencionó que uno de los factores que generó un deterioro en los retornos sobre la inversión y sobre los activos de la compañía fue el impacto de la diferencia por tipo de cambio debido a la deuda en moneda extranjera. Reforzando este punto, en la Tabla 10 se puede observar cual fue la evolución del EBITDA, la evolución del resultado neto y cuál fue el impacto negativo generado por las diferencias por tipo de cambio año a año:

Tabla 10.

Evolución de EBITDA, resultado neto y diferencias por tipo de cambio.

Categoría	2016	2017	2018	2019
EBITDA	\$ 1.200	\$ 2.200	\$ 1.814	\$ 4.222
Resultado neto	\$ 834	\$ 1.242	\$ 333	\$ 319
Diferencias por tipo de cambio	\$ 0	\$ 0	\$ 522	\$ 2.346

Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa. Valores expresados en miles de pesos.

Se puede observar que, en el ejercicio contable 2018, el impacto negativo por las diferencias en la cotización de la moneda representó el 28 % del EBITDA generado, y equivale a aproximadamente 1,5 veces el resultado neto obtenido. Esto se agrava en el cierre 2019, donde las diferencias por tipo de cambio representaron el 56 % del EBITDA generado y más de siete veces el resultado neto. Por otro lado, en el último cierre, la deuda extranjera en dólares representó el 50 % del pasivo y equivale al 34 % del activo, lo que indica que son valores muy elevados.

Esto deja en evidencia lo comentado anteriormente respecto de que la deuda está generando un deterioro importante en la cuenta de resultados. Existe un descalce de monedas entre la moneda en la cual se generan los ingresos y los pasivos, lo que genera un riesgo cambiario muy importante y que debe ser reducido. Por otro lado, las perspectivas del país son de alta incertidumbre. Se visualiza un horizonte en el que a la Argentina se le va a dificultar el pago de intereses y capital de la deuda, debiendo iniciar un proceso de reestructuración para evitar entrar en default. También existió en los primeros meses del nuevo gobierno una fuerte emisión monetaria. Esta combinación de

factores parece indicar que es factible continuar observando saltos del tipo de cambio, lo que hace aún más delicada la situación de la empresa a futuro.

A los fines de reducir esta exposición, se debe trabajar sobre el pasivo de largo plazo. En primera instancia, como se pudo observar en el punto anterior, a través de la gestión del activo corriente se pudieron liberar aproximadamente \$3.300.000, que representan al cierre contable 2019 poco más de la mitad de la deuda en moneda extranjera y pueden ser utilizados para cancelarla, reduciendo el pasivo de largo plazo en un 50%. En segundo lugar, para continuar con el proceso de mitigación del riesgo, se aconseja tomar deuda de largo plazo en pesos y con esta saldar parte de la deuda en moneda extranjera. Si bien las tasas de interés de los préstamos en pesos continúan siendo elevadas, en la Tabla 11 se puede observar que las diferencias por tipo de cambio representaron un 60 % de la deuda tomada acumulada al cierre de 2018 y un 75 % de la deuda tomada acumulada al cierre de 2019. Estos valores están en línea con el interés que se podría pagar por tomar deuda en pesos. Por supuesto que nada asegura que en un futuro sigan existiendo estos saltos en el tipo de cambio ni que esta situación vaya a replicarse, pero quedó en evidencia que el riesgo es elevado y agrega una cuota de incertidumbre a las proyecciones muy difíciles de cuantificar.

Tabla 11.

Diferencias por tipo de cambio respecto al monto de la deuda tomada en moneda extranjera.

Concepto	2016	2017	2018	2019
Monto en pesos de la deuda en moneda extranjera	\$ 0	\$ 0	\$ 876	\$ 2.268
Deuda total tomada acumulada	\$ 0	\$ 0	\$ 876	\$ 3.144
Diferencias por tipo de cambio	\$ 0	\$ 0	\$ 522	\$ 2.346
Diferencias por tipo de cambio respecto a la deuda	0%	0%	60%	75%

Fuente: Elaboración propia basada en el balance de la empresa. Valores expresados en miles de pesos.

Finalmente, se recomienda cubrir el saldo remanente de la deuda a través de instrumentos derivados, como ser la compra de futuros de dólar. Si bien esto implica un costo adicional a la operación e implica inmovilizar capital en forma de garantías, permite mitigar el impacto negativo por diferencias de tipo de cambio de la deuda en caso de una devaluación de la moneda, ya que se obtendría un recupero a través de la posición de futuros.

En resumen, la propuesta de mejora para la reestructuración del pasivo se compone de tres puntos:

- Saldar el 50 % de la deuda en moneda extranjera mediante el efectivo liberado producto de la reducción del activo corriente.
- Tomar deuda en pesos para saldar con esta otra parte de la deuda en moneda extranjera.
- Realizar una cobertura a través de la compra de dólar futuro para el saldo remanente de deuda en dólares.

No es objeto de este trabajo definir qué parte de la deuda en dólares saldar con deuda en pesos y qué porcentaje cubrir con futuros, siendo un punto que queda a consideración del directorio en función de que distribución crean conveniente y con la cual se sientan más cómodos.

7.3 Planificación financiera de corto plazo

De acuerdo con el diagnóstico realizado, se pudo observar que la falta de planificación financiera fue uno de los elementos que llevaron a la empresa a la situación que atraviesa actualmente. Por ende, la última propuesta de mejora que se abordará en este trabajo es la de comenzar a trabajar con planes anuales que permitan obtener visibilidad respecto a las necesidades futuras de capital, de forma tal de poder anticiparse en la negociación de los recursos. Las principales herramientas para incorporar son las siguientes:

- Presupuesto de estado de resultados
- Presupuesto de situación patrimonial
- Presupuesto de flujo de efectivo

La existencia de estos presupuestos son una herramienta indispensable como apoyo para la toma de decisiones financieras. Su elaboración no es aislada, sino que debe realizarse un presupuesto integral de todo el negocio. En el caso de la empresa en análisis, se recomienda realizar los siguientes presupuestos para luego volcarlos a los mencionados anteriormente:

- Presupuesto mensual de ventas, para definir volúmenes proyectados junto con precio promedio de venta. Debe considerarse la estacionalidad de las ventas, y, dado que la empresa ya posee algunos años de operación, los presupuestos pueden basarse en históricos, afectándolo luego por *ratios* que contemplen los

planes de negocio, la situación política del país y las proyecciones macroeconómicas.

- Presupuesto de recursos humanos, de forma tal de estimar costos de mano de obra y definir si se van a realizar nuevas contrataciones o bajas.
- Presupuesto de operaciones, donde se deben contemplar posibles cambios en costos de alquiler, servicios o cualquier otro factor asociado a la operación.
- Presupuesto de inversión en activos fijos, para establecer si se proyecta realizar inversiones o desinversiones en activos fijos.
- Presupuesto financiero, donde se debe planificar cómo se van a financiar las operaciones, ya sea con aportes de capital o deuda, qué vencimientos de préstamos hay en el corto plazo y cuál va a ser la política de dividendos.

Una vez definidos los planes antes mencionados, se pueden armar los presupuestos de estado de resultados, situación patrimonial y flujo de efectivo, lo que permitirá entender cuál es la situación financiera futura de la empresa y realizar un proceso de retroalimentación que permita ajustar todos los planes de forma tal de maximizar el valor de la compañía. A partir de la elaboración de estos presupuestos, se obtienen finalmente las necesidades operativas de fondos proyectadas, que al restarle el fondo de maniobra presupuestado, permite obtener cuáles van a ser las necesidades de recursos negociados de corto plazo. O bien, en caso de proyectar excedentes de tesorería, se puede estudiar de forma anticipada su destino de forma tal de obtener una rentabilidad.

7.4 Detención temporal de la expansión del negocio

Como se pudo analizar, la empresa se encuentra en una situación muy delicada de liquidez y con limitaciones en su financiamiento. Toda expansión supone un incremento de la necesidad operativa de fondos que debe ser financiado, pero la empresa actualmente no se encuentra en condiciones de afrontar dicho financiamiento. Por ende, se recomienda frenar nuevas aperturas de locales hasta normalizar la situación financiera a través de las acciones recomendadas en los puntos anteriores, proceso que puede demorar hasta dos años. Por otro lado, a la hora de estudiar nuevos proyectos, es importante utilizar las herramientas de proyección recomendadas para poder cuantificar correctamente los montos de capital necesarios para financiar las expansiones y no volver a incurrir en el error de cuantificar solo el monto de inversión en activo fijo sin considerar el incremento de la necesidad operativa de fondos.

Esta recomendación va en contra de la política expansiva del directorio, pero es evidente que la empresa no puede continuar con procesos de expansión hasta no ordenar su

estructura financiera, ya que, de continuar en este sentido, es probable que llegue a una situación de iliquidez que haga que deba frenar todas sus operaciones.

Capítulo 8. Conclusiones

A lo largo del trabajo se logró, mediante el análisis horizontal de los estados contables, el estudio de ratios y el enfoque de necesidad operativa de fondos, llegar a un diagnóstico concreto del grado de dificultad que atraviesa la empresa y cuáles fueron las decisiones y estrategias que la llevaron a la situación que vive actualmente.

Se pudo observar que el negocio mostró un crecimiento de ventas en todos los años analizados, en línea con los planes de expansión del directorio, pese al escenario adverso de la macroeconomía del país en los períodos 2018 y 2019. La apertura de nuevos locales, junto con la estrategia de marketing a través de redes sociales y el proceso de fidelización de clientes, mostró resultados positivos.

El continuo aumento de ventas experimentado, junto con un incremento de los días del ciclo de conversión de caja producto del crecimiento de los inventarios, no permitieron que la empresa generara flujos de efectivo positivos en ningún período, demandando permanentemente inyecciones de liquidez para poder sostener la operación. Por otro lado, los montos de inversión necesarios para las aperturas de los nuevos locales no fueron correctamente planificados ya que, si bien se aseguró el efectivo para cubrir las inversiones en activo fijo, no se tuvo en cuenta el aumento de la necesidad operativa de fondos que implicaba la expansión del negocio, incremento que resultó ser superior al monto de las inversiones en propiedad, planta y equipo realizadas.

Este crecimiento descontrolado y no planificado de la necesidad operativa de fondos se debió no solo a la expansión de la operación, sino también a una inversión más alta de la esperada en inventarios. Esta situación imprevista llevó al directorio a incurrir en deuda financiera en moneda extranjera, ya que se encontraban agotadas las otras opciones de financiamiento. Como consecuencia de esta decisión, se generó un descalce entre la moneda de operación y la moneda de la deuda, incorporando un riesgo de tipo de cambio que no fue correctamente cubierto. La devaluación que sufrió el peso contra el dólar en la Argentina en los años 2018 y 2019 generó un impacto negativo en los resultados netos de la empresa producto de las pérdidas por diferencias de tipo de cambio, ocasionando que el retorno sobre el capital bajara en los últimos dos años de operación a una quinta parte de lo obtenido durante los períodos 2016 y 2017, pese a que el EBITDA se mantuvo relativamente estable.

Como consecuencia, la empresa atraviesa una situación de falta de liquidez, donde los días de caja son extremadamente reducidos, poniendo continuamente en riesgo el pago

de sus obligaciones al no permitir cubrir más de dos días de operación. Las fuentes de financiamiento se encuentran agotadas, con accionistas que no están dispuestos a realizar más aportes de capital ante la baja rentabilidad obtenida y descubiertos bancarios que ya están tomados en su totalidad. Luego del estudio realizado, se pudo concluir que la empresa se encuentra con un serio riesgo para la continuidad de las operaciones, por lo que se propuso una serie de acciones para salir de la situación actual.

En primer lugar, se propone realizar cambios sobre la composición del activo corriente. Se recomienda, por un lado, establecer una política de caja y efectivo, que permita asegurar un nivel mínimo de liquidez de forma permanente, y, por otro lado, reducir las inversiones en inventarios, que se encuentran en niveles excesivamente altos. Se realizó una propuesta para disminuir los días de inventarios y llevarlos en el transcurso de dos años a niveles que el directorio considera normales, del orden de los 3 meses. Esta acción que permite liberar efectivo por la suma de aproximadamente 4 millones de pesos que se propone utilizar, en parte, para incrementar los días de caja y efectivo a niveles que no comprometan el pago de obligaciones de corto plazo de acuerdo a la política establecida, y por otro lado, para cancelar parte de la deuda en moneda extranjera en dólares.

En segundo lugar, se propone una reestructuración de la deuda en dólares, ya que el riesgo por descalce de las monedas es muy elevado y quedó en evidencia que afecta negativamente la rentabilidad de la empresa. En este sentido se propuso cancelar una porción de la deuda con parte del efectivo liberado por la reducción de inventarios. Luego, incurrir en deuda en pesos que permita cancelar otra porción de la deuda en dólares, situación que, si bien incrementa la partida de intereses, disminuye el riesgo de continuar mostrando resultados negativos por diferencias de tipo de cambio, que son muy difíciles de prever y cuya cuantía superó en los últimos períodos incluso a los resultados netos obtenidos. Finalmente, se aconseja cubrir el saldo remanente de deuda en dólares a través de futuros de dólar, que permitan mitigar el impacto negativo de futuras devaluaciones.

En tercera instancia, se pudo observar que la falta de previsión y visibilidad respecto a las necesidades futuras de efectivo fue una de las causantes de la situación de estrés financiero actual. Por ende, como tercer frente de acción, se propone trabajar con herramientas de planificación financiera, haciendo foco en tres presupuestos: presupuesto de estado de resultados, presupuesto de situación patrimonial y

presupuesto de flujo de efectivo. Mediante estos presupuestos en su conjunto se puede determinar la necesidad operativa de fondos proyectada, y de esta forma anticiparse a las necesidades de financiación y poder obtener mejores condiciones de negociación o, en caso de proyectar excedentes de caja, planificar en qué instrumentos financieros volcarlos para obtener una rentabilidad.

Finalmente, se recomendó frenar la expansión del negocio hasta salvar la situación financiera ya que, de continuar en este sendero de crecimiento continuo la empresa podría presentar una situación de falta de liquidez que la lleve a tener que frenar de forma definitiva sus operaciones. Resulta incoherente pensar en una estrategia de crecimiento anual del activo sin realizar cambios previos que permitan acomodar la situación actual.

La empresa se mostró rentable desde su operación, pero debe solucionar su situación financiera para asegurar la continuidad de sus operaciones en el largo plazo, objetivo que el directorio puede alcanzar a través de las propuestas y herramientas desarrolladas a lo largo de este trabajo.

Bibliografía

Faus, J. (1996). *La gestión financiera de las operaciones día a día*. IESE.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. *Series trimestrales de oferta y demandas globales (2020)*. <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-9-47>

Ministerio de Trabajo de la Nación. *Boletín de empleo registrado (2019)*.
<http://www.trabajo.gob.ar/estadisticas/oede/estadisticasnacionales.asp>

Pascale, R. (2009). *Decisiones Financieras*. Pearson.

Peñalva, F., & Marc, B. (2016). *Introducción a la Contabilidad Financiera*. IESE.

Ryan Davies & David Merin (2014). *Uncovering cash and insights from working capital*.
McKinsey & Company

Weston, J. F., & Brigham, E. F. (1993). *Fundamentos de Administración Financiera*.