

UNIVERSIDAD DE COSTA RICA
SISTEMA DE ESTUDIOS DE POSGRADO

MODELO DE ANÁLISIS Y GESTIÓN FINANCIERA INTEGRAL
EN UNA EMPRESA NACIONAL PRODUCTORA Y COMERCIALIZADORA
DE CALZADO

Trabajo final de graduación sometido a la consideración de la
Comisión del Programa de Estudios de Posgrado en Administración
y Dirección de Empresas para optar al grado y título de Maestría
Profesional en Finanzas

PABLO BLANCO CHAVES

Ciudad Universitaria Rodrigo Facio, Costa Rica

2016

Dedicatoria

Esta investigación está dedicada a mi familia, quienes me han dado grandes lecciones de vida y lo siguen haciendo. Además, a todas aquellas personas que han tenido un papel importante en mi vida hasta el día de hoy y a aquellas que han de venir, gracias por compartir nuestras vidas.

Agradecimiento

Primeramente agradezco a la vida por darme la oportunidad de estar hoy aquí. Le agradezco a los profesores que formaron parte de esta investigación por su dedicación, responsabilidad, recomendaciones y apoyo a lo largo del proceso, gracias por poner en marcha y ser parte de esta iniciativa. Agradezco a la Compañía de Calzado por abrirme sus puertas y estar atentos a la novedad. Igualmente estoy agradecido con los trabajadores de tal empresa por su gran cooperación y esfuerzos, que hicieron posible seguir adelante con esta investigación. Así mismo agradezco a todas aquellas personas que estuvieron vinculadas con esta investigación. De igual forma agradezco a quienes tomen parte de su tiempo para leerla y por considerarla. Finalmente también me siento orgulloso de mí mismo, por valorar lo que tengo y trabajar por lo que quiero.

Este trabajo final de investigación aplicada fue aceptado por la Comisión del Programa de Estudios de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica, como requisito parcial para optar al grado y título de Maestría Profesional en Finanzas

MS.c. Manuel Enrique Rovira Ugalde

Profesor Guía

MS.c Alvaro Trejos Fonseca

Lector

Msc. Guillermo Chaves Fallas

Lector

Dr. Aníbal Barquero Chacón

Director Programa de Administración y Dirección de Empresa

Pablo Blanco Chaves

Sustentante

Tabla de Contenido

Dedicatoria.....	ii
Agradecimiento.....	iii
Hoja de Aprobación.....	iv
Tabla de Contenido.....	v
Resumen	viii
Lista de Ilustraciones	ix
Capítulo I: Introducción.....	1
Tema	1
Introducción	1
Justificación.....	2
Formulación del Problema	4
Objetivo General	4
Objetivos Específicos.....	4
Alcances y limitaciones.....	5
Capítulo II. Marco Teórico y Conceptual	5
Estados Contables	5
Balance General	5
Estados de Resultados.....	6
Estado de Flujos de Efectivo.....	7
Limitaciones Contables.....	8
Análisis Financiero Horizontal y Vertical	10
Análisis Horizontal.....	10
Análisis Vertical	10
Análisis de Razones Financieras	10
Razones de Crecimiento	11
Razones de Rendimiento.....	12
Márgenes de Rentabilidad	13
Razones de Gestión	14
Razones de Apalancamiento	15
Análisis del Capital de Trabajo.....	16

Análisis del Flujo de Efectivo	17
Evaluación del Flujo de Efectivo Operativo	18
Evaluación del Flujo de Efectivo de las Inversiones	18
Evaluación del Flujo de Efectivo de Financiamiento	19
Toma de Decisiones Financieras.....	19
La Decisión de la Estructura Óptima de Capital	26
Capítulo III: Marco Contextual	27
Entorno Económico	27
Inflación.....	27
PIB	28
Índice de Confianza del Consumidor	30
Clima de Inversión	31
Riesgo País.....	32
Déficit Fiscal	33
Devaluación.....	34
Tasa Básica Pasiva	35
Desempleo	36
Antecedentes de la Empresa	37
Organigrama Compañía de Calzado S.A	39
Descripción de la actividad	40
Descripción de los Productos	40
Descripción de los Consumidores.....	41
Gestión Operativa	41
Capítulo IV. Análisis de la Situación Diagnosticada	42
Esquema de Factores de Rentabilidad	43
Análisis del Esquema de Factores de Rentabilidad.....	43
Síntesis del Esquema de Factores de Rentabilidad	46
Modelo de Análisis de Flujo de Caja y EBITDA.....	47
Análisis del Flujo de Caja	48
Análisis del EBITDA	49
Síntesis del Análisis de Flujo de Caja y EBITDA	50
Estado Estructurado de Fuentes y Empleos	50

Capítulo V: Propuesta para Mejorar la Situación	52
Alternativas de Financiamiento	55
Gestión del Efectivo	58
Gestión de las Cuentas por Cobrar	59
Gestión de Cuentas por Pagar	60
Cobertura de Riesgo de Tipo de Cambio: Empresas de Calzado.....	61
Propuesta de Swap para Empresa de Calzado Costarricense	61
Capítulo VI: Conclusiones y Recomendaciones	64
Conclusiones	64
Recomendaciones	66
Capítulo VII: Bibliografía.....	68
Documentos	68
Páginas Web.....	70

Resumen

Este proyecto pretende responder a la pregunta: ¿cómo desarrollar un modelo de análisis y gestión financiera integral para la toma de decisiones en una empresa nacional productora y comercializadora de calzado, para que este pueda ser aplicado por los profesionales de la compañía con la formación .

Al mismo tiempo, para profundizar, surgen las interrogantes complementarias que se expresan a continuación: ¿cómo es la gestión financiera y operativa de la empresa en cuestión?, ¿cómo se construye en conjunto con la empresa, un modelo de análisis y gestión financiera para la toma de decisiones? Finalmente, ¿cómo se desarrolla un modelo de análisis y gestión financiera integral para la toma de decisiones en una empresa productora y comercializadora de calzado?

Todos es tos cuestionamientos, son los que se pretenden resolver en esta investigación, para lo cual se establecen los objetivos de trabajo, donde el objetivo general es desarrollar un modelo financiero para la toma de decisiones de una empresa nacional productora y comercializadora de calzado. Así mismo entre los objetivos específicos se pueden mencionar: a) identificar los elementos teóricos más importantes de la gestión financiera y los aspectos básicos de la operación de la empresa nacional productora y comercializadora de calzado, b) realizar un diagnóstico de la situación y los sistemas de información financiera de la empresa nacional productora y comercializadora de calzado, c) desarrollar en conjunto con la empresa nacional productora y comercializadora de calzado, un modelo financiero para la toma de decisiones y d) proponer conclusiones y recomendaciones para la empresa nacional productora y comercializadora de calzado.

En lo que respecta a los alcances, se espera que la información que se recabe sirva de retroalimentación para las organizaciones participantes, aumentando y mejorando su conocimiento sobre el tema del análisis financiero.

De igual modo, los resultados obtenidos y la propuesta en sí pueden funcionar como un precedente para posibles nuevas exploraciones que presenten una temática similar. Es decir, la investigación funcionaría como un antecedente para estudios más detallados y complejos, brindando información primaria para tomar en cuenta y contar con un documento que funcione como base para nuevas propuestas de estudio.

Dentro de los límites se encuentra el desarrollo del modelo de análisis financiero que se dé en esta investigación, si bien es cierto no se puede generalizar para toda empresa en particular, sí es correcta su reaplicación para otras organizaciones y/o instituciones que cuenten con características similares de inclusión y exclusión que se utilicen dentro de este proceso de exploración.

Lista de Ilustraciones

Ilustración 1: Ciclo del negocio	26
Ilustración 2: Inflación según BCCR	28
Ilustración 3: Crecimiento del PIB real en América Latina y el Caribe	29
Ilustración 4: Producto Interno Bruto Real	30
Ilustración 5: Índice de Confianza del Consumidor	30
Ilustración 6: Clima de Inversión	31
Ilustración 7: Calificación de Riesgo País	32
Ilustración 8: Déficit Fiscal de Costa Rica	34
Ilustración 9: Tipo de Cambio Colón-Dólar	35
Ilustración 10: Tasa de Interés Nominal	36
Ilustración 11: Tasa de Desempleo	37
Ilustración 12: Flujo de Caja y EBITDA de la Compañía de Calzado SA	47
Ilustración 13: Financiamiento a largo plazo	55
Ilustración 14: Swap de Moneda de Tipo Fijo-Fijo	62
Ilustración 15: Etapas Swap de Moneda	63
Ilustración 16: Valuación del Swap	63

Capítulo I: Introducción

Tema

Metodología del análisis y el diagnóstico financiero integral de una empresa nacional de calzado, para la toma de decisiones.

Introducción

Existen diferentes maneras de llevar a cabo un análisis financiero para la toma de decisiones, sin embargo, es común encontrar que todos inician con un primer paso en común, el cual consiste en recabar la información pertinente, que en palabras de Lundholm y Sloan (2013) es el medio cualitativo por el cual se logra el objetivo de comprender al negocio en el que está inmersa la compañía. Algunos de los aspectos que se consideran son: qué hace la empresa, cómo lo hace, para quién lo hace, quiénes son los competidores, cuáles son las características de la industria, cómo es su relación con la economía, cuál es la estrategia de la empresa.

Una vez completada esta etapa se procede a realizar el análisis contable, cuyo propósito está en determinar cómo las actividades comerciales de la empresa con sus respectivas consecuencias económicas, son reflejadas en los estados financieros. Este análisis es muy importante porque permite conocer tanto las fortalezas como las debilidades de los estados financieros de la compañía, identificar sus prácticas contables y elaborar supuestos de los resultados que se han obtenido a lo largo del tiempo por las actividades comerciales realizadas.

Una tercera etapa consiste en el análisis de las razones financieras, el cual muestra cómo los componentes de los estados financieros de la empresa interactúan unos con otros para producir un desempeño financiero general. Se toman en cuenta elementos como los márgenes de ganancias, la cantidad de inversión requerida para generar las ventas, la utilización de deuda como financiamiento, entre otros, para evaluar el éxito de la estrategia empleada por la empresa.

El cuarto paso se refiere a un análisis exhaustivo del flujo de caja, en el cual se examina cómo es este utilizado en las actividades operativas, de inversión y de financiamiento, observando que actúen de manera articulada, también hay que tener en mente qué parte del efectivo será distribuido entre los accionistas.

Finalmente, por medio de estos valores se elabora un diagnóstico de la situación financiera de la empresa, el cual funciona como base y punto de partida para la toma de decisiones, que se pretenden para mejorar el valor de la empresa.

Cada uno de estos puntos es presentado en este documento. Adicionalmente se proponen conclusiones y recomendaciones para la compañía seleccionada, información que es proporcionada con su enfoque teórico-práctico correspondiente, para la eventual aplicación por parte de la empresa.

Justificación

El primer paso para conocer la importancia de esta investigación, está en definir qué se entiende por administración financiera, término que es definido por Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. (2010) como el conjunto de acciones que responden a estas tres preguntas:

1. ¿Qué clase de inversiones de largo plazo deben realizarse?
2. ¿De dónde se obtendrá el financiamiento para pagar las inversiones?
3. ¿Cómo se podrían administrar las operaciones financieras cotidianas?

Por lo tanto, se conceptualiza a la administración financiera como el conjunto de prácticas que permiten identificar las fuentes de financiamiento que una compañía necesita, para realizar inversiones en activos que le permitan cumplir con sus operaciones diarias, de manera que logre optimizar el valor de esta para los dueños de la empresa, dentro de los cuales se incluyen obviamente a los accionistas.

Siendo así, el análisis financiero es un instrumento de la administración para medir el posible impacto de las prácticas que se lleven a cabo y tomar decisiones con tal de cumplir con los objetivos establecidos, lo cual resulta en consecuencias positivas o negativas que mejorarán el negocio o eventualmente, lo pondrán en peligro. En otras palabras, es una herramienta que incorpora criterios financieros cuantificables, es decir medibles, en la toma de las decisiones, que se ejecutan para cumplir con las estrategias constituidas como las vías para el mejoramiento de la compañía.

Por consiguiente una investigación que pretenda desarrollar un modelo de análisis y gestión financiera para la toma de decisiones, satisface el interés de la administración, además de los propietarios de la organización, que buscan la maximización de valor empresarial, quienes

adicionalmente esperan obtener un rendimiento que compense el costo de oportunidad de los recursos utilizados.

Otra indicación de la importancia del análisis de gestión financiero para la toma de decisiones se encuentra en la actualidad económica del país, entre los años 2014 a 2015 se dieron cierres y reestructuraciones de varias compañías, por ejemplo Alimentos Jack's trasladó parte de sus operaciones fuera de Costa Rica, igualmente lo hizo Florexpó que se reubicó en Guatemala, por otro lado Yanber anunció sus problemas económicos por la dificultad para cumplir con los pagos de sus deudas, mientras que otras organizaciones concluyeron actividades, así lo hizo Almacén El Gallito, Bagelemen's, Wendy's, Hotel la Condesa, entre otros muchos más. El desenlace de estas medidas es que solo para finales del año 2014 había 31,000 personas más que se encontraban en condiciones de desempleo, para un total de aproximadamente 220,000, quiere decir, una tasa de desempleo del 10%. (Rodríguez, A, 2015).

Las decisiones que tomaron estas empresas probablemente estuvieron influenciadas por el análisis de su gestión financiera, también tienen implicaciones en el desempeño de sus negocios y en la sociedad en general. Se evidencia entonces, la necesidad de contar con medios que les permitan a los administradores, analizar cómo sus labores impactan las operaciones de la compañía y consecuentemente, el valor de esta.

Es apropiado mencionar que el análisis de la gestión financiera para la toma de decisiones no tiene sus causas y efectos solamente dentro de la empresa, sino también fuera de esta. Por ejemplo si una compañía desea solicitar fuentes de financiamiento, sus inversionistas y acreedores probablemente realizarán los estudios competentes para obtener la información suficiente, que les faculte para reconocer si deberían o no destinar sus recursos a dicha organización. En otros términos, al emplear estas herramientas, consiguen un conocimiento comprensible y preciso sobre el estado de "salud" de la compañía. En su intento por identificar en sus cuentas un comportamiento transparente, alcanzan una confianza aceptable para participar o no, como fuente de recursos.

¿Por qué usar un modelo de análisis financiero para la toma de decisiones? Es indiscutible que las empresas existen para generar ventas y gracias a estas obtener ganancias, justamente el análisis financiero contribuye a este proceso. Por ejemplo al analizar históricamente el balance general, se consigue una descomposición detallada de las inversiones que se necesitaron para

crear las ventas, al mismo tiempo el análisis del estado de resultados brinda información de los beneficios estimados consecuentes de las ventas históricas. Pero, por supuesto para las finanzas es valioso no solo el pasado sino también e incluso más aún el futuro, así que un balance general reciente acumula las inversiones pasadas que se espera generen ventas futuras.

Queda claro entonces que por medio del análisis financiero las compañías toman decisiones sobre las inversiones que realizan para cumplir con sus metas de ventas y contar con beneficios que puedan ser retribuidos a sus dueños o accionistas.

Formulación del Problema

Como resultado de los antecedentes mencionados en el apartado anterior surge la pregunta de ¿cómo desarrollar un modelo de análisis y gestión financiera integral para la toma de decisiones en una empresa nacional productora y comercializadora de calzado, para que este pueda ser aplicado por los profesionales de la compañía con la formación competente?

Al mismo tiempo, para profundizar, surgen las interrogantes complementarias que se expresan a continuación: ¿cómo es la gestión financiera y operativa de la empresa en cuestión?, ¿cómo se construye en conjunto con la empresa un modelo de análisis y gestión financiera para la toma de decisiones? Finalmente, ¿cómo se desarrolla un modelo de análisis y gestión financiera integral para la toma de decisiones en una empresa productora y comercializadora de calzado?

Todos estos cuestionamientos, son los que se pretenden resolver en esta investigación, para lo cual se establecen los objetivos de trabajo, señalados en el apartado consecutivo.

Objetivo General

Desarrollar un modelo financiero para la toma de decisiones de una empresa nacional productora y comercializadora de calzado.

Objetivos Específicos

1. Identificar los elementos teóricos más importantes de la gestión financiera y los aspectos básicos de la operación de la empresa nacional productora y comercializadora de calzado.
2. Realizar un diagnóstico de la situación y los sistemas de información financiera de la empresa nacional productora y comercializadora de calzado.
3. Desarrollar en conjunto con la empresa nacional productora y comercializadora de calzado un modelo financiero para la toma de decisiones.

4. Proponer conclusiones y recomendaciones para la empresa nacional productora y comercializadora de calzado.

Alcances y limitaciones

En lo que respecta a los alcances, se espera que la información que se recabe sirva de retroalimentación para las organizaciones participantes, aumentando y mejorando su conocimiento sobre el tema del análisis financiero.

De igual modo, los resultados obtenidos y la propuesta en sí pueden funcionar como un precedente para posibles nuevas exploraciones que presenten una temática similar. Es decir, la investigación funcionaría como un antecedente para estudios más detallados y complejos, brindando información primaria para tomar en cuenta y contar con un documento que funcione como base para nuevas propuestas de estudio.

Dentro de los límites se encuentra el desarrollo del modelo de análisis financiero que se dé en esta investigación, si bien es cierto no se puede generalizar para toda empresa en particular, sí es correcta su reaplicación para otras organizaciones y/o instituciones que cuenten con características similares de inclusión y exclusión que se utilicen dentro de este proceso de exploración.

Capítulo II. Marco Teórico y Conceptual

Estados Contables

Los estados contables son documentos formales cuya función principal es proveer información sobre el negocio y las transacciones comerciales de una empresa, necesarias para el análisis financiero en la toma de decisiones. Por lo que es importante tener claro qué tipo de información proveen, cómo esta ayuda al análisis financiero para la toma de decisiones y cuáles son sus limitaciones más significativas. Por consiguiente, a continuación se exponen los estados contables que se consideran necesarios para el modelo de toma de decisiones que se elabora en la presente investigación.

Balance General

En palabras simples se entiende al balance general como al estado que muestra lo que los socios poseen, llamado activos y lo que deben, conocido como pasivos, en un momento determinado, usualmente al final del periodo fiscal. Su objetivo principal es determinar el valor neto de las inversiones realizadas por los dueños en la firma.

Este con base en el principio de devengo representa a los activos como beneficios futuros y a los pasivos como obligaciones futuras, de manera que la diferencia entre estos resulta en el patrimonio, es decir la parte de la compañía que pertenece a los dueños y/o accionistas. Se mantiene entonces una relación tal entre estos valores que el total de activos debe ser igual a la suma de los pasivos con el capital. Por lo tanto, al final de cada periodo contable se prepara el balance general, que es justamente un listado de los valores en activos, pasivos y capital propios de una empresa.

Es apropiado recalcar que en el balance general los activos están ordenados de mayor liquidez a menor liquidez, existiendo tres grandes clasificaciones: la primera es el efectivo y sus equivalentes, la segunda son montos de efectivo que se le adeudan a la empresa como resultado de transacciones pasadas, por ejemplo las cuentas por cobrar, finalmente, hay beneficios futuros adquiridos por la compañía consecuentes con sus transacciones, como lo es el inventario.

Una limitación que se presenta en este estado surge de la pregunta de ¿si estos elementos se encuentran o no valorados en el precio del mercado? Resulta ser que es muy complicado o si se quiere imposible, registrar con el valor exacto de mercado a la mayoría de activos y pasivos. Imagine por ejemplo para el primero el impacto de la depreciación en una maquinaria y para el segundo, la influencia de las tasas de interés sobre las deudas de largo plazo, entre otros.

Dada esta debilidad en el balance general, para Lundholm y Sloan (2013) el rol principal del análisis de los estados contables es determinar cuáles beneficios y obligaciones han sido ignorados y cuáles han sido reconocidos pero, incorrectamente valoradas. A lo que hay que agregar la necesidad de reconocer las diferencias en la normativa contable de cada país.

Estados de Resultados

De manera sencilla se le considera como el instrumento que mide los beneficios o las pérdidas netas generados por la compañía a lo largo de un periodo de tiempo determinado, como resultado de sus derechos y obligaciones futuras. Es decir, su objetivo es medir la cantidad de utilidades o pérdidas netas como resultado de las diferencias entre los ingresos y los gastos, incluidos los operativos, los intereses y los impuestos, que una firma ha obtenido durante el periodo fiscal específico. De cierta manera, la utilidad o la pérdida neta miden el cambio en el

valor de las inversiones realizadas por los gerentes en la empresa durante ese momento particular.

Un aspecto por recalcar sobre este estado es que a la diferencia entre las ventas y los gastos operativos, incluida la depreciación, se le suele nombrar como Utilidad Antes de Impuestos e Intereses o popularmente EBIT por sus siglas en inglés (Earnings Before Intereses and Tax), al que se le interpreta como un beneficio que eventualmente va a ser repartido entre tres instancias según un orden legal establecido, primero se les paga a los acreedores, luego a las autoridades tributarias y finalmente, a los accionistas. Es necesario señalar que esta utilidad no representa efectivo, ¿por qué? Imagine que la empresa aumenta sus ventas, ciertamente el EBIT va a crecer, pero si estas son a crédito, el aumento del efectivo sucederá hasta que los clientes paguen.

La actividad que le da vida al estado de resultados es la determinación del momento en que ocurre la venta, en otras palabras cuando se da el ingreso. Según el principio de realización este debe reconocerse cuando se ha dado una transacción mercantil. (Lundholm y Sloan, 2013). El opuesto de los ingresos son los gastos, entendidos como las disminuciones de activos o incrementos en pasivos por las actividades operativas de la compañía. Finalmente, la diferencia entre estos dos da como resultado la utilidad operativa que es un factor fundamental en el análisis financiero para la toma de decisiones, porque si una firma es incapaz de generarlo, probablemente no durará mucho en el mercado.

Algunas de las limitantes de este estado es que el efectivo que se espera recibir en el futuro a causa de las ventas a crédito, será reconocido como ingreso en el momento en que sucede la transacción de ventas. Por otro lado, las salidas de efectivo por compras de inventario no serán reconocidas como gasto hasta que este sea vendido. Finalmente, las salidas de efectivo asociadas con la compra de maquinaria, planta y equipo, serán gradualmente reconocidas como gastos a lo largo de los periodos en los que se espera que estos generen ventas.

Estado de Flujos de Efectivo

El objetivo principal de este estado es explicar cómo las diferentes actividades que lleva a cabo la compañía, generan o consumen efectivo durante el periodo fiscal. Aquellas actividades que realiza la empresa para generar efectivo se conocen como orígenes del efectivo, mientras que las que le significan un gasto de efectivo se conocen como usos o aplicación del efectivo.

Para analizar estos elementos lo que debe hacerse es seguir el efectivo, es decir, observar de dónde lo obtuvo la empresa, por ejemplo al vender sus productos o por inversiones y de qué manera lo gasta durante un cierto periodo, por ejemplo en materiales, retribuyendo a los acreedores y a los accionistas, entre otras situaciones.

Uno de los elementos a los que más se les presta atención en este estado es el flujo de efectivo libre, donde es frecuente que al flujo de los activos se le llame como el flujo de efectivo libre, “este nombre se refiere al efectivo que la empresa distribuye en forma libre entre sus acreedores y accionistas porque no se necesita para el capital de trabajo o para inversiones en activos fijos.” (Ross, Westerfield, Jordan, 2010, p.33)

Por otro lado Van Horne y Wachowicz (2002, p.635) lo definen como: “los flujos de efectivo que se mantienen después de restar a los rendimientos esperados, los costos operativos que se calcula tener y los gastos de capital necesarios para sostener y ojalá incrementar los flujos de efectivo.”

De tal manera que se puede entender el flujo de efectivo libre como el efectivo excedente, después de cubrir las actividades operativas y de inversión, y que queda disponible para cumplir con las obligaciones de los acreedores y los inversionistas.

Surge la pregunta: ¿en qué se puede utilizar el flujo de efectivo libre?, una tentativa de respuesta la da Christy (2009) al mencionar que se puede emplear para repartir dividendos, recomprar acciones, pago de deudas, proyectos internos de capital y adquisiciones. En cuál o cuáles de estos factores aplicarlo dependerá de la estrategia y de la ingeniería financiera de la empresa y de su gerente financiero, pero siempre orientados al incremento del valor para los accionistas.

Limitaciones Contables

Los estados contables suelen presentar limitaciones que dificultan, distorsionan y en ocasiones, inducen al error a la hora de su análisis.

Entre estos se destacan la depreciación y la amortización de los activos operativos, que presenta el dilema en decidir cuál debería ser el monto por reducir en el valor de los activos a largo de los periodos a medida que genera beneficios, ya que como dicen Lundholm y Sloan (2013, p.81): “el ideal es que el método refleje el flujo esperado de beneficios futuros generados por la

inversión inicial,” que para el caso costarricense lo usual es aplicar el método de línea recta, definido como una reducción igual e incremental del valor inicial de los activos durante su periodo esperado de vida.

Otra complicación sucede con los pasivos contingentes, esas obligaciones futuras esperadas que no son lo suficientemente probables como para ser estimadas, por lo que no son reconocidas en el balance general, como consecuencia los activos y el patrimonio están sobreestimados. Algunos ejemplos son los procesos de litigación y los costos de reparación ambiental, como sucede hoy en día con Volkswagen que tras ser acusados de alterar sus automóviles, eventualmente sería multado y demandado por miles de millones de dólares.

Una distorsión es voluntariamente elaborada, cuando una empresa manipula sus ingresos al aumentar sus ventas ofreciendo créditos más flexibles o al otorgarlos a clientes de alto riesgo crediticio, lo que aumenta la probabilidad de incobrables, que si no es explícitamente señalada su cantidad estimada, su efecto es una sobreestimación de las ventas, cuentas por cobrar e ingresos. Sucedería lo mismo si la compañía no reconoce como pasivo los gastos propios de los ingresos aún no devengados, como lo podría ser una promesa de un servicio futuro o de un descuento adicional.

Otra precaución que hay que tener con las limitaciones de los estados financieros es con el registro de inventarios que utiliza la empresa, es necesario identificar si este es PEPS, UEPS o Precio Promedio, ya que dependiendo de la técnica empleada, mostraría menores o mayores costos para un periodo determinado.

Para Lundholm y Sloan (2013) es muy importante tratar de comprender el error potencial en la estimación de los activos y los pasivos dentro del balance de una compañía por dos motivos: el primero es que la precisión de las proyecciones basadas en la información de los estados financieros está directamente relacionada con la precisión de sus datos, el segundo es que el riesgo inherente de un negocio está en función del riesgo sujeto a sus activos y pasivos. Es recomendable entonces un entendimiento detallado de la naturaleza de dichos activos y pasivos, igualmente de las técnicas empleadas para su medición.

Es válido concluir este apartado diciendo que los estados contables proporcionan un lenguaje universal para evaluar el desempeño pasado de una empresa y eventualmente, proyecta su futuro. Los estados contables solamente proveen información temporal de una serie de hechos

relevantes relacionados con las operaciones mercantiles del negocio. A pesar de que los estados contables pretenden ofrecer información real y fidedigna, lo cierto es que existe subjetividad en la estimación tanto de los activos como de los pasivos.

Análisis Financiero Horizontal y Vertical

Para Meoño, M y Jara, D (2012) el origen del análisis horizontal se encuentra en la comparación de los estados financieros durante diferentes momentos, lo que permite conocer los cambios entre las cuentas, mientras que el análisis vertical es una relación porcentual entre las partidas que componen el informe con una cuenta base, que en la práctica usualmente la que se utiliza son las ventas netas, con la importancia que indica la relevancia de cada una de las partidas y una mejor comprensión de la estructura de los estados financieros.

Análisis Horizontal

Es una técnica que consiste en la comparación de un mismo estado financiero pero en diferentes periodos, con el propósito de identificar los cambios, ya sea en el aumento o la disminución que se produce en las diferentes cuentas utilizadas por la compañía.

Análisis Vertical

Es una técnica que consiste en una relación porcentual de cada una de las cuentas del balance general y/o el estado de resultados, al mismo tiempo que se comparan dos o más periodos de los estados financieros de una empresa determinada.

Análisis de Razones Financieras

El análisis de razones financieras permite interpretar de manera sistemática y ordenada la enorme cantidad de datos provistos en los estados financieros de una empresa, al convertir estos valores en ratios es que se logra transformar los datos en información, de tal manera que es el lenguaje utilizado para reflexionar sobre el desempeño de la compañía.

Comúnmente el análisis de razones financieras involucra compararlas individualmente con sus propios valores en años anteriores, esto es conocido como análisis de serie de tiempo o análisis horizontal, que permite identificar los cambios en el desempeño financiero y facilita la detección de las causas subyacentes. Por otro lado, también es frecuente comparar las razones de una empresa con otras similares, llamado análisis transversal o vertical, que induce a comparar los márgenes, la eficiencia y la participación de mercado de la firma con respecto a los competidores.

Algunas consideraciones que son importantes para tomar en cuenta es que no existen estándares definitivos sobre razones, o sea existe plena libertad en su forma de cálculo, pero sí es fundamental que a la hora de interpretarlo se tenga plena claridad de cómo fue computado. Además las razones por sí mismas no dan respuesta, sino que señalan dónde buscarlas, al mismo tiempo que se considera la posibilidad de valores inusuales, ya sea por distorsiones contables o diferencias en el entorno organizacional.

Razones de Crecimiento

Para Higgins (2004) la medida estadística más utilizada es la del crecimiento de las ventas, porque de este se deriva el crecimiento de los activos, el patrimonio, los ingresos, los flujos de efectivo libre y cualquier otra cuenta relacionada con las ventas. El valor de este análisis es que permite gestionar el crecimiento de una compañía, por ejemplo este podría darse de forma acelerada, lenta, sostenible o incluso es posible que se dé un decrecimiento.

La tasa de crecimiento sostenible de una compañía es: “la tasa máxima a la que pueden aumentar sus ventas sin mermar los recursos financieros.” (Higgins, 2004, p. 95). En otras palabras, esta es la tasa en la que la empresa tiene capacidad de crecer sin requerir un financiamiento adicional externo. Esto no quiere decir que la empresa no sea capaz de crecer a una tasa mayor que la sostenible, claro que puede hacerlo, pero deberá comprenderse cómo el crecimiento adicional deberá financiarse, ya sea de manera interna por medio de las utilidades retenidas, el aumento del ingreso o la reducción del pago de dividendos, o de forma externa por los incrementos del pasivo o patrimonio, tal como permite comprender la fórmula respectiva:

$$\text{Tasa de Crecimiento Sostenible} = ROE * (1 - \text{Tasa de Pago de Dividendos})$$

Hay que recordar que el ROE o rendimiento sobre el patrimonio, se comprende mejor por la fórmula Du Pont, que está compuesta por tres elementos, el margen de beneficios, la rotación del activo y el apalancamiento financiero, representado por sus fórmulas respectivas a continuación:

$$ROE = \underbrace{\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}}_{\text{Margen de beneficios}} * \underbrace{\frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}}}_{\text{Rotación del Activo}} * \underbrace{\frac{\text{Activos}}{\text{Patrimonio}}}_{\text{Apalancamiento Financiero}}$$

El margen de beneficios mide la cantidad de utilidades netas generadas por cada colón de ventas. La rotación del activo mide la cantidad de ventas generadas por cada colón de activos. El apalancamiento mide la cantidad de activos sostenidos por cada colón de capital común. Los primeros dos componentes representan las operaciones de la empresa, responden a la pregunta de cómo utiliza sus activos para obtener ventas y cómo la rentabilidad logra convertir las ventas en utilidades netas. El tercer componente quiere decir que los activos utilizados para las operaciones pueden ser apalancados financieramente para alcanzar un mayor rendimiento del patrimonio, claro está que a medida que aumenta, mayores serán los gastos por intereses.

La tasa de crecimiento sostenible es la tasa de crecimiento de las ventas consistente con valores estables de cada una de las cuatro razones. Nuevamente, si una empresa desea aumentar sus ventas por encima de esta tasa, una o más de las razones deben cambiar, para lo cual la firma mejorará sus operaciones o modificará sus políticas de financiamiento.

Razones de Rendimiento

Ciertamente una de las razones más manejadas para el análisis de la rentabilidad es el rendimiento sobre el patrimonio o ROE (Return on Equity por sus siglas en inglés), que como ya se mencionó, se visualiza más a mayor profundidad con la fórmula Du Pont, pero para este apartado se presenta la forma abreviada equivalente:

$$ROE = \frac{\textit{Utilidad Neta}}{\textit{Patrimonio Promedio}}$$

Esta es una medida de la tasa de retorno que una compañía le provee a sus dueños, incluyendo por supuesto a los accionistas. Representa la cantidad de utilidades generadas por cada colón que hay de capital común a su valor en libros. Es posible comparar el valor del ROE de una empresa con los de su competencia y entre más alto sea su valor, mayor es el retorno que genera por cada colón de capital común invertido en la firma.

Para su análisis hay que considerar también el costo de capital, entendido como el rendimiento esperado que una inversión debe generar para ser competitiva con oportunidades similares de inversión. Por lo tanto una empresa con un ROE por encima de su costo de capital está generando un valor presente neto positivo para sus dueños, eso sí previendo que es difícil estimar con plena certeza el costo de capital, especialmente para las empresas costarricenses, porque el acceso a la información necesaria y actualizada es limitada. Además de reconocer que al utilizar en el denominador el promedio del patrimonio o incluso si se usara el saldo a la fecha,

puede haber distorsiones cuando han habido cambios considerables en el capital común a lo largo del periodo, también es recomendable excluir los valores extraordinarios que han afectado a la utilidad neta.

Una curiosidad sobre el ROE es expresada por Lundholm y Sloan (2013) quienes llevaron a cabo una investigación sobre las mediciones del ROE durante los años 1962 al 2009 de las empresas estadounidenses, observando que las firmas con los valores más altos tendían a posicionarse con el tiempo en la media de los datos. Dentro de sus explicaciones mencionaron que esto es consecuencia de la competencia, es decir, cuando el entorno se percata del rendimiento tan alto surgen nuevos competidores interesados y cuando la empresa responde a esto, por ejemplo bajando sus precios, su ROE disminuye.

Márgenes de Rentabilidad

Primeramente se puede mencionar el margen de utilidad bruta, que mide la diferencia entre las ventas y el costo de ventas como una proporción de estas, se le puede considerar como el primer nivel de rentabilidad porque es el margen de beneficio que se le coloca a los productos y se define con la siguiente fórmula:

$$\text{Margen de utilidad bruta} = \frac{\text{Margen Bruto}}{\text{Ventas}}$$

Las empresas deben procurar obtener un margen atractivo de utilidad bruta, porque de este se desprende todo lo demás, como son los costos operativos. Es importante mencionar que este también funciona como indicador que refleja una posible estrategia de reducción de precios, acción común de una compañía en su intento para mantener la participación de mercado cuando aumenta la competencia.

El siguiente margen que se calcula es el de EBITDA que da los ingresos antes de los intereses, los impuestos, la depreciación y la amortización como una proporción de las ventas, los dos últimos elementos se descartan del cálculo porque no representan cargos de efectivo y por lo tanto, se les considera como irrelevantes para el análisis financiero de este margen:

$$\text{Margen EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Ventas}}$$

Debe recalarse que hay que prestarles atención a la depreciación y a la amortización, ya que al fin y al cabo representaron gastos de capital en el pasado, así nace el margen de EBIT, que

considera el desempeño operativo después de deducir dichos elementos, se refiere entonces a los ingresos antes de los intereses y los impuestos:

$$\text{Margen EBIT} = \frac{\text{Ingresos antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Ventas}}$$

Finalmente, se analiza el margen de utilidad neta que refleja al beneficio neto con respecto a las ventas y se determina con la siguiente fórmula:

$$\text{Margen EBIT} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$$

Razones de Gestión

De forma general, estos permiten medir la cantidad de activos que la firma requiere para generar sus ventas, igualmente indican la eficiencia con la que se les está gestionando por lo que es común que también se les llame razones de gestión.

La primera a la que se hace mención es la razón de capital de trabajo neto, el cual mide qué tan eficientemente la empresa maneja las cuentas de capital de trabajo. Ciertamente lo ideal es generar el máximo volumen de ventas con la mínima inversión posible de capital de trabajo. Es importante tomar en cuenta que toda compañía desea cobrar inmediatamente las ventas que realiza, al mismo tiempo que cancelar paulatinamente sus cuentas por cobrar, no obstante los clientes usualmente prefieren atrasar sus pagos, como lo hacen por ejemplo por medio de las tarjetas de crédito y los proveedores dan incentivos por pronto pago como lo son los descuentos. Esta razón se expresa como:

$$\text{Capital de Trabajo Neto} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Operativos Circulantes} - \text{Pasivos Operativos Circulantes}}$$

Dentro de estas razones se encuentra el periodo medio de cobro, que señala el número promedio de días que tarda la empresa para cobrar sus ventas a crédito, expresa el periodo promedio que permanecen las cuentas de clientes pendientes de cobro, comprendido como:

$$\text{Periodo Medio de Cobro} = 365 \times \frac{\text{Promedio Cuentas por Cobrar}}{\text{Ventas}}$$

Además el periodo medio de inventario, en el que se utiliza el costo de ventas en lugar de las ventas totales, porque se desea medir el costo de los inventarios consumidos durante el periodo, entendido como:

$$\text{Periodo Medio de Inventario} = 365 \times \frac{\text{Inventario Promedio}}{\text{Costo de Ventas}}$$

Otro indicador importante por contemplar es el periodo medio de pago, que expresa el plazo promedio que tarda la empresa para pagar sus compras a crédito. Hay que recalcar que en el denominador, se recomienda que las compras netas a crédito se obtengan del resultado del costo de los bienes vendidos + inventario final – inventario inicial, para tratar de representar la cantidad de cuentas por pagar que fueron agregadas durante el periodo.

$$\text{Periodo Medio de Pago} = 365 \times \frac{\text{Cuentas por Pagar Promedio}}{\text{Compras Netas a Crédito}}$$

Finalmente, está el ratio de propiedad, planta y equipo, ya que son activos necesarios para la producción de las ventas, aunque en ocasiones lo hagan de manera indirecta:

$$\text{Rotación Propiedad Planta y Equipo} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Promedio Propiedad, Planta y Equipo}}$$

Es significativo señalar que uno de los aspectos capaces de alterar el análisis de la propiedad, planta y equipo es que, solo los terrenos y las propiedades que posee realmente la empresa son las que aparecen en esta cuenta, ya que aquellas que se encuentren fueran de su propiedad como por ejemplo en un *leasing*, deberían ser colocadas en la cuenta de gastos generales de ventas y administrativos.

Razones de Apalancamiento

Resulta trascendental analizar el apalancamiento financiero porque este hace para la empresa de los buenos tiempos, mejores y de los malos tiempos, peores, sobre este último es que el aumento de las deudas incrementa el riesgo de los flujos de efectivo que se esperan recibir en el futuro, como consecuencia de que a mayor apalancamiento financiero, más alta es la probabilidad de que durante tiempos difíciles, la compañía sea incapaz de pagar a sus acreedores.

El índice de endeudamiento es una razón que muestra la proporción de la estructura de capital de una firma, de cierta manera provee información sobre el grado de obligaciones crediticias a largo plazo. El problema con este indicador es que no contempla la capacidad de pago de la compañía.

$$\text{Índice de Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio}}$$

La cobertura de intereses manifiesta la capacidad de la empresa para pagar y cubrir la carga financiera del periodo con sus utilidades. Donde en la utilidad operativa debería representarse la cantidad de capital de trabajo creado o destruido por las actividades operativas organizacionales, de modo que los fondos de las operaciones puedan cubrir holgadamente los pagos de intereses. Por supuesto hay que reconocer que aquellas empresas que se encuentren en un estado de crecimiento considerable, frecuentemente presentarán un flujo operativo negativo a medida que invierten en capital de trabajo para lograr el crecimiento en ventas.

$$\text{Cobertura de Intereses} = \frac{\text{Flujo de Efectivo Operativo}}{\text{Gastos Financieros}}$$

La razón circulante utiliza las obligaciones y los derechos de efectivo a corto plazo para presentar el número de veces en que los primeros son cubiertos por los segundos. Lo esperado es que este sea mayor a uno, porque tentativamente significa que la compañía posee activos suficientes a corto plazo para cubrir sus deudas a corto plazo, teniendo siempre la precaución de que valores muy elevados podrían denotar más bien la dificultad de una empresa para convertir sus activos circulantes realmente en efectivo.

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

Para depurar aún más la condición señalada en el apartado anterior, se pueden filtrar los activos circulantes hasta el punto de utilizar en el numerador solamente los más líquidos, como lo es el efectivo y las cuentas por cobrar, con tal de observar cómo garantizan la cobertura de las deudas a corto plazo, da como origen a la siguiente razón:

$$\text{Índice Prueba del Ácido} = \frac{\text{Efectivo} + \text{Cuentas por Cobrar}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Análisis del Capital de Trabajo

Si una empresa no tuviera inventarios y cuentas por cobrar (si vende a crédito) sería incapaz de conseguir ventas. Por consiguiente, estas cuentas representan inversiones necesarias que la compañía tiene que financiar, actividad que parcialmente es compartida con los proveedores a quienes se les debe una cuenta por pagar. Como resultado la inversión neta que una firma ha de realizar para apoyar sus actividades productivas y comerciales, es igual a la suma de sus cuentas por cobrar + inventarios – cuentas por pagar, conocido técnicamente como capital

de trabajo operativo. El cual si es manejado óptimamente, se convierte usualmente en uno de los métodos más efectivos para crear valor gracias a la eficiencia.

Análisis del Flujo de Efectivo

Para una empresa es una meta de largo plazo más importante la de generar flujos de efectivo que la de obtener utilidades contables, porque es justamente con efectivo que se adquieren los activos y se cancelan los pasivos. Por consiguiente, es fundamental la consecuencia del efectivo en las actividades operativas, de inversión y financiamiento de la compañía.

Una firma puede obtener efectivo de tres fuentes principales, una es por medio de sus operaciones cuando los clientes pagan sus recibos, otra es al vender activos y finalmente, al recabar capital ya sea por socios o deuda. Por otro lado también tiene tres usos típicos del efectivo, primero en sus actividades operativas cuando cancela a sus acreedores, segundo, en actividades de inversión (CAPEX por sus siglas en inglés) como al comprar nueva maquinaria y tercero, al retribuir a sus acreedores, además de los accionistas. Claramente una organización que sea incapaz de generar suficiente efectivo de sus operaciones durante un periodo de tiempo, llega a destruir valor hasta el punto de caer en problemas graves.

Se considera el Estado de Flujos de Efectivo como un resumen categorizado de todas las transacciones que realizó una empresa por medio de su cuenta bancaria durante un periodo determinado, clasificándolas y dividiéndolas como operativas, de inversión y financieras. También se mantiene la premisa de que este estado explica los cambios en el efectivo al descomponer los cambios en los pasivos, el patrimonio y los activos que no representan efectivo, comprendido en la ecuación mostrada a continuación:

$$\Delta Efectivo = \Delta Pasivos + \Delta Patrimonio - \Delta Activos no monetarios$$

Gracias a esta fórmula se comprende que el flujo de efectivo operativo aumenta cuando disminuyen las cuentas por cobrar o aumentan las cuentas por pagar y los ingresos. El flujo de efectivo de las inversiones incrementa con la subida en las ventas de propiedad planta y equipo o deuda, por el contrario disminuirá a medida que se adquieran dichos activos o se cancelen estos pasivos. Finalmente, el flujo de efectivo de financiamiento asciende cuando crecen las deudas o se reducen los dividendos. Este comportamiento se aprecia en el cuadro a continuación:

Tabla 1. Cambios en el Estado de Flujos de Efectivo

Δ Efectivo	=	-Activos no Monetarios	+ Δ Pasivos	+ Δ Patrimonio
Flujo Efectivo Operativo	=	+ \downarrow Cuentas por cobrar	+ \uparrow Cuentas por pagar	+Ingreso neto
Flujo Efectivo Inversiones	=	- \uparrow PP&E	+ \uparrow Deuda	
Flujo Efectivo Financiamiento	=		+ \uparrow Deuda	-Dividendos

Evaluación del Flujo de Efectivo Operativo

Lo principal que debe observarse es si el flujo es positivo o negativo, lo primero se interpreta como una buena señal, porque la empresa es capaz de generar con sus operaciones un flujo de efectivo que puede ser reinvertido en el negocio o retribuido a todos quienes han aportado capital, como a sus acreedores y/o accionistas.

En caso de que el flujo sea negativo, una posible causa es el pobre desempeño de las actividades operativas de la compañía, lo cual sería confirmado con una utilidad neta igualmente negativa. En cuyo caso debe contemplarse si la empresa tiene el potencial de modificar esta situación y si cuenta con los recursos financieros suficientes para lograrlo. Una segunda explicación para un flujo operativo negativo es que se está empleando en el capital de trabajo, como cuentas por cobrar o inventarios, que eventualmente no reducirán los ingresos. Esto podría ser bueno o malo, es apropiado si una firma invierte en capital de trabajo para hacer crecer su negocio que genera un desempeño económico saludable, de lo contrario sería perjudicial, por ejemplo al adquirir un inventario que no se vende y que por lo tanto, en el futuro tendrá que ser liquidado o peor aún se convierte en lo que popularmente se conoce como “pegas.”

A la hora de analizar este apartado es recomendable notar que si hay una gran diferencia entre el ingreso neto y el efectivo de las actividades operativas, hay que tratar de cerciorarse de entender por qué sucede esto, examinando las distorsiones contables por el principio de devengo. El segundo aspecto por investigar es la medida en que el flujo de las operaciones es alterado por las actividades esporádicas, en cuyo caso es aconsejable separarlas de las cuentas frecuentes para un análisis más correcto.

Evaluación del Flujo de Efectivo de las Inversiones

Mientras que la expectativa para el flujo de efectivo operativo es que sea positivo, para el de inversiones se espera que sea negativo, debido a que la mayoría de las empresas necesita invertir en capital para mantener sus actividades operativas.

Una técnica para reconocer si una compañía está incrementando o disminuyendo la base de sus inversiones es al comparar los gastos de capital contra la depreciación del área operativa, si las inversiones en capital son mayores que la depreciación, la empresa está aumentando la base de su capital, de lo contrario no sería así. Igualmente resulta atractivo, si este incremento está acompañado de un crecimiento rentable en las operaciones de la firma, lo opuesto más bien podría ser perjudicial.

En este apartado es recomendable conocer cuáles son las inversiones que realiza la empresa y explorar particularmente las intangibles para responder a las preguntas: ¿cuál es su riesgo?, si han habido adquisiciones ¿qué tan provechosas son?, ¿el beneficio de las inversiones, justifica su costo? Entre otras.

Un aspecto final por tomar en cuenta es si la suma del flujo de las actividades operativas más el de inversiones, es positivo o negativo. Usualmente el llamado flujo de efectivo libre, representa la cantidad de dinero que libremente puede ser distribuida para el pago de las deudas y la retribución de los accionistas. En caso de que este flujo sea de signo negativo, la empresa tendrá que emplear sus reservas o buscar nuevas fuentes de capital para financiar sus operaciones, al mismo tiempo debe reflexionarse en si estas actividades cuentan con el potencial suficiente para justificar las nuevas inyecciones de capital.

Evaluación del Flujo de Efectivo de Financiamiento

Esta sección del estado de flujos de efectivo permite conocer qué es lo que la compañía ha estado haciendo con sus flujos de efectivo libre, que como ya se mencionó si este es de signo positivo probablemente fue distribuido para el pago de los pasivos o retribuido a los accionistas. Por el contrario si el flujo de efectivo libre es negativo, probablemente la empresa se financie con nuevas deudas o valores del patrimonio, si es que no utiliza sus propias reservas, ejercicio con el que tarde o temprano terminará por quedarse sin dinero.

Toma de Decisiones Financieras

Toda decisión que tome una empresa tendrá consecuencias en el futuro, ya sean positivas o negativas. Claro se pretende que estas contribuyan a aumentar el valor de la compañía, no obstante, puede darse el caso de que más bien lo disminuyan, de ahí su importancia para el correcto desempeño organizacional. Tales consecuencias generalmente incluyen tanto costos como beneficios, en donde el análisis financiero es un instrumento que ayuda a esclarecer ambos, con el evidente propósito de que los segundos sean mayores que los primeros.

Para elaborar este apartado se hace uso de las teorías de Berck, J, DeMarzo, P (2014), Damodaran, A (2015) y Hawawini, G, Viallet, C (2015), con quienes se construye una perspectiva bastante completa de la toma de decisiones financieras y sus potenciales consecuencias dentro de las empresas.

Si bien es cierto una decisión es buena para la empresa si aumenta su valor al proveer de beneficios que excedan los costos, comparar estas dos variables usualmente es complicado porque pueden ocurrir en diferentes momentos del tiempo, en distintas monedas o incluso estar asociadas a riesgos desiguales. De tal manera que para realizar una comparación válida, hay que utilizar herramientas financieras que expresen a los costos y los beneficios en términos homogéneos, como lo es el principio de valuación.

Desde una perspectiva técnica se define el principio de valuación como el hecho de que el valor de un activo para una firma, sus dueños e inversionistas está determinado por su precio competitivo de mercado. Los beneficios y costos de una decisión financiera deberían ser evaluados utilizando estos precios de mercado, de manera que cuando el valor de los beneficios excede al de los costos, la decisión aumentará el valor de mercado de la compañía, genera riqueza tanto para la empresa como sus dueños y accionistas. (Berk, J y DeMarzo, P, 2014)

El principio de valuación establece que es válido utilizar los precios de mercado para determinar al día de hoy el valor de los costos y los beneficios asociados con la decisión financiera. Es este el principio que permite la aplicación del concepto de valor actual neto como una manera de comparar los costos y los beneficios de un proyecto en términos de unidades comunes llamadas colones actuales. Por lo tanto, se consigue responder a la pregunta: ¿El valor del efectivo actual de los beneficios supera el valor actual de los costos?

Para Damodaran, A (2015) la mayor fortaleza y debilidad de las finanzas corporativas es su atención en la maximización del valor, al punto que las inversiones, financiamiento y distribución de dividendos, entre otras operaciones, son condicionadas a su práctica por la aceptación de este criterio como el principal objetivo en la toma de decisiones, que al menos para las empresas públicas que cotizan en las bolsas de valores, se esperaría se vea reflejado en el precio de sus acciones, que por cierto se autocorrigie continuamente.

Es necesario que para la correcta toma de decisiones, la empresa seleccione un objetivo que desea cumplir, porque este es el que define lo que un tomador de decisiones está tratando de

lograr, al mismo tiempo que facilita las evaluaciones para la comparación entre alternativas. Es usualmente el gerente de la empresa y no típicamente sus dueños, quien realiza la toma de decisiones, este se inclinará particularmente por aquellas creadoras de valor.

Es común que los objetivos se fijen en términos de maximización de variables como los ingresos y el crecimiento o la minimización de elementos como el riesgo y los costos. Pero, ¿por qué es importante tener algún objetivo? Porque establece un medio sistemático para la toma de decisiones, ante las diferentes situaciones con las que se enfrentará la compañía a lo largo del tiempo. ¿Si tuviera más de un objetivo? El problema con esto es que se manifiesten dilemas para la toma de decisiones, por ejemplo si una firma pretende aumentar su participación de mercado y sus ingresos, es probable que al conseguir una no obtenga el otro, entonces ¿qué debería hacer? Para Dmodaran (2015) lo recomendable es tener un solo objetivo, ya que no hay ganancia en que estos sean múltiples, más bien se complica el panorama, no obstante, para quienes prefieran la variedad, es apropiado entonces contar al menos con una jerarquía de prioridades.

A pesar de que no existe un medio infalible para seleccionar los objetivos o que garantice que este es el camino correcto, algunas pautas por seguir son las siguientes:

- 1) ¿Es claro o ambiguo?: lo ideal es que sea claro, conciso y concreto, de lo contrario será sencillo perderse en el trayecto.
- 2) ¿Es medible?: la capacidad de medirlo es lo que faculta a evaluar el éxito o el fracaso de los objetivos, además hace que los gerentes asuman responsabilidades.
- 3) ¿Desarrolla costos mayores a sus beneficios?: lo esperable es que los beneficios aumenten, lo opuesto dejará a la empresa o a la sociedad en una peor posición que en la que se encuentra actualmente.

Si bien es cierto existe una comprensión compartida en que el objetivo de toda toma de decisiones tienen que ser fundamentado en el aumento de valor, surge la pregunta ¿del valor para quién?, ¿para el gerente, la firma en sí misma, los accionistas, los acreedores, los fundadores, la sociedad, los empleados, los consumidores?, entre otros. Esto hace que surja la posibilidad de conflictos de intereses entre las partes. A partir de lo anterior se crean los supuestos que se considera especifican el escenario de la toma de decisiones:

- 1) Los gerentes de una compañía dejan de lado sus propios intereses para concentrarse en la maximización de la riqueza de los accionistas, debido a que reconocen que estos tienen el poder de sustituirlos o porque los mismos gerentes tienen acciones de la firma.
- 2) Los prestamistas de la empresa están completamente protegidos de la expropiación de los accionistas, por dos motivos. El primero es el efecto de la reputación, es decir, los accionistas buscan el beneficio de los prestamistas para poder acceder a un financiamiento en el futuro. Segundo, los prestamistas tienen la capacidad de protegerse por su propia cuenta al firmar contratos que los prevean de malas intenciones.
- 3) Los gerentes tienden a ser sinceros y a decir la verdad a los mercados acerca del futuro de la compañía. Como resultado, los mercados son razonables y racionales en la evaluación tanto de las acciones como de las consecuencias de las decisiones gerenciales.
- 4) No hay costos ni beneficios sociales. Todos los costos desencadenados por una firma en su intento por maximizar la riqueza de los accionistas puede ser trazada y acusada a la firma.

Estos criterios presumen que los gerentes pueden entonces concentrarse en aumentar el valor de las acciones de la empresa, ya que en su proceso, la riqueza de los accionistas y el valor de la compañía se maximizará, igualmente habrá un beneficio para la sociedad. Para quienes se preguntan si sucede lo mismo con empresas privadas, la respuesta es sí, en realidad el precio de las acciones solo es una manifestación del valor de la compañía, el cual aumenta en una pública o en una privada, el único inconveniente para esta última es que carecen de esa señal de precio como retroalimentación de valor.

Como ya se dijo, existe un consenso en la teoría de que el objetivo principal de la toma de decisiones financieras es la maximización del precio de las acciones (Damodaran, 2015). Sin embargo hay otras alternativas de consideración válida como:

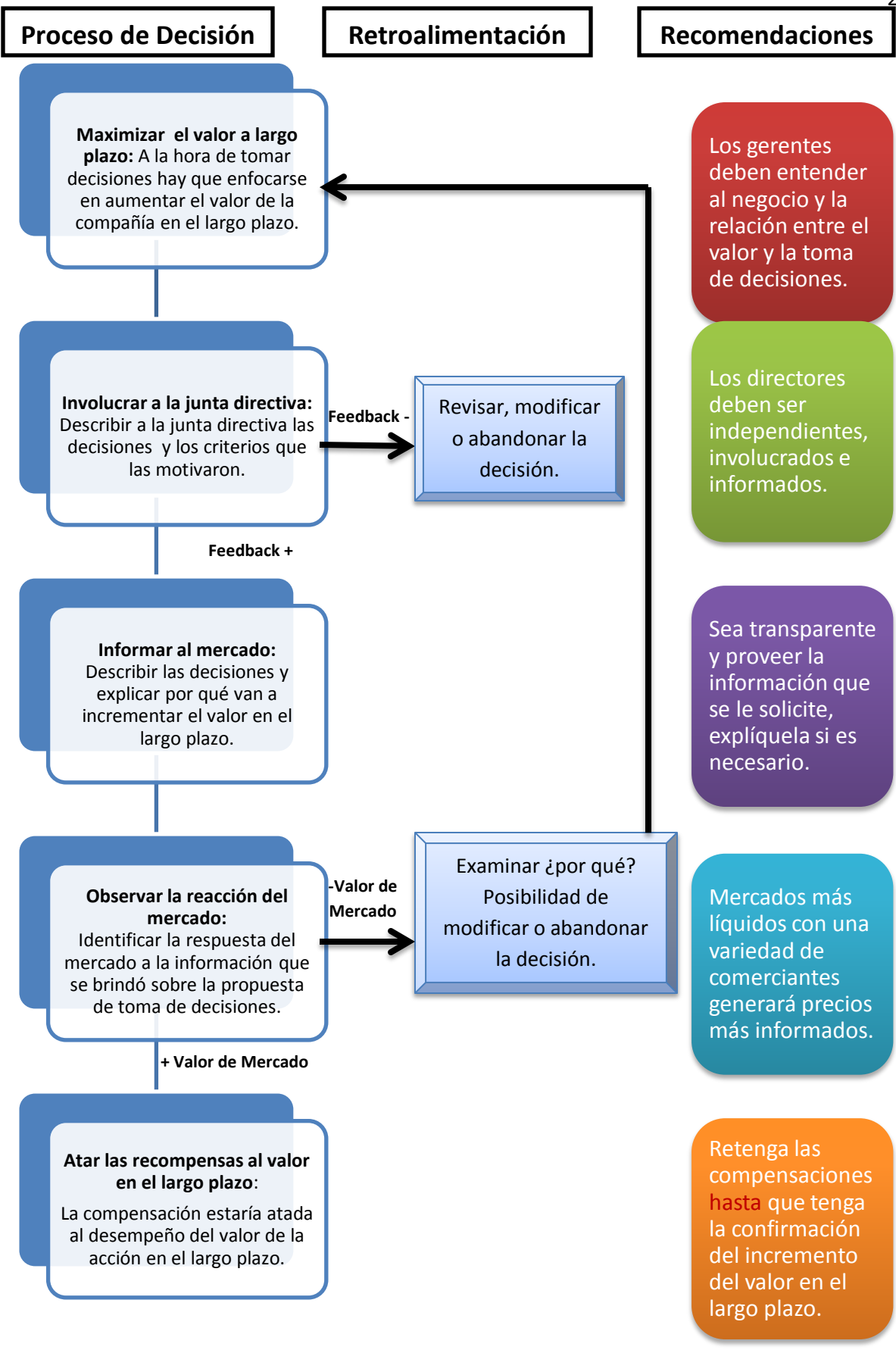
- 1) Maximización de la participación de mercado: los defensores de este objetivo justifican que es observable y medible al igual que el precio de mercado, con el atributo de no requerir de los supuestos de los mercados financieros eficientes.
- 2) Maximización de la rentabilidad: en lugar de enfocarse en el valor lo hace en la rentabilidad, porque se basa en que esta es más fácil de medir y una mayor rentabilidad se traduce a la larga en un incremento del valor. Se le critica por el motivo de inducir a una toma de decisiones cortoplacista y ser más bien un enfoque contable.

- 3) Aumento del tamaño de la organización y el incremento de las ventas: el riesgo de esta perspectiva es que lleve a decisiones ajenas a los intereses de los accionistas y escasamente fundamentadas en la rentabilidad, en su lugar, es una intención de llegar a ser un conglomerado o crear un imperio.

Aunque hay limitaciones en los modelos de toma de decisiones, a continuación se presentan algunas etapas del procedimiento, acciones de retroalimentación y recomendaciones para mejorar el proceso:

- 1) Los gerentes deben tomar decisiones que maximicen el valor de la compañía en el largo plazo, para lo cual deben ser explícitos entre las decisiones tanto operativas como financieras y el valor.
- 2) Contar con una junta de directivos independientes e informados, hace que estos lleven al gerente a reflexionar sobre las consecuencias de sus decisiones.
- 3) Los gerentes tienen que ser transparentes con los mercados sobre las motivaciones y las posibles consecuencias de sus decisiones.
- 4) Si las reacciones de los mercados no son consistentes con las expectativas de los gerentes pueden haber tres explicaciones, una es que la información se haya dado de forma incompleta, así que se necesita una mayor explicación, la segunda es que los inversionistas se estén dejando llevar por creencias irracionales, a lo que el gerente podría responder modificando la decisión para que les sea más atractiva, finalmente el mercado podría tener razón en que la decisión destruye el valor de la empresa, en este caso es mejor abandonar dicha decisión.
- 5) Cualquier compensación que se le brinde a la gerencia o a los colaboradores necesita estar condicionada al valor en el largo plazo, para evitar problemas de agencia.

Una explicación gráfica de lo anterior se encuentra en el siguiente diagrama construido a partir de Damodaran (2015, p.47), donde se resume el procedimiento de la toma de decisiones y se establecen opciones según la retroalimentación (*feedback*) que se reciba del mercado, acompañado de una guía de sugerencias:



Hawawini, G y Viallet, C (2015) consideran que la toma de decisiones de una empresa se aplica a una amplia variedad de variables como:

- 1) Estructura de Capital.
- 2) Financiamiento.
- 3) Capital de Trabajo.
- 4) Crecimiento.
- 5) Inversiones.
- 6) Fusiones y adquisiciones.
- 7) Presupuestos.
- 8) Negocios Internacionales.
- 9) Política de Dividendos.
- 10) Otros.

Pero para estos autores lo más importante es que a la hora de tomar decisiones, indiferentemente las que sean, la empresa debe evaluar la viabilidad financiera en el largo plazo, responder a la pregunta de cómo la compañía financiará sus actividades, determinar si sus decisiones implican una rentabilidad suficiente que justifique los costos requeridos e identificar si la firma será más valiosa por sus acciones, es decir, llevar a cabo los análisis correspondientes con la información pertinente para establecer la toma de decisiones que promueva la gestión óptima de los recursos para la creación de valor.

Para quienes se cuestionan si la toma de decisiones de una empresa debe estar orientada a la creación de valor, piensen en el caso de una compañía que haya escogida una con la que destruya valor. Por ejemplo Volkswagen al decidir alterar sus automóviles para que cumplan engañosamente las normas ambientales, ha llevado a que el precio de sus acciones se reduzca a la fecha en un cuarenta por ciento. ¿Cuántas personas están dispuestas ahora a comprar estas acciones? Claramente mucho menos de las que lo harían en el pasado. Se encuentra entonces la empresa con una mayor dificultad para adquirir capital, tan necesario para financiar sus actividades.

La situación contraria se da en la adquisición de SAB Miller por parte Anheuser Busch InBev por la suma aproximada de \$107 mil millones, de los cuales un 75% serán financiados por terceros. Evidentemente hay una gran cantidad de personas y organizaciones dispuestas a ceder

su dinero a esta empresa, porque reconocen que han sido capaces de tomar buenas decisiones. Así mismo muchas personas quieren laborar para esta compañía, bastantes proveedores quieren ofrecerles sus productos y una gran cantidad de clientes desean consumir sus bebidas. He ahí la importancia de crear valor.

Sobre la pregunta de que la toma de decisiones debe generar valor ¿para quién?, piensan que el foco de atención debe estar en tomar decisiones que incrementen el valor de la compañía, porque en la medida que lo hagan, la empresa en última instancia creará valor para los accionistas y la sociedad como un todo. Hawawini, G y Viallet, C (2015)

Por otro lado un aspecto por tomar en cuenta es la posición de Jack Welch exdirector de General Electric, elegido como el ejecutivo del siglo XX por la revista Fortune, quien sobre la toma de decisiones establece que: “El balance apropiado entre los accionistas, los empleados y la comunidad es lo que todos tratamos de lograr. Pero es difícil establecer este equilibrio porque al final, si no se satisface a los accionistas, no se obtiene la flexibilidad para llevar a cabo las actividades necesarias para cuidar a los empleados y a la comunidad. En nuestra sociedad, nos guste o no, debemos satisfacer a los accionistas.” (Fortune, 1995, p.75)

La Decisión de la Estructura Óptima de Capital

Dado que existe una gran cantidad de posibilidades en la toma de decisiones financieras, para efectos prácticos de esta investigación y para el interés de la empresa seleccionada se va a considerar la decisión de la estructura de capital. Tema sobre el que se desarrolla este apartado

Antes de entrar en detalle con la estructura de capital, es fundamenta saber primero cuál es su función dentro de la compañía, de manera que se muestra un gráfico del ciclo del negocio:



Este ciclo muestra que en un principio con un capital inicial de deuda y aporte de los socios, las empresas son capaces de financiar un monto equivalente de activos, que se utilizan para la generación de ventas, la cantidad de estas dependerá de la eficiencia con que se empleen los activos. Eventualmente las ventas generarán una utilidad, de la cual una parte será reinvertida en el negocio en forma de utilidades retenidas y resto será distribuido entre los socios en forma de dividendos. Con estas utilidades retenidas la compañía tendrá la capacidad de solicitar nuevas deudas, en conjunto esto permite que se inicie un nuevo ciclo con mayor capital para financiar más activos y obtener incrementos en las ventas.

Capítulo III: Marco Contextual

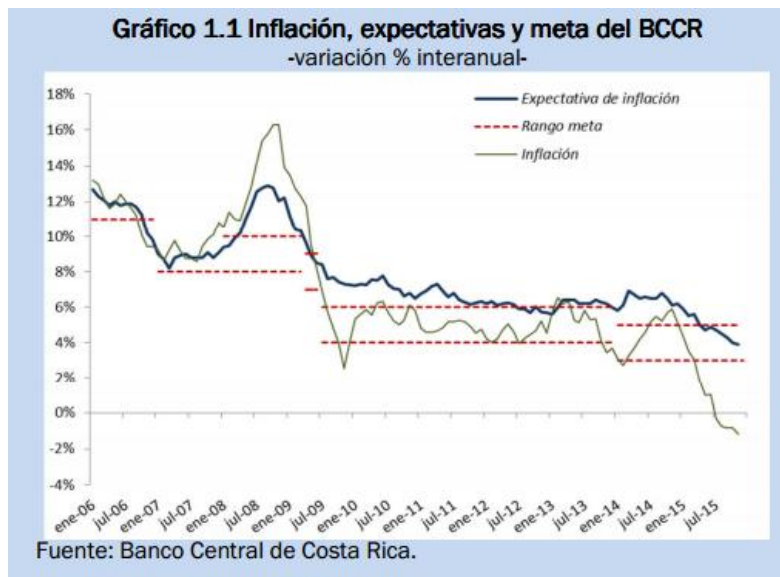
Entorno Económico

No debe dejarse de lado que la empresa está inmersa dentro de un contexto llamado economía, que influye sobre el desempeño de sus operaciones. Por consiguiente, se hace importante contemplar los indicadores económicos más significativos relacionados con el sector y la industria correspondiente a la compañía, que como dicen Lundholm y Sloan (2013) el propósito es desarrollar una comprensión del negocio en estudio y cómo se ajusta dentro de la economía. Siendo así, a continuación se presentan los que se consideran más importantes, señalando que como los estados financieros que se analizan son del 2014 y 2015, se utilizan los valores macroeconómicos para estos años.

Inflación

Según el Gobierno de Costa Rica (2016) se espera mantener una inflación para el 2016 hasta el 2017 de 3% con una variación del +/- 1, es decir, entre un 2% y 4%. A diferencia del año anterior decidieron hacer un ajuste de -1 punto porcentual, ya que para el año pasado gracias a la estabilidad del colón frente al dólar, el precio de los productos importados como el petróleo resultaban más baratos, lo que hizo que se cerrara con una deflación de -0.81% según El Banco Central de Costa Rica (2016), como se aprecia en la imagen a continuación:

Ilustración 2: Inflación según BCCR



Desde el mes de diciembre del año 2014 la inflación en Costa Rica ha presentado un proceso de desaceleración, mostrando incluso valores negativos durante el periodo, hasta el punto de tener un promedio anual de 3.7%. Además, se nota como es frecuente que el valor de la inflación se encuentra fuera del rango estimado.

Para la Compañía de Calzado S.A la relevancia de una buena gestión de la inflación por parte del Banco Central, está en que si esta es moderada protege la capacidad de compra de los consumidores, por el contrario si esta aumenta al punto de que a los consumidores ya no les alcanza el dinero, van a buscar productos de menor precio, lo que implicaría para la empresa elaborar estilos más económicos, reducir costos, disminuir márgenes, optimizar procesos, entre otras posibilidades.

Por otro lado, una estabilidad en la inflación ayuda a la Compañía de Calzado S.A a tomar decisiones de inversión. Por ejemplo si desean expandir sus fronteras para eventualmente exportar a otros países o contar con puntos de venta propios (tiendas), entre otros.

PIB

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2016) como consecuencia de la desaceleración de las grandes economías como por ejemplo la china, las bajas en los precios de las materias primas que reducen los ingresos por exportaciones, además de las divergentes políticas monetarias aplicadas por las economías avanzadas, es que la proyección para este 2016 de

crecimiento promedio para América Central es del 4.2%, mientras que el promedio para las economías de América Latina es de un -0.3%, valor especialmente influenciado por las bajas en Venezuela, Brasil y Argentina, finalmente en promedio el PIB mundial crecería 3.4%. Datos que se muestran en el cuadro siguiente:

Ilustración 3: Crecimiento del PIB real en América Latina y el Caribe

	2015	2016
	<i>(porcentaje)</i>	
América Latina y el Caribe ¹	-0.3	-0.3
América Central	3.9	4.2
El Caribe	4.3	3.9
América Latina		
Argentina	1.5	-1.0
Brasil	-3.8	-3.5
Chile	2.1	2.1
Colombia	3.0	2.7
México	2.5	2.6
Perú	2.7	3.3
Venezuela	-10.0	-8.0

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial (informe WEO)*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Los agregados regionales se ponderan por el PIB en función de la PPA.

2. Tomado de: <http://blog-dialogoafondo.org/?p=6256>

Por otro lado, para el Banco Central de Costa Rica (BCCR, 2016) en promedio la economía costarricense creció 2,8% en el año 2015. Aunque se observa que el sector manufactura se mantuvo estancado durante el 2015 y se espera que para el 2016 repunte con un crecimiento de 4,1%, pero uno de los aspectos que más afecta a la empresa en estudio, al igual que a muchas otras, es el desempleo, que aumenta la pobreza y restringe el consumo, aunque la capacidad de compra se mantenga intacta por una baja inflación. Estas perspectivas de crecimiento se presentan en el cuadro siguiente:

Ilustración 4: Producto Interno Bruto Real

	2015	2016	2017
Producto Interno Bruto real	2,8	4,2	4,5
Agricultura, silvicultura y pesca	-4,1	3,0	3,9
Manufactura	0,0	4,1	4,2
Construcción	4,5	0,7	5,3
De la cual con destino:			
<i>Público</i>	0,9	-8,6	6,2
<i>Privado</i>	6,0	4,4	5,0
Comercio, restaurantes y hoteles	3,7	4,1	4,1
Transportes, almacen. y comunic.	5,0	5,2	5,3
Intermediación financiera y seguros	7,7	7,8	8,0
Otros servicios prestados a empresas	8,1	7,8	6,9
Resto*	2,9	2,5	2,9

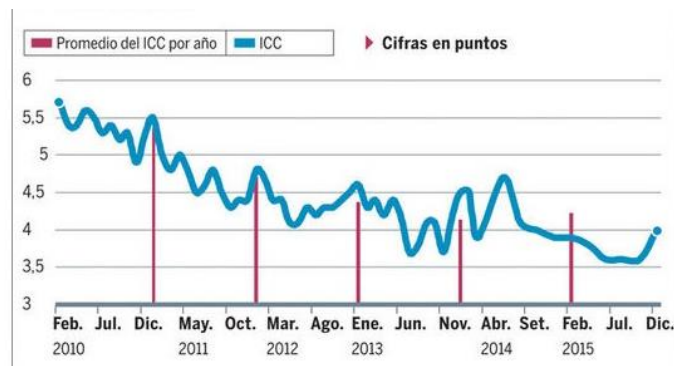
3. Tomado de: http://www.bccr.fi.cr/publicaciones/politica_monetaria_inflacion/PM2016-17.pdf

A partir de estos valores se obtiene que las industrias en las que está inmersa la Compañía de Calzado S.A, que son la de manufactura y la de comercio, eventualmente crecerán un 4.1%, que a pesar de no ser un valor tan elevado como el de intermediación financiera, si es beneficioso para el desarrollo del negocio con un incremento potencial en sus ingresos. Esto ayuda a pronosticar las ventas y el crecimiento para dichos periodos.

Índice de Confianza del Consumidor

El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) realizado por la empresa Unimer para el diario El Financiero cerró en 4.0 puntos en diciembre 2015, prácticamente en un valor idéntico al del año anterior, como se observa en el gráfico. Lo que evidencia que este indicador viene a la baja y por las expectativas del próximo año, es probable que mantenga ese comportamiento.

Ilustración 5: Índice de Confianza del Consumidor



4. Tomado de: http://www.elfinancierocr.com/finanzas/ICC-confianza-Unimer-consumidor-desempleo-deficit_fiscal-estabilidad_precios_12_885031489.html

Aunque se espera tanto una baja inflación como una estabilidad en el tipo de cambio, existe desconfianza o al menos un pesimismo en el consumidor, que se debe en gran medida a la incertidumbre por el déficit fiscal y el desempleo, variables que han calado en las perspectivas que tienen las personas sobre la economía venidera para los próximos años.

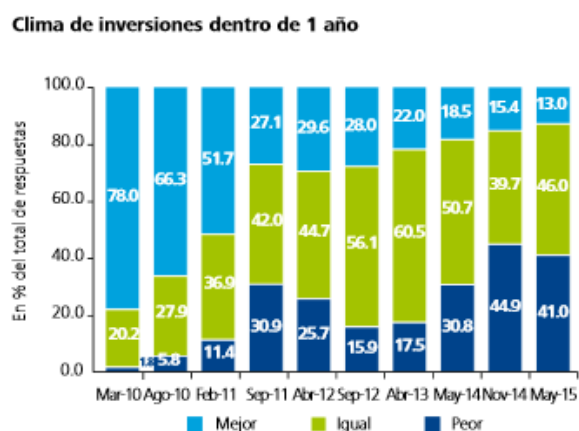
Si la población presenta desconfianza sobre la economía del país, probablemente va a restringir su consumo, destinando más recursos al ahorro, también sería más sensible al precio procurando buscar ofertas o promociones, situaciones que modifican su comportamiento de compra y por ende, a la comercialización del calzado.

Clima de Inversión

Tomando en cuenta la décima edición del Barómetro de Empresas de la firma Deloitte, la mayoría de los ciento tres altos ejecutivos entrevistados consideran que el clima para invertir en el 2016 va a ser muy similar al de hace un año, ya que no esperan en realidad ningún cambio significativo. Por el contrario un 42% de los encuestados considera que a futuro, el clima de inversión empeorará por posibles incrementos en la inflación, la volatilidad en el tipo de cambio y los aumentos elevados en los gastos salariales.

En el siguiente gráfico tomado de Deloitte (2015, p.8) se observa la disminución de una expectativa positiva para el año siguiente y la estabilidad de lo que se espera para el otro año:

Ilustración 6: Clima de Inversión



5. Tomado de Delloitte (2015)

La importancia del clima de inversión para la Compañía de Calzado S.A es que le da indicios de cuáles pueden ser oportunidades y amenazas para su gestión, así mismo cómo desarrollar sus

fortalezas para conseguir una ventaja competitiva y compensar sus debilidades. Por ejemplo, sí percibe que sus competidores tienen bajas expectativas, por lo que limitan sus inversiones en investigación y desarrollo o promoción, pero si la Compañía de Calzado S.A cuenta con estos elementos como fortalezas, puede convertirlos entonces en oportunidades, ya sea en la elaboración de estilos o en la publicidad.

Riesgo País

El índice de riesgo país es un indicador que permite conocer la probabilidad de que un país emisor de deuda sea incapaz de responder a sus compromisos de pago. En el caso de Costa Rica la consultora Fitch (2016) la mantiene con una calificación de soberana de BB+. Aunque se le considera un país cuyas inversiones se ven afectadas por el crecimiento del déficit fiscal, lo cual eventualmente provocaría que los inversionistas exijan un mayor rendimiento por su dinero destinado en este país, tentativamente empujando las tasas al alza.

Ilustración 7: Calificación de Riesgo País

Costa Rica: Calificaciones de Riesgo País				
		Fitch Ratings	Moody's Investor Service	Standard and Poor's
<i>Diciembre 2013</i>	Calificación	BB+	Baa3	BB
	Perspectiva	Estable	Negativa	Estable
<i>Marzo 2014</i>	Calificación	BB+	Baa3	BB
	Perspectiva	Estable	Negativa	Estable
<i>Junio 2014</i>	Calificación	BB+	Baa3	BB
	Perspectiva	Estable	Negativa	Estable
<i>Septiembre 2014</i>	Calificación	BB+	Ba1	BB
	Perspectiva	Estable	Estable	Estable
<i>Diciembre 2014</i>	Calificación	BB+	Ba1	BB
	Perspectiva	Estable	Estable	Estable/B
<i>Marzo 2015</i>	Calificación	BB+	Baa3	BB
	Perspectiva	Negativa	Negativa	Estable
<i>Junio 2015</i>	Calificación	BB+	Ba1	BB
	Perspectiva	Negativa	Estable	Estable/B
<i>Septiembre 2015</i>	Calificación	BB+	Ba1	BB
	Perspectiva	Negativa	Estable	Estable/B
<i>Diciembre 2015</i>	Calificación	BB+	Ba1	BB
	Perspectiva	Negativa	Estable	Estable/B

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.moody.com>; <http://www.standardandpoors.com>

El principal reto del gobierno es la reducción del déficit fiscal, idealmente que este llegue a presentar un 3.8% del PIB, para lo cual se deben aplicar medidas como la minimización del gasto

público, combatir la evasión fiscal, incrementar los ingresos fiscales y mejorar la eficiencia en la administración tributaria, entre otros.

El riesgo país influye en la Compañía de Calzado S.A principalmente en sus valores de prima de riesgo y rentabilidad, donde a medida que aumente el riesgo, idealmente debe aumentar la rentabilidad de la empresa, por lo que si esto sucede hay que exigirle mayor retorno a los recursos invertidos.

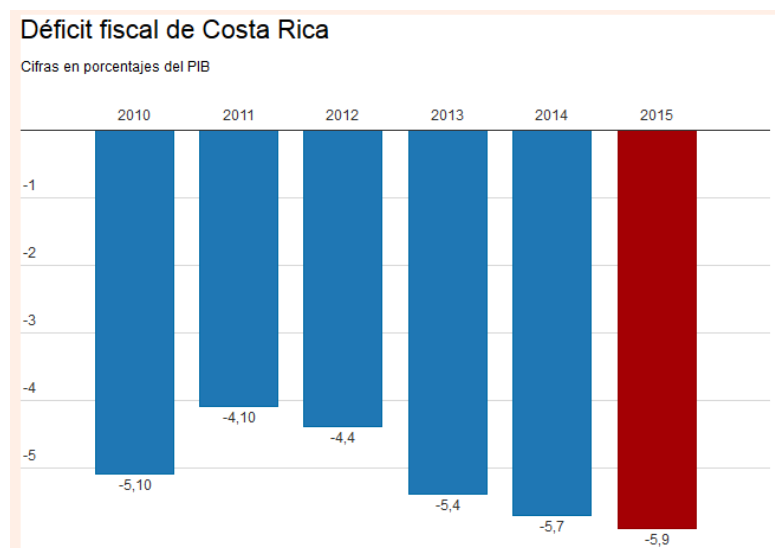
Déficit Fiscal

El Déficit Fiscal es la diferencia que aparece cuando los gastos presupuestados por el Gobierno Central resultan mayores a los ingresos. Esto se debe a la utilización de una política fiscal expansiva, es decir, cuando se toman medidas que aumentan el gasto público o la reducción de los impuestos.

Según Ecoanálisis (2014) el déficit fiscal ha venido en incremento exponencial durante los últimos años, como se puede observar en el gráfico, para que en el año 2015 se estime en un 5.8% del PIB, con una tendencia creciente, siendo la situación de mayor riesgo que enfrenta la estabilidad macroeconómica del país. Incluso el Ministerio de Hacienda (2014) considera que en caso de no tomar acciones para el 2019 el déficit alcanzaría el 8.2% del PIB.

Como parte de las acciones del Gobierno para contrarrestar el déficit fiscal está pasar de un impuesto general de ventas a uno de valor agregado, además de que la tasa impositiva sea de un 15% y no de un 13%. Adicionalmente, imponer impuestos a todos los servicios, exceptuando salud y educación.

Ilustración 8: Déficit Fiscal de Costa Rica



6. Tomado de: http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Deficit-fiscal-Costa-Rica-PIB_0_887911206.html

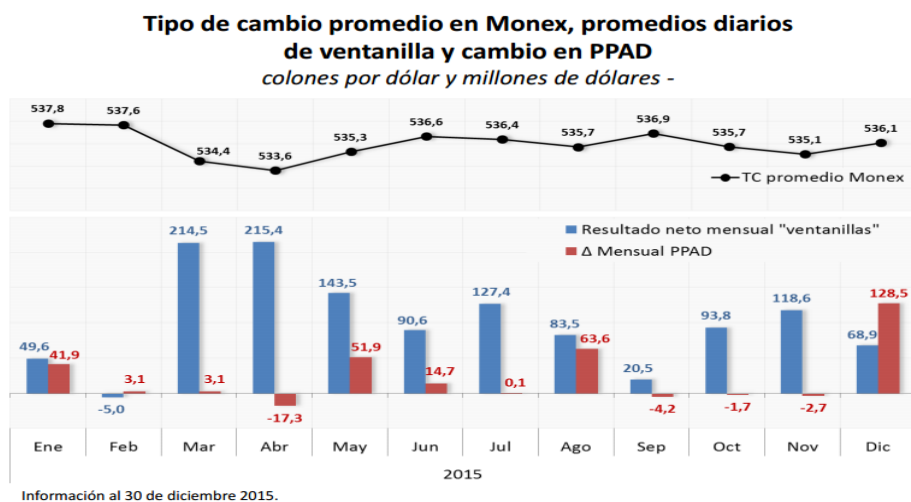
El gráfico anterior señala que el déficit fiscal cerró el 2015 representando un 5.9% del PIB, un aumento de 2 décimas de puntos porcentuales con respecto al año anterior. Donde también hubo un incremento en los ingresos del Gobierno de 9.9%, como resultado de la recaudación del impuesto de la renta y las utilidades. Finalmente se espera que para el 2016 la cifra de faltante se mantenga en 5.9% o crezca a 6.2% del PIB. (Morales, 2016).

Una de las afectaciones más inmediatas del déficit fiscal para la Compañía de Calzado SA es la reforma fiscal, con la que se pasaría de un impuesto de ventas del 13% a un impuesto del valor agregado del 15%, además de una posible eliminación de los tramos de renta, lo que denota que una mayor porción de los recursos sería destinada para el ámbito tributario.

Devaluación

A pesar de la preocupación por pasar de un sistema de bandas a uno de flotación administrada en el año 2015, como se ve en el gráfico, en realidad el tipo de cambio se ha mantenido estable, en parte gracias a la baja de las materias primas, principalmente el petróleo y la cantidad de dólares dentro de la economía costarricense. Por lo que se espera un comportamiento similar para el 2016.

Ilustración 9: Tipo de Cambio Colón-Dólar



7. Tomado de Banco Central de Costa Rica (2016)

Otra de las prioridades del Banco Central de Costa Rica es la estabilidad cambiaria, por lo que para este año 2016 tiene la intención de adquirir \$1,000 millones más de divisas para tener como reservas, que se sumaría a los actuales \$7,834 millones. Con esta participación activa lo que intentan es tener la capacidad de atender eventuales exigencias ante afectaciones externas, previniendo la volatilidad o los cambios bruscos en el tipo de cambio.

Parte del actuar del Banco Central es comprar divisas cuando se presenta un exceso en la oferta de moneda, que potencialmente pueda bajar el valor del dólar. Aunque persiste su preocupación por la alta y creciente cantidad de créditos en moneda extranjera, particularmente para aquellas personas u organizaciones cuyos ingresos se da más bien en colones.

Como se verá en otros apartados, los gastos financieros por tipo de cambio son considerables para la Compañía de Calzado S.A, ya que suele tener pasivos en dólares, lo que le provoca un riesgo por tipo de cambio. Por lo que la estabilidad de esta moneda le ayuda a equilibrar dichos gastos, mientras que si el tipo de cambio aumenta, le puede significar un mayor desembolso de colones.

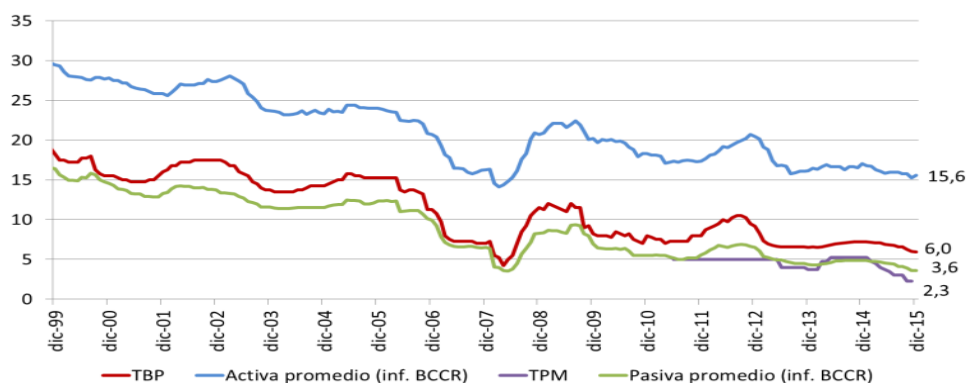
Tasa Básica Pasiva

La Tasa Básica Pasiva es un promedio ponderado de las tasas de interés brutas de captación a plazo entre ciento cincuenta a doscientos diez días en colones, de los distintos grupos de intermediarios financieros, que para el año 2015 cerró en 5.95%, lo cual es un reflejo de la baja

en las tasas de interés. Ya lleva ocho semanas consecutivas en esta posición, la cual es uno de los niveles más bajos desde la crisis del 2008, como se aprecia en el gráfico.

Para evitar que esta se dispare, el Gobierno pretende lanzar para el 2015 su última emisión de eurobonos por \$1.000, aunque también es necesaria una reforma fiscal que le genere mayores ingresos, igualmente ser más eficientes en sus gastos.

Ilustración 10: Tasa de Interés Nominales



8. Tomado de: Banco Central de Costa Rica (2016)

Es importante mencionar que a partir de febrero 2016 se implementa una nueva fórmula de cálculo de la tasa básica pasiva, que toma en cuenta el promedio simple de las tasas de interés de las operaciones de captación a cualquier plazo en colones y que hayan sido negociadas durante la semana anterior al cálculo.

La Tasa Básica Pasiva (TBP) repercute en la Compañía de Calzado S.A, en el sentido de que posee deudas bancarias en colones con tasa variable que tienen como base la TBP, de manera que si aumenta, tendrá que incrementar el pago de sus cuotas. Por otro lado si la TBP disminuye al punto de que no es atractivo tener el dinero en el banco, más bien le puede motivar a buscar otro tipo de inversiones más atractivas.

Desempleo

Actualmente la tasa de desempleo es de 9,2%, como se ve en el gráfico. Por otro lado el BCC no se atreve a realizar predicciones sobre el desempleo para este o el próximo año, no obstante políticamente comentan su "intención" por disminuir la tasa de desempleo con sus propuestas laborales. Sin embargo, el aumento de servicios como la electricidad, el gas y una

eventual reforma fiscal donde se incrementen los impuestos, son limitadores para las empresas, que ya como muchas podrían decidir concluir sus operaciones en el país.

Ilustración 11: Tasa de Desempleo

	Población en condición de actividad ^{1,2/}	Fuerza de trabajo ^{1/}	Tasa neta de participación (%)	Ocupados ^{1/}	Desocupados ^{1/}	Tasa de desempleo abierto (%)
I 2014	3.628.363	2.310.113	63,7	2.084.210	225.903	9,8
II 2014	3.645.426	2.252.474	61,8	2.048.011	204.463	9,1
III 2014	3.661.332	2.294.204	62,7	2.065.801	228.403	10,0
IV 2014	3.676.598	2.279.775	62,0	2.059.600	220.175	9,7
I 2015	3.692.461	2.282.882	61,8	2.051.208	231.674	10,1
II 2015	3.709.802	2.305.296	62,1	2.087.363	217.933	9,5
III 2015	3.724.327	2.273.317	61,0	2.063.117	210.200	9,2

^{1/} Número de personas.

^{2/} La población en condición de actividad se refiere a las personas de 15 años o más.

9. Tomado de: Banco Central de Costa Rica (2016)

El desempleo es todavía más preocupante cuando se ve que una porción de las generaciones venideras ni trabaja ni estudia, los considerados Ninis, que según cifras del Banco Mundial son 1 de cada 5 jóvenes entre los 15 y 24 años de edad en Latinoamérica. Situación que prevé una afectación en el crecimiento económico general y por supuesto una incidencia creciente de la pobreza. (Banco Mundial, 2016).

El desempleo afecta a la Compañía de Calzado porque esta es una de las mayores causas de pobreza, de modo que si más personas se suman al desempleo habrá menos clientes potenciales, los segmentos de mercado se concentran más, lo que podría perjudicar los ingresos para la empresa, por ende, también a sus finanzas.

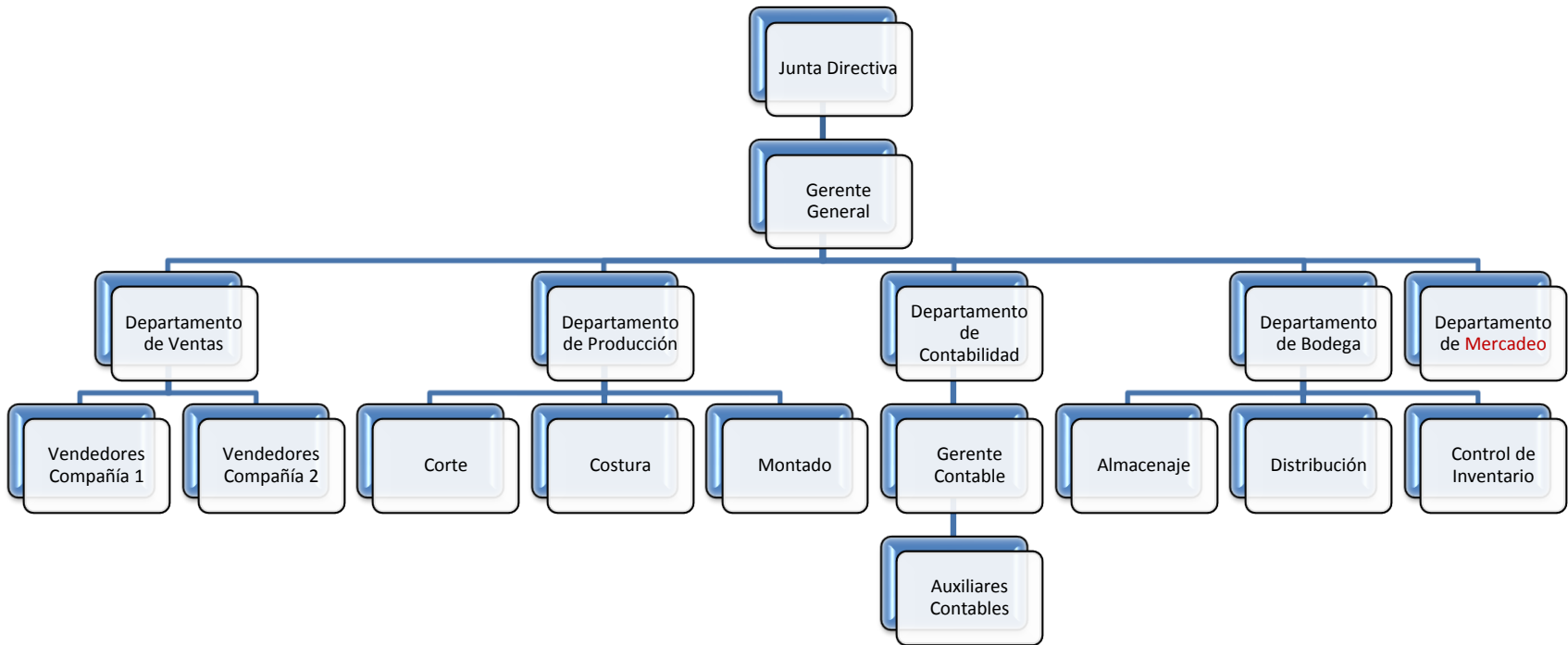
Antecedentes de la Empresa

La Compañía de Calzado S.A, empresa en estudio, fue fundada en los años noventa como una división de la fábrica de Calzado X, cuya función sería la importación de calzado de terceros países, en su mayoría zapatos de cuero para mujeres. Sin embargo, cuando la fábrica de calzado X fue vendida a finales de los noventa, la Compañía de Calzado S.A se convirtió en una distribuidora de calzado proveniente de distintos países de la región americana.

A inicios del año 2000 los socios de la Compañía de Calzado S.A, decidieron que la empresa debería dedicarse a la importación de calzado desde terceros países, al mismo tiempo que los distribuiría en Costa Rica.

Finalmente, en años posteriores la Compañía de Calzado S.A observó una oportunidad en la fabricación de calzado, por lo que además de importarlo, tomó la decisión de elaborarlo en pequeña escala para satisfacer al mercado local. Para lo cual construyeron un taller donde el zapato es producido de manera artesanal, por mano de obra costarricense.

Organigrama Compañía de Calzado S.A



Descripción de la actividad

La empresa se dedica a la fabricación y la distribución de calzado tanto para hombres como para mujeres de todas las edades. Para llevar a cabo sus actividades cuenta con talleres en la región centroamericana, incluyendo a Costa Rica, para la elaboración de los zapatos, socios maquiladores en el exterior y proveedores internacionales, ya sea de materia prima o de producto terminado.

Dentro de los procesos industriales que lleva a cabo la empresa se encuentran:

- 1) Selección de las pieles o los materiales naturales y sintéticos.
- 2) Cortado de acuerdo con el contorno que se le dará a las piezas.
- 3) Rebaje, que consiste en la reducción del espesor de las pieles.
- 4) Guarnecido, es el cosido de las partes que ya han sido cortadas.
- 5) Montado, es decir centrar todas las piezas cortadas en una horma.
- 6) Envasado, poner dentro de la caja el producto terminado.

Para realizar la comercialización de sus productos, los distribuye a los diferentes clientes que tiene a lo largo del país, a quienes se les vende por medio de *showrooms* donde pueden comprar los zapatos al mayoreo, paralelamente se realizan visitas a los locales de los clientes para mostrarles novedades o tomar algún pedido que haya quedado pendiente. Dentro de sus prácticas está ofrecer el crédito comercial a treinta días y el descuento por pronto pago.

Descripción de los Productos

Los productos que se realizan en los talleres de la compañía son fabricados por medio de técnicas tanto artesanales como industriales, principalmente elaborados a mano, se producen con base en materiales de cuero, lona y sintético, siendo el primero el que más predomina, porque la empresa tiene como tradición la utilización de esta materia e históricamente, ha sido el instrumento que le ha permitido diferenciarse de su competencia, particularmente de los importadores de calzado sintético de países asiáticos.

Es importante reconocer que en la actualidad la industria de calzado costarricense presenta dos tendencias bien marcadas para obtención de una ventaja competitiva. En primer lugar, se encuentra la diferenciación del producto, que permite obtener mayores márgenes de ventas, que puede lograrse por medio de la marca, los materiales y puntos de venta exclusivos como lo hace Timberland, Aldo Nero, Naturalizer, entre otros.

La segunda estrategia es la de liderazgo de precios, que faculta a las empresas a ofrecer precios más bajos que sus competidores para aumentar sus ingresos por el incremento del volumen de ventas. Se da con estructuras de costos bajos en formatos de tiendas, una distribución focalizada y niveles óptimos de personal, algunos ejemplos son Bestbrands y Payless Shoes, entre otros. Por ejemplo estas firmas elaboran el calzado principalmente en China o lo importan de países asiáticos, lo que hace que los costos de producción sean menores, igualmente se dedican a la comercialización de producto a base de material sintético, que es de menor precio y se concentran mayoritariamente en la Gran Área Metropolitana, donde haya alto tráfico de personas.

Descripción de los Consumidores

Hoy en día la empresa cuenta con una cartera bastante estable de clientes, los cuales se encuentran distribuidos a lo largo de todo el territorio nacional, ubicados en zonas rurales y urbanas. Estos clientes pueden poseer una sola tienda o varias, en caso de que tenga varias, al cliente se le denomina como “cadena”, cuyas tiendas pueden ubicarse en una sola zona por ejemplo Puntarenas o en varias, por ejemplo que tenga tiendas en Puntarenas y en San José, entre otras ubicaciones.

En lo que se refiere al perfil de los clientes, estos hoy en día se encuentran más informados sobre los productos y los procesos de producción, cuentan con mayor cantidad de oferentes, incluso tienen la disposición de buscar proveedores fuera del país e importar calzado. Varios de estos son sensibles al precio, justificando que los consumidores buscan precios bajos y que hay muchas tiendas, principalmente de material sintético, que venden dichos productos.

Sobre los productos de cuero tienen la expectativa de que el calzado sea de buena calidad, es decir, durable, al mismo tiempo que confortable y a un precio competitivo dentro del mercado. Siendo esta última una de las variables de mayor peso para su toma de decisiones de compra y uno de los puntos fundamentales de su comportamiento.

Gestión Operativa

El precio ha sido uno de los factores que más ha influido en la estrategias de las industrias de calzado nacional, por ejemplo hay empresas que para tratar de bajar sus precios realizan inversiones en tenerías, fabricación de hule y plásticos para suelas y adhesivos, adicionalmente importan líneas de calzado para complementar la oferta. La situación ha sido tal para las compañías que ahora la mayoría importa zapatos desde otras regiones, ante la imposibilidad de competir con los precios de productos chinos, quienes por cierto fabrican el 51% de la producción

mundial de calzado, de tal manera que se está pasando de ser productores industriales a convertirse en importadores y comerciantes. Complementariamente hay empresas que tienen la expectativa de aumentar su expansión minorista por el país e incluso en Centroamérica con sus propios puntos de venta.

La industria de calzado costarricense, ya sea que las compañías se dediquen a la importación, fabricación y/o exportación de zapatos, ha presentado cambios competitivos a lo largo de su historia, impulsando a las empresas a realizar inversiones en tecnología, maquinaria, diseño, investigación, recursos humanos y todas las necesarias para ser capaces de competir contra sus rivales y poder así ocupar un lugar dentro del mercado de calzado.

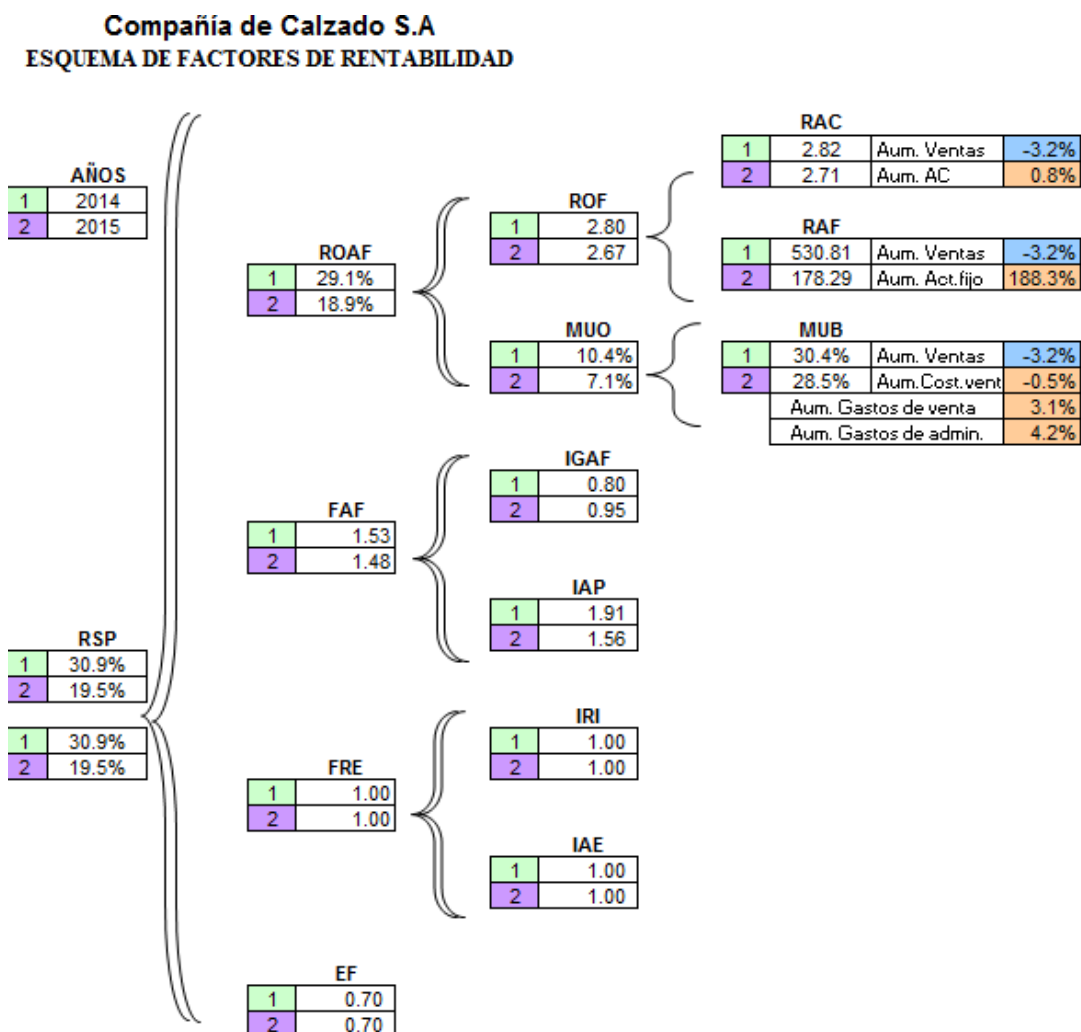
Si bien es cierto las importaciones de calzado de bajo precio, provenientes principalmente de China, se han convertido en una amenaza y han modificado la forma de hacer negocios, donde ya no se trata solamente de producir bienes de calidad a un precio accesible, además hay que traer de fuera los productos complementarios y comercializarlos internamente.

Hay que destacar que a pesar de las adversidades y las amenazas, la industria de calzado costarricense no ha desistido, por el contrario se ha tratado de buscar las oportunidades y encontrar las soluciones que les faculten a mantenerse competitivos, además, por supuesto de contar con rentabilidad en el negocio.

Capítulo IV. Análisis de la Situación Diagnosticada

En el siguiente apartado se presenta la aplicación de los conceptos teóricos descritos en capítulos anteriores, para realizar el análisis financiero de la empresa a partir de sus estados contables, con el propósito de generar un diagnóstico de la situación en la que se encuentra actualmente la compañía, para que en apartados posteriores se desarrollen las posibles estrategias para su mejoramiento.

Esquema de Factores de Rentabilidad



Análisis del Esquema de Factores de Rentabilidad

1. ROAF (Rendimiento de Operación sobre Activos Funcionales): Ha habido una disminución en la capacidad de las inversiones funcionales, entendida como la sumatoria de los activos circulantes y la maquinaria, planta y equipo, para generar ventas y obtener utilidades operativas en el año 2015 (19%) con respecto al 2014 (29%), en -10 puntos porcentuales. Esto quiere decir que para el 2014 por cada ¢100 que se destinaron a activos funcionales se obtuvieron ¢29 de utilidad operativa, mientras que para el 2015 es de ¢19, por lo que quedan menos recursos para el pago de los intereses e impuestos, al mismo tiempo que se compromete la rentabilidad.

1.1 ROF (Rotación de Activos Funcionales): Una empresa invierte en activos de operación con el objetivo de generar ventas, este índice muestra dicha relación. Se observa que para el 2014 por cada ¢1 que se destinó a activos funcionales se consiguieron ¢2.8 de ventas, por el contrario para el 2015 es de ¢2.67. El ROF disminuye su función de potenciador del margen de utilidad operativa, de tal manera que hay una reducción en la efectividad de la empresa para transformar sus activos funcionales en ventas.

1.1.1 RAC (Rotación del Activo Circulante): El objetivo de invertir en activos circulantes, como las cuentas por cobrar y los inventarios, es generar ventas. Hay que prestar atención a este indicador porque se ha visto afectado en el 2015 (2.71) versus el 2014 (2.82). Se entiende entonces que para el 2014 por cada ¢1 invertido en activos circulantes se generaban ¢2.82 de ventas netas, por el contrario para el 2015 es de ¢2.71, es decir ¢110,000 menos de ventas por cada ¢1 millón de activos a corto plazo. Estos últimos han aumentado en promedio en casi un 1%, especialmente los inventarios que lo hicieron en casi un 4%, mientras que las ventas se redujeron en -3.3%.

1.1.2 RAF (Rotación del Activo Fijo): Las inversiones en activos fijos tienen como propósito apoyar las operaciones para cumplir con la función de ventas. Dado que la proporción de activos fijos de los activos totales es mínima, el valor de esta razón es bastante alto, de 530 para el 2014 y 178 para el 2015. Para este último año implica que por cada ¢1 invertido en activos fijos se generan ¢178 de ventas. La disminución con respecto al año anterior es consecuencia del aumento en activos fijos en casi 2 veces (188%).

1.2 MUO (Margen de Utilidad Operativa): Se muestra un deterioro en el margen de utilidad operativa del 2015 (7%) con respecto al 2014 (10,4%), lo que quiere decir que por cada ¢1,000,000 de ventas se reciben de menos -¢27,000 de utilidad operativa, cantidad que es ahora consumida por los gastos operativos. Esto es el resultado de un aumento de los gastos de ventas en +3.1% y de los gastos administrativos en +4.2%, que tuvieron movimientos opuestos a las ventas que decrecieron -3.3%.

1.2.1 MUB (Margen de Utilidad Bruta): Este tuvo una disminución para el 2015 que es de 28.5% contra el 2014 de 30.4%, quiere decir que para el 2015 luego de cubrir los costos variables queda un 28.5% de la utilidad para que sea destinada a los costos operativos, menor en -2 puntos porcentuales que en el 2014, a causa de la baja en las ventas y el incremento de los costos variables, habiendo así una mayor exigibilidad de los recursos.

2. FAF (Factor de Apalancamiento Financiero): La utilización de pasivos tiene dos efectos contrarios en una empresa, uno es beneficio porque permite utilizar recursos ajenos para las inversiones (IAP), otro es perjudicial porque significa un costo (IGAF). La interacción de ambos se encuentra en el FAF, que muestra el efecto neto que produce el endeudamiento sobre la rentabilidad final. Se obtiene que este ha sido más perjudicial para el año 2015 (1.48), principalmente porque se disminuyeron las deudas en 0.35 puntos porcentuales (beneficio) en comparación al gasto financiero que lo hizo en 0.15 puntos porcentuales (prejuicio).

2.1 IAP (Incidencia de Apalancamiento): En ausencia de deudas el IAP será igual a 1, a medida que las deudas de la empresa aumenten este superará dicho valor. Ha habido una reducción en el 2015 (1.56) en comparación al 2014 (1.91), en otras palabras para el 2015 por cada ¢1 de patrimonio existen ¢1.56 de activos, es decir, el patrimonio financió ¢1 de esos ¢1.56 y los pasivos ¢0.56. También significa que la empresa utiliza más patrimonio que deuda como medio de financiamiento de sus inversiones, esto es beneficioso en el sentido de que la deuda genera costos manifestados en el pago de intereses, sin embargo se está empleando más el capital propio, que podría ser destinado a otras opciones como el pago de dividendos, entre otros.

2.2 IGAF (Incidencia de Gastos Financieros): Hubo un mejoramiento en este índice para el año 2015 (0.95) en donde los gastos financieros consumieron un 5% de la utilidad antes de gastos financieros, quedando un 95% para cubrir otros resultados e impuestos y para generar una utilidad neta. Por otro lado para el 2014 (0.80) los gastos financieros absorbieron un 20% de la utilidad. Esta mejoría se debe en parte a una ganancia aproximada a los ¢7.7 millones por diferencial cambiario.

3. FRE (Factor de Resultados Extrafuncionales): Es común que las compañías cuenten con otros activos extrafuncionales a las actividades operativas cotidianas, no obstante este no es el caso para la Compañía de Calzado SA, como se demuestra a continuación:

3.1 IAE (Incidencia de Activos Extrafuncionales): Tanto para el año 2014 como para el 2015 esta razón es de 1, lo que quiere decir que todos los activos utilizados por la compañía son funcionales, entonces no hay ninguna influencia de activos no operativos.

3.2 IRI (Incidencia de Resultados Indirectos): No hay aportes o consumos de otros ingresos indirectos, como resultado este índice es de 1 para ambos años.

4. EF (Efecto Fiscal): Este valor se mantiene estable para los 2 años (0.70), significa que las cargas fiscales absorbieron un 30% de la utilidad antes de impuestos, quedando un 70% como utilidad neta y final.

Síntesis del Esquema de Factores de Rentabilidad

El rendimiento del patrimonio se ha visto más comprometido en el 2015 a causa de dobleces en la capacidad de los activos funcionales para generar utilidad operativa, especialmente agravado por los márgenes de utilidad operativa debido a los aumentos de los gastos de ventas y administrativos por encima de la baja de los costos variables y la disminución de las ventas.

Ha habido problemas en la rotación de los activos circulantes, principalmente por el incremento de los inventarios con dificultad para transformarse en ventas y minimización de las cuentas por cobrar como resultado de la baja en ventas. Al mismo tiempo otro aspecto que influye es la reducción de las ventajas del apalancamiento, ya que los beneficios de la utilización de deuda se han visto apaciguados por el costo de los gastos financieros, que son proporcionalmente mayores que la implementación de deuda.

Dentro de los aspectos por mejorar se encuentra la optimización del capital de trabajo, particularmente los inventarios y las cuentas por cobrar, procurando la aceleración de su ciclo, además claro está el incremento de las ventas. Al mismo tiempo que gestionar más eficientemente los gastos operativos tanto de ventas como administrativos. Finalmente, es apropiado calcular la estructura óptima de capital en la que se logre maximizar el valor de la empresa con el mínimo coste de los recursos financieros posibles.

Modelo de Análisis de Flujo de Caja y EBITDA

Ilustración 12: Flujo de Caja y EBITDA de la Compañía de Calzado SA

Flujo de las utilidades		2015	
Utilidad neta		28,457,642	
Más depreciación y amortización		1,192,894	
Más gastos financieros		2,343,299	
Flujo de las operaciones		31,993,834	
Inversiones netas de corto plazo			
Aumento en Circulante neto operativo		19,916,141	
Flujo de caja de corto plazo		12,077,693	
Atención a fuentes de financiamiento			
Gastos financieros		2,343,299	
Pago de dividendos		0	
Flujo después de pago a fuentes		9,734,394	
Inversiones en activos de largo plazo			
Aum. activo LP (activo fijo bruto y LP sin revaluaciones)		3,362,980	Financiamiento del déficit
Flujo después de inversiones LP (superávit o déficit)		6,371,414	-100%
Financiamiento del déficit o aplicación de superávit			
Cambio en pasivo financiero CP		-3,673,659	57.7%
Cambio en deuda LP		-1,304,289	20.5%
Cambio en patrimonio sin utilidades ni revaluaciones		0	0.0%
Flujo neto de caja del periodo (aumento o disminución)		1,393,466	21.9%
			0.0%
INDICES DE ESTABILIDAD (RIESGO)			
	2014	2015	
Razón circulante	2.53	3.46	Dism., cerca de 1: riesgo sensible
Razón de deuda	48%	36%	Aum., cerca de 70%: riesgo sensible
Razón deuda CP	82%	79%	Aum., > 50%: alto riesgo
Razón pasivo financiero CP	10%	8%	Aum., > 50%: alto riesgo
EBITDA			
	65,887,558	44,189,966	-33%
Cobertura a carga financiera	5.1	18.9	Dism., aún alta: riesgo bajo
Cobertura a servicio de deuda	3.0	5.7	Dism. < 1: alto riesgo
Cobertura a obligaciones CP	0.7	0.7	Dism. < 1: alto riesgo
Deuda financiera a EBITDA	0.4	0.4	Aum., < 4: riesgo moderado

Análisis del Flujo de Caja

La empresa genera un flujo de sus operaciones por un valor de €31.9 millones, cuyo monto cubre holgadamente el aumento en la inversión circulante neta de €19.9 millones, podría cubrirlo incluso 1.5 veces ($=\frac{€31.9 \text{ mm}}{€19.9 \text{ mm}}$), arrojando un flujo de corto plazo de €12 millones, es decir queda el 36% del flujo de las operaciones ($=\frac{€12 \text{ mm}}{€31.9 \text{ mm}}$).

El pago de las fuentes de financiamiento, constituido por gastos financieros de €2.3 millones y dividendos por 0, que por cierto estos últimos no son distribuidos por la empresa, pero si lo hiciera en un 30% de la utilidad, representaría para la compañía fuertes obligaciones que consumen la mayor parte de su flujo de corto plazo. No obstante el resultado para este periodo es que los gastos financieros absorben el 21% del flujo de caja a corto plazo, quedando €9.7 millones como flujo después del pago a fuentes.

El aumento de activos fijos y de largo plazo demandó una inversión de €3.3 millones, que logra ser cubierta en su totalidad por el flujo anterior, lo que produce un superávit de €6.3 millones en el flujo después de inversiones de largo plazo. Por lo tanto ante la posibilidad de cubrir todas las inversiones de largo plazo, la empresa posee una posición de categoría 1, ya que el flujo de las operaciones cubre el aumento en el circulante neto, el pago a las fuentes de deuda y capital propio, las inversiones en activo fijo y de largo plazo y, además, se nutre el flujo neto de caja final. Es un nivel que denota una muy alta capacidad para generar liquidez y un robusto y fuerte flujo de caja de la empresa, lo que implica un riesgo muy bajo.

El flujo positivo después de inversiones a largo plazo disminuyó con los cambios en el pasivo financiero a corto plazo de -€3,6 millones que actúa como un empleo del 58%, al mismo tiempo se reduce por los cambios en la deuda a largo plazo de -€1.3 millones que funciona también como un empleo del 21%, no obstante queda un excedente del flujo neto positivo de caja del periodo por €1.3 millones.

Debido a la coincidencia entre el flujo neto de caja del periodo con el cambio en la partida de efectivo del balance de la Compañía de Calzado SA del fiscal 2014 al 2015 por €1,3 millones, se evidencia que el resultado del flujo final de caja se materializa en el monto acumulado del efectivo de la empresa, el cual se denota con un símbolo negativo para mostrar dicho movimiento, para que así los valores queden en cero, es decir que se limpia el año y de inicio al nuevo periodo.

Análisis del EBITDA

1. Cobertura EBITDA a Carga Financiera

Para el año 2014 el indicador fue de 5.1 y para el 2015 de 18.9, lo que quiere decir que el flujo de caja operativo del 2015 cubre 18.9 veces los gastos financieros y la empresa podría soportar aumentos en tales gastos por valores muy altos, antes de no alcanzar su cobertura mínima de 100%. Este aumento es el resultado de un beneficio por diferencial cambiario, cuando para el 2014 hubo más bien una pérdida considerable por el mismo motivo.

2. Cobertura EBITDA a Servicio de Deuda

El flujo de caja es suficiente para cubrir los gastos anuales y las deudas a corto plazo que vence en el año, 3 veces en el 2014 y 5.7 veces en el 2015, es decir el flujo de caja que se genera en el periodo permite pagar las obligaciones bancarias en el corto plazo, de tal manera que hay bajo riesgo. A pesar de que el EBITDA se contrajo en un -33%, el mejoramiento en este índice es consecuencia de las bajas en los gastos financieros, pero también por la reducción de los préstamos y documentos por pagar.

3. Cobertura EBITDA a Obligaciones a Corto Plazo

Este indicador es idéntico para ambos años de 0.7, lo que significa que no hay una cobertura idónea, porque implica que el flujo de caja solamente puede pagar el 70% del gasto más todo el pasivo que sea a corto plazo. Es importante saber que este tipo de pasivo se renueva constantemente, por lo que de cierta manera se minimiza el riesgo, particularmente porque la razón pasivo financiera de corto plazo es de 8%, donde existe un 92% de pasivo espontáneo que “no genera costo” como lo son las cuentas por pagar a los proveedores.

4. Cobertura de Deuda a EBITDA

Para el 2014 es de 0.4, mientras que para el 2015 el valor es también de 0.4, es decir su deuda es el 40% de su flujo de caja, significa que la empresa necesita generar un EBITDA de €16 millones ($=40\% \times 44 \text{ mm}$) durante el año, con tal de saldar todas sus deudas bancarias, por lo tanto este indicador sugiere que su riesgo es mínimo, lo que ofrece una posición favorable para la operación y el crecimiento futuro.

Síntesis del Análisis de Flujo de Caja y EBITDA

El flujo de caja de las operaciones fue ₡3,9 millones el cual permite cubrir el aumento del circulante quedando ₡12 millones, satisface el gasto financiero obteniendo un excedente de ₡9.7 millones, solventa las inversiones en activos fijos y permanece un superávit de ₡6.3 millones, como queda positivo es de categoría 1 con un riesgo bajo. Este se aplica principalmente en la disminución del pasivo financiero de corto plazo por el pago a los proveedores.

La razón circulante aumentó y sigue siendo muy lejana al valor de 1 por lo que su riesgo es bajo, porque el activo cubre al cien por ciento el pasivo circulante, este es mitigado aún más debido a que el flujo de caja cubre los gastos financieros en casi diecinueve veces y al pasivo financiero bancario, que es el más amenazante, más de cinco veces. Además, aunque el flujo satisface al pasivo circulante en un setenta por ciento, la mayoría de este es renovable.

Como resultado, la Compañía de Calzado SA produce un flujo de caja con capacidad de generar liquidez suficiente para atender puntualmente todos los compromisos, las obligaciones y las inversiones que requiere su giro de negocio para su adecuada marcha y alcanzar sus objetivos estratégicos.

Estado Estructurado de Fuentes y Empleos

COMPAÑÍA DE CALZADO SA ESTADO DE FUENTES Y EMPLEOS

PERIODOS	Año 2015	Año 2014	Variaciones		Fuentes	Empleos
Efectivo e inversiones CP	7,629,910	6,236,444	1,393,466			9 1,393,465.87
Cuentas por cobrar	89,204,735	96,548,157	- 7,343,421	2	7,343,421.39	8 4,558,793.86
Inventarios	123,613,065	119,054,272	4,558,794			7 3,063,508.92
Gastos diferidos y otras cuentas CP	3,238,937	175,428	3,063,509			
Activo circulante	223,686,647	222,014,300	1,672,347			
Inmuebles maquinaria y equipo neto	3,399,996	1,179,422	2,220,574			5 2,220,574.30
Inversiones y Docum. x cobrar LP	944,603	-	944,603			6 944,602.61
Otros activos	-	995,090	- 995,090	1	995,090.25	
TOTAL ACTIVO	228,031,246	224,188,812	3,842,434			
Cuentas por pagar	45,527,458	65,377,149	- 19,849,691			2 19,849,690.76
Gastos acum. y otras ctas. x pagar	13,682,838	13,470,407	212,431	3	212,431.25	3
Préstamos y docum. x pagar CP	5,390,000	9,063,659	- 3,673,659			4 3,673,658.75
Pasivo circulante	64,600,296	87,911,214	- 23,310,918			
Pasivo a largo plazo	14,399,274	15,703,563	- 1,304,289			1 1,304,289.25
Otros Pasivos	3,033,397	3,033,397	-			
TOTAL PASIVO	82,032,967	106,648,174	- 24,615,208			
Capital social y pagado	6,250,000	6,250,000	-		0.00	
Superávit y reservas	1,250,000	1,250,000	-		0.00	
Utilidades acumuladas	138,498,279	110,040,638	28,457,642	4	28,457,641.50	
PATRIMONIO	145,998,279	117,540,638	28,457,642			
PASIVO Y PATRIMONIO	228,031,246	224,188,812	3,842,434		37,008,584.39	37,008,584.31

COMPAÑÍA DE CALZADO SA
ESTADO ESTRUCTURADO DE FUENTES Y EMPLEOS DE FONDOS

	F U E N T E S				E M P L E O S				
	MONTO	CONCEPTO	% INDIV.	% ACUM.	% ACUM.	% INDIV.	CONCEPTO	MONTO	
-Exigible	28,457,642	Utilidades acumuladas	76.9%	76.9%	3.5%	3.5%	Pasivo a largo plazo	1,304,289	-Líquido
	995,090	Otros activos	2.7%	79.6%	57.2%	53.6%	Cuentas por pagar	19,849,691	
	7,343,421	Cuentas por cobrar	19.8%	99.4%	67.1%	9.9%	Préstamos y docum. x pagar CP	3,673,659	
+Exigible	212,431	Gastos acum. y otras ctas. x pagar	0.6%	100.0%	73.1%	6.0%	Inmuebles maquinaria y equipo neto	2,220,574	
					75.6%	2.6%	Inversiones y Docum. x cobrar LP	944,603	
					83.9%	8.3%	Gastos diferidos y otras cuentas CP	3,063,509	
					96.2%	12.3%	Inventarios	4,558,794	
					100.0%	3.8%	Efectivo e inversiones CP	1,393,466	+Líquido
	37,008,584	TOTAL	23.1%			100.0%	TOTAL	37,008,584	

Fuentes LP	77%	75.6%	Empleos LP	Si existe solidez, ya que las Fuentes LP financian todos los empleos LP e incluso financian una porción de las inversiones CP.
Fuentes CP	23%	24.4%	Empleos CP	

Desde un punto de vista de solidez financiera, toda inversión debe financiarse con una fuente cuyo vencimiento debe estar acorde con el periodo de recuperación del activo, esto se aplica al balance de la empresa para medir el equilibrio completo entre los activos y las fuentes de pasivos y el patrimonio.

Para el caso de la Compañía de Calzado SA, el estado de fuentes y empleos muestra una buena solidez financiera de la empresa y un buen equilibrio. Para el análisis entre los ejercicios periodos de 2015 y 2014 se puede observar que las fuentes de largo plazo (77%) sí logran financiar adecuadamente los empleos de largo plazo (75%).

Las fuentes de largo plazo se componen principalmente de las utilidades netas del último periodo que representaron el 77% del total de las fuentes, otro rubro importante es la disminución de otros activos, las cuentas por cobrar y los gastos acumulados, lo que la hacen recuperar ingresos de forma eficiente disminuyendo el balance de sus activos convirtiéndolos en efectivo principalmente, es importante notar que las fuentes no vienen de una expansión de la deuda de la empresa, lo que la hace menos riesgosa y con una mejor solidez.

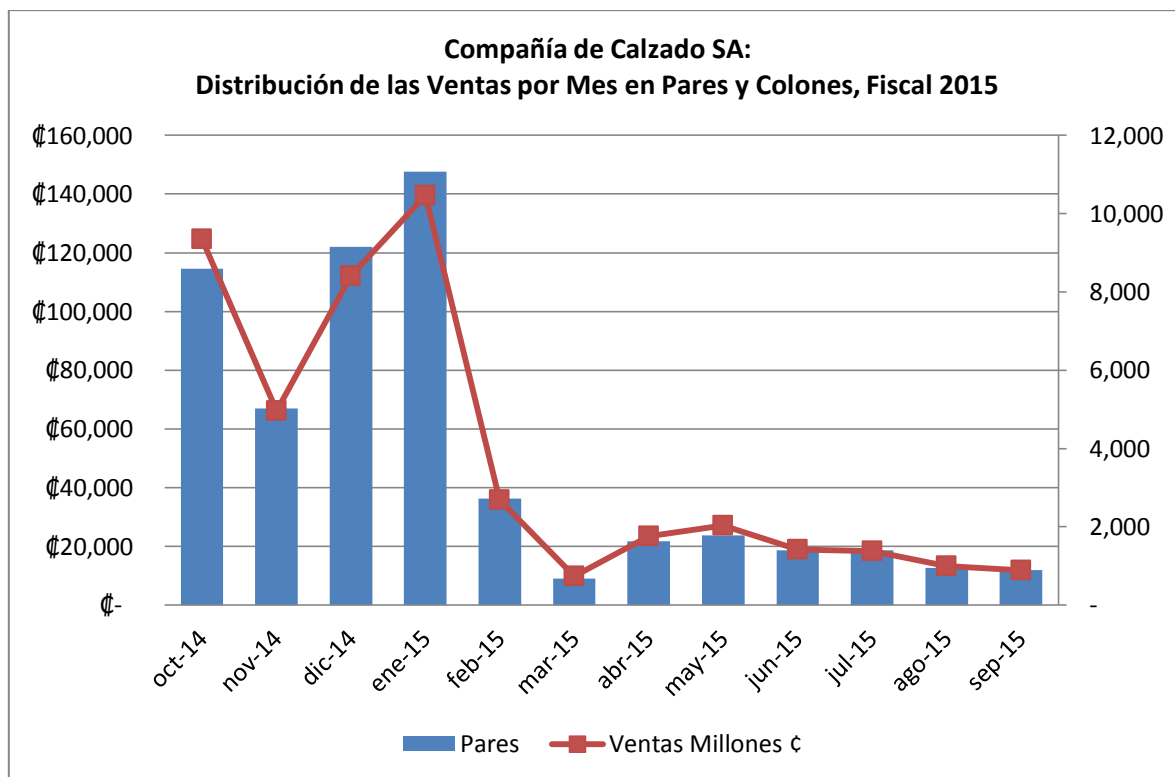
Con respecto a los empleos el más significativo es la cancelación de las cuentas por pagar que representa casi 54% del total de los empleos, esto hace que el pago de los proveedores sea una de las principales cargas que tiene la compañía en la utilización de

sus recursos económicos. Por otro lado, se da una expansión de los inventarios, que idealmente han de ser convertidos en ventas para que regresen como efectivo con una retribución mayor al gasto desembolsado.

Se puede afirmar que las fuentes de largo plazo también financian parte de los empleos de corto plazo. Pero estos son cubiertos en su mayoría por fuentes de corto plazo, principalmente por una cuenta bastante líquida como lo son las cuentas por cobrar, que idealmente se convierten en efectivo ágilmente.

Capítulo V: Propuesta para Mejorar la Situación

Un aspecto importante por tomar en cuenta a la hora de plantear la propuesta para mejorar la situación de la empresa en estudio, es saber que hay un comportamiento cíclico en sus ventas, las cuales se concentran principalmente en el mes de enero, como se observa en el gráfico titulado: Distribución de las Ventas por Mes en Pares y Colones, Fiscal 2015. Lo cual dificulta de cierta manera la gestión del capital de trabajo, refiriéndose al efectivo, el inventario y las cuentas por cobrar, algunos de los elementos en los que se enfoca este apartado.



La gestión del capital de trabajo involucra el financiamiento y el manejo de los activos circulantes de una compañía, por lo cual un gerente financiero debería de prestarle bastante atención a dicha actividad, especialmente al reconocer que este tipo de activos cambian constantemente, involucrando así la toma de decisiones, como expresa Block, S, Hirt, G, Danielsen, B. (2014, p.159): “Las decisiones de capital de trabajo que se tomen en el corto plazo determinan si una empresa llega o no al largo plazo.”

Comúnmente se podría esperar que en una compañía los activos fijos crezcan lentamente a medida que la capacidad productiva se incrementa y los equipos viejos sean desplazados. Sin embargo, los activos circulantes cambian en el corto plazo dependiente del nivel de producción con respecto al nivel de ventas, es decir, si la empresa produce más de lo que vende su inventario aumentará, por otro lado cuando las ventas suben más que la producción, el inventario se reduce y posiblemente, las cuentas por cobrar crecen. Se evidencia entonces que una de las consecuencias de los niveles de producción es que los activos circulantes suben o bajan, cuando las ventas y la producción no son iguales.

Hoy en día la Compañía de Calzado SA no cuenta con un cronograma de producción, tampoco se proyectan las ventas esperadas para los años venideros, teniendo como resultado la pérdida de ventas por falta de *stock*, los gastos adicionales para enfrentar los picos de demanda y la lentitud en el despacho de la mercadería por la tardanza en su fabricación. Por consiguiente, se propone un Cronograma de Producción, que toma en cuenta el factor estacional de las ventas, para lo cual se proyectan las mismas ventas del año fiscal 2015:

Compañía de Calzado SA: Cronograma de Producción e Inventario

Mes	Inventario Inicial	+	Producción	-	Ventas	=	Inventario Final	Costo Inventario ₡8000 c/u
Oct	20,000		3,776		8,597		15,180	₡121,436,667
Nov	15,180		3,776		5,020		13,936	₡111,489,333
Dic	13,936		3,776		9,153		8,559	₡68,474,000
Ene	8,559		3,776		11,074		1,262	₡10,094,667
Feb	1,262		3,776		2,724		2,314	₡18,511,333
Mar	2,314		3,776		675		5,415	₡43,322,000
Abr	5,415		3,776		1,636		7,555	₡60,440,667
May	7,555		3,776		1,783		9,549	₡76,389,333
Jun	9,549		3,776		1,403		11,922	₡95,372,000
Jul	11,922		3,776		1,401		14,297	₡114,374,667

Ago	14,297		3,776		949		17,124	₡136,989,333
Sep	17,124		3,776		900		20,000	₡160,000,000
TOTAL			45,313		45,313			

A pesar de que uno de los mayores beneficios de contar con un sistema de producción fijo es la estabilidad en los costos, por ejemplo no se requiere de mano de obra adicional, ni del pago de horas extras o laborar en jornadas extraordinarias, el mayor inconveniente es la variabilidad de los inventarios, que como puede observarse tienen un mínimo de ₡10 millones en enero cuando las ventas son mayores que la fabricación y un máximo de ₡160 millones en setiembre, cuando las ventas son mucho menores a la producción.

De aplicarse el modelo de producción fija, el impacto que se generaría en el desfase de la producción con las ventas, se evidencia en el ciclo del activo circulante, como se aprecia en el cuadro que se presenta seguidamente:

Compañía de Calzado SA: Activo Circulante Total

Mes	Efectivo	Cuentas por Cobrar	Inventario	Activo Circulante
Oct	₡9,096,345	₡88,607,242	₡121,436,667	₡219,140,253
Nov	₡9,192,741	₡179,811,387	₡111,489,333	₡300,493,461
Dic	₡48,978,763	₡147,434,933	₡68,474,000	₡264,887,696
Ene	₡26,329,844	₡209,885,255	₡10,094,667	₡246,309,766
Feb	₡93,197,450	₡144,648,803	₡18,511,333	₡256,357,586
Mar	₡54,304,404	₡120,994,417	₡43,322,000	₡218,620,821
Abr	₡52,449,037	₡97,528,990	₡60,440,667	₡210,418,694
May	₡41,064,504	₡130,333,842	₡76,389,333	₡247,787,679
Jun	₡33,411,807	₡118,944,856	₡95,372,000	₡247,728,663
Jul	₡26,153,147	₡103,972,964	₡114,374,667	₡244,500,778
Ago	₡19,229,837	₡92,271,578	₡136,989,333	₡248,490,749
Sep	₡7,629,910	₡81,889,374	₡160,000,000	₡249,519,284

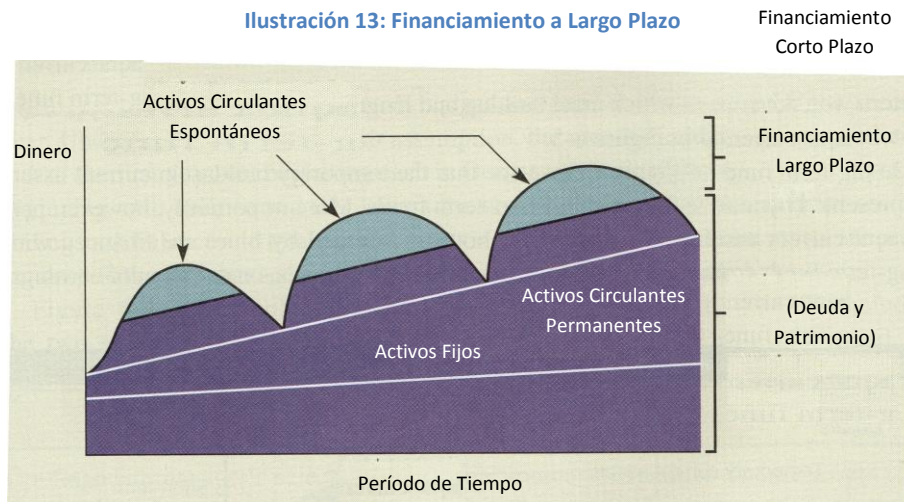
Se consigue que el total de activos circulantes iniciaría con ₡219 millones en octubre, para llegar a su pico más alto en noviembre con ₡300 millones. Como se vio en el Cronograma de Producción, de octubre a enero las ventas son mayores que la producción, haciendo que en este último mes el inventario caiga a su nivel más bajo de ₡10 millones, pero al mismo tiempo las cuentas por cobrar se encuentran en lo más alto.

El dinero que la Compañía de Calzado SA logre recolectar en los meses de febrero (₡93 millones), marzo (₡54 millones) y abril (₡52 millones), es lo que le permitirá recoger una suma cuantiosa para hacer frente a la producción del inventario en los meses venideros.

Alternativas de Financiamiento

Una de las decisiones fundamentales que debe tomar la Compañía de Calzado SA, es la del uso de recursos externos para el financiamiento de los activos. A pesar de exista un “axioma” que supone que todos los activos circulantes deberían ser financiados con pasivos a corto plazo, lo cierto es que el modelo de financiamiento más apropiado es en el que la acumulación de los activos calza “perfectamente” con el plazo del financiamiento, aunque claro está hay una enorme dificultad para cumplir con este ideal, porque ¿cómo determinar con plena exactitud la vida útil de los activos?

Para protegerse durante los momentos difíciles de no ser capaz de proveer un adecuado financiamiento a corto plazo, la Compañía de Calzado SA debería emplear algunos recursos de largo plazo para cubrir parte de las necesidades inmediatas, como se muestra a continuación:



Tomado de Block, Hirt, Danielsen (2014)

Al utilizar capital de largo plazo para cubrir parte de las necesidades de corto plazo, la Compañía de Calzado SA virtualmente se asegura de poseer los recursos suficientes en todo momento de su ciclo comercial, lo cual le contribuye a mantener una solidez atractiva.

La Compañía de Calzado SA necesita aproximadamente ₡160 millones de capital de trabajo, para lo cual seguidamente se presentan posibles alternativas de financiamiento, donde en el Plan A se financian todos los activos con fondos de corto plazo, mientras que con el Plan B se financia solamente una pequeña porción, aplicando más los recursos de largo plazo. Para ambos casos los activos fijos serán de ₡3.5 millones.

Tabla 10: Compañía de Calzado SA- Alternativas de Financiamiento

	Plan A	Plan B
Parte 1. Activo Circulante		
Total Activo Circulante	₡ 160,000,000	₡ 160,000,000
Financiamiento Corto Plazo (9%)	₡ 160,000,000	₡ 48,000,000
Financiamiento Largo Plazo (12.5%)		₡ 112,000,000
	₡ 160,000,000	₡ 160,000,000
Parte 2. Activos Fijos		
Financiamiento Largo Plazo (12.5)	₡ 3,500,000	₡ 3,500,000
Parte 3. Financiamiento Total		
Corto Plazo (9%)	₡ 160,000,000	₡ 48,000,000
Largo Plazo (12.5%)	₡ 3,500,000	₡ 115,500,000
	₡ 163,500,000	₡ 163,500,000

El Plan A implica el costo de financiamiento más bajo con una tasa de interés del 9% para los ₡160 millones de los ₡163.5 millones requeridos. No obstante, es recomendable mostrar el impacto de ambos planes en las utilidades de la Compañía de Calzado SA, asumiendo que su EBIT sea el mismo que el del periodo fiscal 2015 de ₡40.7 millones:

Compañía de Calzado SA: Impacto del Financiamiento en las Utilidades

Plan A	
Utilidad antes de Impuestos e Intereses (EBIT)	₡ 40,700,000
Intereses (corto plazo), 9% x ₡160,000,000	₡ 14,400,000
Intereses (largo plazo), 12.5% x ₡3,500,000	₡ 437,500
Utilidad antes de Impuestos	₡ 25,862,500
Impuestos (30%)	₡ 7,758,750
Utilidad neta	₡ 18,103,750

Plan B	
Utilidad antes de Impuestos e Intereses (EBIT)	₡ 40,700,000
Intereses (corto plazo), 9% x ₡48,000,000	₡ 4,320,000
Intereses (largo plazo), 12.5% x ₡115,500,000	₡ 14,437,500
Utilidad antes de Impuestos	₡ 21,942,500
Impuestos (30%)	₡ 6,582,750
Utilidad neta	₡ 15,359,750

Se evidencia que para la Compañía de Calzado SA es preferible emplear el Plan A como medio de financiamiento de sus activos, ya que presenta varias ventajas, entre las que cabe destacar que el costo es menor y el beneficio reflejado en las utilidades es mayor, de forma que quedaría más dinero para ser distribuido entre los accionistas, acumulado o invertido.

A pesar de esto, es apropiado que la empresa siempre esté pendiente de la economía y los mercados de dinero, para que tome en cuenta que de darse un fenómeno en el que las entidades financieras estén limitadas en sus recursos, el financiamiento a corto plazo podría ser escaso o contar con tasas exorbitantes, al punto de generar pérdidas o peor aún, la incapacidad de la firma para saldar sus deudas.

Con tal de tener una perspectiva de cómo alguna condición de estrés en la economía podría afectar el costo del financiamiento de la Compañía de Calzado SA, a continuación se presenta un escenario en el que la tasa de corto plazo pasa del 9% al 12.5%, lo que hace que en lugar de conseguir un beneficio de ₡2.7 millones (=₡18.1 millones – ₡15.3 millones), resulta más bien una pérdida de -₡1.1 millones (=₡14.1 millones – ₡15.3 millones):

Compañía de Calzado SA:			
Impacto del Rendimiento ante Condición Económica			
1. Condición Típica	Rendimiento Esperado Plan A	Probabilidad de Condición Típica	Utilidad Esperada
	2,744,000	X 80%	= 2,195,200
2. Condición Estrés	Rendimiento Esperado Menor Plan A	Probabilidad de Condición de Estrés	Utilidad Esperada
	-1,176,000	X 20%	-235,200
Valor de Retorno Esperado del Plan A vrs Plan B			1,960,000

Se muestra que aunque la Compañía de Calzado SA tome en cuenta el riesgo durante el financiamiento de su capital de trabajo, el Plan A mantiene un beneficio esperado de \$1.9 millones en comparación con el Plan B, por lo que aun así parece que sigue siendo la mejor opción.

Gestión del Efectivo

Lo ideal en el manejo del efectivo es que la empresa no tenga un sobre excedente ni un déficit, sino más bien lo necesario para realizar sus transacciones comerciales, ya sea para el pago de proveedores, las planillas, los intereses, los impuestos, entre otros y como medio de protección ante eventualidades. Es importante destacar este último punto para la Compañía de Calzado SA, ya que como se dijo anteriormente, cuenta un ciclo de ventas estacionales, que de una u otra manera provoca incertidumbre.

El ciclo de efectivo de la Compañía de Calzado SA inicia con el inventario que es vendido a los clientes para generar una cuenta por cobrar, que posteriormente es transformada a efectivo para que sea nuevamente empleado en la adquisición de los inventarios y repetir el proceso, este es representado por la siguiente ilustración:

Tabla 11: Ciclo de Flujo de Efectivo



Gestión de las Cuentas por Cobrar

Las cuentas por cobrar deben considerarse como inversiones, de manera que el valor de estas no debe juzgarse como muy bajo o alto según su comportamiento histórico, sino más bien si el nivel de rendimiento de estos activos es mayor que la ganancia potencial de otras posibles inversiones similares.

Hoy en día la Compañía de Calzado SA realiza ventas diarias a crédito por ₡1,683,815 y tarda sesenta y seis días en cobrarlas, lo que significa que las cuentas por cobrar promedio presentadas en el balance serán de ₡111,131,790 (=1,68 millones x 66 días). En caso de que la empresa tardara noventa días para recaudar sus cuentas, sucedería que sus cuentas por cobrar serían de un valor cercano a los ₡151 millones (=₡1,68 millones x 90 días), es decir ₡40 millones más (₡151 millones-₡111 millones), lo que implicaría un mayor financiamiento de estos activos. Por el contrario, si se lograra mejorar el cobro a 45 días, las cuentas por cobrar serían de aproximadamente ₡75.77 millones (=₡1,68 millones x 45 días), lo que significaría una reducción en ₡36 millones, monto en efectivo que aporta a la liquidez de la empresa.

Uno de los instrumentos que podría ayudar es el Análisis de la Antigüedad de Cartera de Cobro, que facilitaría identificar si los clientes están pagando en el tiempo preestablecido por la Compañía de Calzado SA. Un ejemplo se muestra a continuación:

Tabla 12: Antigüedad de la Cartera de Cobro, Mayo 31, 2015

Mes de Ventas	Antigüedad	Cantidad	Peso
Mayo	0-30	₡ 15,000,000	14%
Abril	31-60	₡ 35,000,000	32%
Marzo	61-90	₡ 50,000,000	45%
Febrero	91-120	₡ 11,000,000	10%
Total Cuentas por Cobrar		₡ 111,000,000	100%

A partir de este ejemplo se observa que la Compañía de Calzado SA no estaría gestionando correctamente sus cuentas por cobrar, ya que un 55% de los saldos de sus clientes se encuentran a más de 60 días, es decir, fuera de la fecha meta de 45 días.

El ideal sería que este análisis se realice al menos mensualmente, para que así por medio de la gestión de cobro, ya sea a través de los agentes de ventas y de las llamadas telefónicas del

departamento respectivo se acelere la recuperación de las cuentas, haciendo hincapié en el cliente sobre las políticas de crédito de la Compañía de Calzado SA.

Otro aspecto en el que podría mejorar la Compañía de Calzado SA es en el costo de realizar nuevas ventas, que se muestra en el presenta cuadro:

Compañía de Calzado SA: Utilidad por Nuevas Ventas	
Ventas Adicionales	₡ 1,000,000
Incobrables (2%)	20,000
Ingreso Incremental Anual	980,000
Costo de Colecta (7% de las nuevas ventas)	70,000
Costos de Producción y Ventas (76%)	760,000
Utilidad Anual antes de Impuestos	150,000
Impuestos (30%)	45,000
Incremento Anual de la Utilidad Neta	₡ 105,000

Significa entonces que el rendimiento por cada nueva venta es de 11% (=₡105 mil / ₡1 millón), lo que resulta atractivo porque la tasa básica pasiva se encuentra en 5.55%. No obstante si se logran disminuir los costos de producción y ventas a un 70% en lugar de un 76%, el rendimiento subiría a un 15% (=₡147 mil / ₡1 millón), para lograrlo se podría intentar bajar el desperdicio de materia prima, negociar con los proveedores de materiales de limpieza y oficina, utilizar más las hojas recicladas, depurar el pago de dietas y viáticos, entre otros.

Gestión de Cuentas por Pagar

Actualmente la compañía tarda en promedio cuarenta y un días en pagar sus cuentas a proveedores, acción por la cual no recibe ninguna recompensa, como lo sería un descuento. De tal manera que si la empresa solicitara y negociara descuento por pronto pago se podría ver beneficiada, tal y como se presenta en el siguiente cuadro:

Política de Cuentas por Pagar

$$\begin{aligned} \text{Costo de Rechazar un Descuento} &= \frac{\% \text{ de Descuento}}{100\% - \% \text{ de Descuento}} \times \frac{360}{\text{Periodo Pago} - \text{Periodo Descuento}} \\ \text{Costo de Rechazar un Descuento} &= \frac{5\%}{100\% - 5\%} \times \frac{360}{41-30} \\ \text{Costo de Rechazar un Descuento} &= 0.053 \times 32.7 \\ \text{Costo de Rechazar un Descuento} &= 173\% \end{aligned}$$

Si la Compañía de Calzado SA pagara en condiciones 5/30, es decir, con un descuento de 5% por pagar a 30 días, se ganaría una tasa efectiva anual de 173%. Es decir, bajo estas circunstancias por cada ₡100 de cuentas por pagar de la empresa, podría pagar ₡95 en 30 días o los ₡100 a 41 días, si se rechazara la posibilidad de utilizar el descuento, la compañía emplearía los ₡95 por 11 días más a un precio de ₡5, lo que significa un costo de 173% anual.

La Compañía de Calzado SA realiza compras diarias a crédito de ₡912,428, por lo que en un año serían más de ₡328 millones (=912 mil *360 días), de manera que si se ganara el 5% de dicho valor, implicaría un ahorro de ₡16 millones (=328 millones *5%).

Para que la empresa obtenga el beneficio de ₡16 millones en plazo en lugar que por descuento tendría que pasar sus cuentas por pagar de ₡38 millones a ₡54 millones (=38 millones + 16 millones), para lo cual su periodo medio de paso cambiaría de 41 días a 59 días (=₡54 millones/₡912 mil). Sin embargo, difícilmente los proveedores aceptarían una propuesta como esa, creando más bien posibles problemas, por lo que parece más viable negociar un descuento.

Cobertura de Riesgo de Tipo de Cambio: Empresas de Calzado

Claramente los cambios en el tipo de cambio de las monedas en colones y dólares generan alteraciones en los flujos de las compañías, pudiendo haber ganancias o pérdidas que afecten sus flujos de efectivo. En caso de que se den pérdidas por tipo de cambio la Compañía de Calzado SA, tendría que utilizar más efectivo para solventar el diferencial, quedando menos para invertir en inventarios o pagar sus cuentas, entre otras posibles aplicaciones.

Por lo tanto, debido a que se evidencia que el tipo de cambio influye en la gestión del capital de trabajo, a continuación se presentan una propuesta para que la Compañía de Calzado SA pueda administrar este riesgo utilizando derivados financieros.

Propuesta de Swap para Empresa de Calzado Costarricense

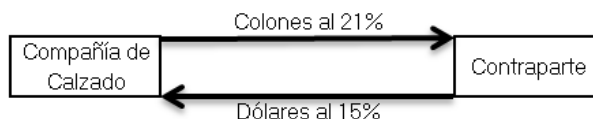
La Compañía de Calzado SA se dedica a la manufactura y la comercialización de calzado, para lo cual importa materias primas como cueros, suelas, químicos, resinas, pegamentos y otros del exterior, transacciones que son realizadas en dólares estadounidenses. No obstante, las ventas de sus productos ocurren solo dentro del mercado nacional y se dan en colones costarricenses.

Dado que la empresa quiere maximizar sus ganancias, que están denominadas en colones costarricenses, una versión abreviada de su estado de resultados es el que sigue:

$$\begin{aligned}
 & +\text{Ingresos (₡)} \\
 & \underline{-\text{Gastos (una porción significativa en \$)}} \\
 & = \text{Utilidad Operativa}
 \end{aligned}$$

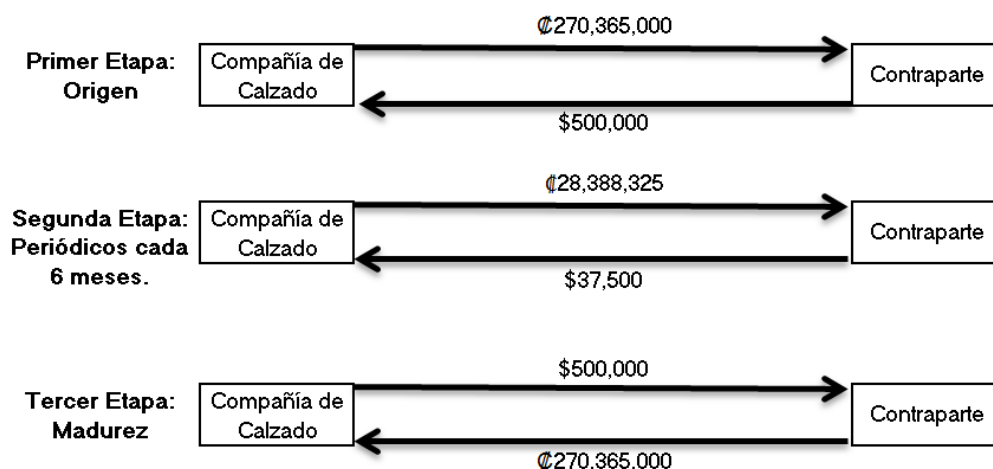
Como consecuencia de su giro de negocios, la Compañía de Calzado SA corre el riesgo de que el tipo de cambio ₡/\$ aumente, lo que significaría un aumento en el costo de las importaciones de materia prima y que sus ingresos en colones disminuyan. De manera que para cubrir su exposición al riesgo cambiario, la empresa puede utilizar un *swap* de moneda de tipo fijo-fijo en el cual pague colones y reciba dólares, lo cual hará durante un año. Estrategia que se expone a continuación:

Ilustración 14: Swap de Moneda de Tipo Fijo-Fijo



En la etapa de origen la compañía de calzado paga ₡270,365,000 y recibe \$500,000, lo cual considera un tipo de cambio de ₡540,73/\$. En la segunda etapa se dan intercambios de pagos periódicos cada 6 meses, la compañía de calzado entrega ₡28,388,325 ($=21\%/2 * ₡270,365,000$) y absorbe \$37,500 ($=15\%/2 * \$500,000$). Finalmente, en la tercera etapa la compañía de calzado devuelve los \$500,000 a la contraparte y esta le regresa los ₡270,365,000. Como se visualiza en la presente imagen:

Ilustración 15: Etapas Swap de Moneda



Claramente la evaluación del swap en el momento de origen, es decir el 0, es nula, ya que no ha habido ningún cambio en las tasas de interés del mercado o el tipo de cambio que generen alguna modificación. Por el contrario al ir venciendo el plazo y a medida que se va acercando a la fecha de madurez, en este caso particular de 1 año, el valor del swap va a ser distinto. Por consiguiente a continuación se hace una valuación del swap en términos de bonos, con los supuestos de que al finalizar el año del contrato las tasas de mercado se mantienen, pero el tipo de cambio pasó de $\text{C}\$540/\text{\$}$ a $\text{C}\$550/\text{\$}$:

Ilustración 16: Valuación del Swap

Tiempo	Flujos de Efectivo sobre un Bono en $\text{C}\$$	Valor Presente $\text{C}\$$	Flujos de Efectivo sobre un Bono en $\text{\$}$	Valor Presente ($\text{\$}$)
0.5	$\text{C}\$ 28,388,325$	$\text{C}\$ 27,005,898$	$\text{\$} 37,500$	$\text{\$} 36,168$
1	$\text{C}\$ 28,388,325$	$\text{C}\$ 23,461,426$	$\text{\$} 37,500$	$\text{\$} 32,609$
1	$\text{C}\$270,365,000$	$\text{C}\$223,442,149$	$\text{\$} 500,000$	$\text{\$} 434,783$
TOTAL		$\text{C}\$273,909,473$		$\text{\$} 503,560$

Para obtener los valores presentes de los flujos en colones, estos se descuentan a la tasa del mercado, que para este escenario se considera constante, así que se obtiene para el periodo 1 un monto de $\text{C}\$23,461,426$ ($=28,388,325/(1+21\%)$), al mismo tiempo para los dólares un monto de $\text{\$}32,609$ ($=37,500/(1+15\%)$). Al totalizar los valores presentes en colones se obtiene $\text{C}\$273,909,473$, por otro lado el total de los valores presentes en dólares es de $\text{\$}503,560$, como se hace la presunción que el tipo de cambio será de $\text{C}\$550/\text{\$}$, hay que traspasar los montos en esta moneda a colones, es decir $\text{\$}503,560 * 550 = \text{C}\$276,958,000$. Debido a que los flujos que se reciben son mayores que los que se pagan, el valor del swap es positivo y de $\text{C}\$3,048,527$ ($=\text{C}\$276,958,000 - \text{C}\$273,909,473$).

Capítulo VI: Conclusiones y Recomendaciones

Conclusiones

- El análisis financiero es un instrumento de la administración para medir el posible impacto de las prácticas que se lleven a cabo y tomar decisiones con tal de cumplir con los objetivos establecidos, lo cual resulta en consecuencias positivas o negativas que mejorarán el negocio o eventualmente, lo pondrán en peligro.
- Las decisiones que toman las empresas no influyen solamente a nivel intrínseco, como por ejemplo en su desempeño, sino que afectan también a su entorno, ya sea a sus competidores, los proveedores, los empleados, los consumidores, la sociedad en general, entre otros.
- Los estados financieros suelen presentar limitaciones que dificultan, distorsionan y en ocasiones, inducen al error a la hora de su análisis, entre los que destacan la depreciación y la amortización de los activos operativos, que presenta el dilema de decidir cuál debería ser el monto por reducir en el valor de los activos a lo largo de los periodos y a medida que genera beneficios.
- Los estados contables proporcionan un lenguaje universal para evaluar el desempeño pasado de una empresa y eventualmente, proyecta su futuro. Los estados contables solamente proveen información temporal de una serie de hechos relevantes relacionados con las operaciones mercantiles del negocio. A pesar de que los estados contables pretenden ofrecer información real y fidedigna, lo cierto es que existe subjetividad en la estimación tanto de los activos como los pasivos.
- El análisis de razones financieras permite interpretar de manera sistemática y ordenada la enorme cantidad de datos provistos en los estados financieros de una empresa, al convertir estos valores en ratios es que se logra transformar los datos en información, de tal manera que es el lenguaje utilizado para reflexionar sobre el desempeño de la compañía. No obstante, no existen estándares definitivos sobre razones, es decir, existe plena libertad en su forma de cálculo, por lo que es fundamental que a la hora de interpretarlo se tenga plena claridad de cómo fue computado.
- A la hora de tomar decisiones la empresa debe evaluar la viabilidad financiera en el largo plazo, responder a la pregunta de cómo la compañía financiará sus actividades, determinar si sus decisiones implican una rentabilidad suficiente que justifique los costos requeridos e identificar si la firma será más valiosa por sus acciones, es decir, llevar a cabo

los análisis correspondientes con la información pertinente para establecer la toma de decisiones que promueva la gestión óptima de los recursos para la creación de valor.

- La Compañía de Calzado SA se encuentra inmersa en una economía cuyos indicadores afectan su desempeño, ya sea desde la perspectiva externa por medio del consumo de sus productos, que podría verse alterado por la inflación, o a nivel interno donde un aspecto como el tipo de cambio influye a la hora de tomar decisiones sobre su gestión, entre otros. Así mismo existe la amenaza latente de las posibles consecuencias generadas por el gravamen del déficit fiscal.
- Para la Compañía de Calzado SA el rendimiento del patrimonio se ha visto más comprometido en el 2015 a causa de dobleces en la capacidad de los activos funcionales para generar utilidad operativa, especialmente agravada por la afectación de los márgenes de utilidad operativa por los aumentos de los gastos de ventas y administrativos por encima de la baja de los costos variables y la disminución de las ventas.
- En el año fiscal 2015 para la Compañía de Calzado SA han habido problemas en la rotación de los activos circulantes, principalmente por el incremento de los inventarios con dificultad para transformarse en ventas y minimización de las cuentas por cobrar como resultado de la baja en ventas. Al mismo tiempo otro aspecto que influye es la reducción de las ventajas del apalancamiento, ya que los beneficios de la utilización de deuda se han visto apaciguados por el costo de los gastos financieros, que son proporcionalmente mayores que la implementación de deuda.
- Para el año fiscal 2015 la empresa tomó una fracción considerable de las utilidades retenidas para financiar los inventarios en materia prima y producto terminado que tardan más para transformarse en ventas, aquellos que sí lo hicieron fueron vendidos a un precio mayor que no logró compensar la disminución en el volumen de pares vendidos, particularmente agravado por un incremento de los costos operativos, que resultó en un descenso de la rentabilidad para el accionista, por otro lado la empresa es más sólida y aceptablemente líquida.
- Cualquier inversión en los mercados financieros está sujeta a riesgos sistemáticos y no sistemáticos capaces de afectar el desempeño de las empresas. Dentro de estas variaciones se encuentra justamente el tipo de cambio, que puede ser cubierto con derivados como los swaps, futuros y opciones, entre otros instrumentos que desde la perspectiva del coberturista, actúan como mitigadores y estabilizadores de las

operaciones diarias. Por otro lado hay quienes los emplean como herramientas de especulación o arbitraje, pero indiferentemente de la intención, es recomendable tomar en cuenta la sugerencia de Hull (2014, p.11): “Las instituciones financieras siempre deberán preguntarse de forma ecuánime ¿qué podría salir mal? Y si eso sale mal, ¿cuánto perderían?” a lo que agrego que hay que reflexionar sobre ¿qué podría salir bien? Y si eso saliera bien ¿cuánto ganarían?, es decir valorar la situación para tomar riesgos calculados con posibles recompensas, pero si el riesgo no es compensado, entonces no vale la pena.

Recomendaciones

- Dentro de los aspectos por mejorar se encuentra la optimización del capital de trabajo, particularmente los inventarios y las cuentas por cobrar, procurando la aceleración de su ciclo, además claro está el incremento de las ventas. Al mismo tiempo que gestionar más eficientemente los gastos operativos tanto de ventas como administrativos. Finalmente, es apropiado calcular la estructura óptima de capital en la que se logre maximizar el valor de la empresa con el mínimo coste de los recursos financieros posibles.
- Parece ser que una recomendación es tener como objetivo la reducción de los costos de ventas de aquellas divisiones con menores márgenes brutos, porque así se conseguiría una reducción del riesgo de depender mayoritariamente de una división, habiendo una mejor distribución y participación de cada una. Para cumplirlo se pueden utilizar los beneficios económicos que se generarían como utilidad neta gracias a la baja en el costo de ventas, para invertirlo en maquinaria, planta y equipo que permita dicha reducción. Otro beneficio adicional con el que se podría contar es un potencial incremento en las ventas, si se ofrecieran productos de menor precio e igual o mayor calidad.
- Aplicar un Cronograma de Producción que tome en cuenta el factor estacional de las ventas, para mantener el producto suficiente para satisfacer la demanda aún en los momentos de mayor solicitud de pedidos, evitando así los gastos adicionales en los picos de demanda y agilizar el despacho de la mercadería hacia el cliente. Otra sugerencia para enfrentar el factor estacional es la de desarrollar líneas de calzado para el segmento de “trabajo,” cuyas ventas suelen ser estables y continuas a lo largo de todo el año.
- Para protegerse durante los momentos difíciles del riesgo de no ser capaz de proveer un adecuado financiamiento a corto plazo, la Compañía de Calzado SA debería emplear

algunos recursos de largo plazo para cubrir parte de las necesidades inmediatas, ya sea utilizando las utilidades retenidas o los préstamos bancarios, reconociendo que estos últimos cuentan con un beneficio fiscal.

- Para financiar su capital de trabajo la Compañía de Calzado SA puede utilizar una combinación de recursos, en la cual cuente en su mayoría con deuda de corto plazo como las líneas revolativas de crédito con un costo aproximado al 9% anual y en menor medida deuda a largo plazo a un costo del 12.5% anual. Esta composición le permitiría maximizar sus utilidades.
- A pesar de que en la propuesta se presentan escenarios de cómo algunos cambios en las tasas de interés podrían afectar el desempeño de la Compañía de Calzado SA, es recomendable elaborar otros contextos posibles, incluso se podría hacer uso de modelos más elaborados por medio de programas informáticos, como lo es el Crystal Ball, que les ayudaría a tomar las decisiones de manera óptima.
- Para mejorar la gestión de cobro, la Compañía de Calzado SA puede utilizar el instrumento del Análisis de la Antigüedad de Cartera de Cobro, que facilitaría identificar aquellos clientes que no están pagando en el tiempo preestablecido por la Compañía, para así llamarlos, enviarles una carta de saldo pendiente o visitarlos para recordarles su cuenta.
- La reducción de los costos de ventas mejoraría el rendimiento de las nuevas ventas, para lo cual la Compañía de Calzado SA podría intentar bajar el desperdicio de la materia prima, negociar con los proveedores de los materiales de limpieza y oficina, utilizar más las hojas recicladas, depurar el pago de las dietas y los viáticos, incluso premiar a los colaboradores que ideen nuevas formas de generar ahorros sin afectar a las ventas, entre otros.
- Hoy en día la Compañía de Calzado SA paga sus cuentas a los proveedores en corto plazo, es más, a la mayoría se les paga de contado y por esto no obtiene ningún beneficio. De manera que es fundamental negociar con ellos posibles descuentos o eventualmente mayores plazos de cancelación, donde idealmente el primero es el más conveniente, ya que la empresa contaría con un beneficio económico significativo.
- Debido a que se evidencia que el tipo de cambio influye en la gestión del capital de trabajo de la Compañía de Calzado SA, es recomendable que pueda administrar este riesgo utilizando derivados financieros como lo son los swaps.

Capítulo VII: Bibliografía

Documentos

Banco Central de Costa Rica: (2016). Perspectivas Macroeconómicas 2016-2017.
http://www.bccr.fi.cr/publicaciones/politica_monetaria_inflacion/PM2016-17.pdf

Banco Mundial. (2016). Niños en América Latina: 20 Millones de Jóvenes en Búsqueda de Oportunidades.

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/22349/K8423.pdf?sequence=5&isAllowed=y>

Berk, J, De Marzo, P. (2014). Corporate Finance. Third Edition. Pearson Education Inc. Printed in USA.

Block, S, Hirt, G, Danielsen, B. (2014). Foundations of Financial Management. Fifteenth Edition. Mc Graw Hill. Printed in USA.

Christy, G. (2009). Free Cash Flow: Seeing Through The Accounting Fog Machine To Find Great Stocks. Ed: Wiley and Sons. USA.

Damodaran, A. (2015). Applied Corporate Finance. Fourth Edition. John Wiley and Sons Inc. Printed in USA.

Deloitte. (2015). Barómetro de Empresas LATCO, Costa Rica. N°10.
<http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/public-sector/barometro-empresas/150715-cr-BarometroCR-10.pdf>

Dubofsky, D, Miller, T. (2003). Derivatives: Valuation and Risk Management. Oxford University Press. Printed in USA.

Fondo Monetario Internacional. (2016). América Latina y el Caribe 2016: Ajustándose a una Realidad más Dura. <http://blog-dialogoafondo.org/?p=6256>

Fortune Magazine. (1995). United States. May 29. P.75

Fitch. (2016). Fitch Ratings.
http://www.centralamericadata.com/es/search?q1=content_es_le:%22perspectiva+de+calificaci%C3%B3n%22&q2=mattersInCountry_es_le:%22Costa+Rica%22

- Hawawini, G, Viallet, C. (2015). Finance for Executives: Managing for Value Creation. 5th Edition. Cengage Learning. Printed in Singapore.
- Higgins, R. (2004). Análisis para la Dirección Financiera. 7ª edición. Mc Graw Hill. Impreso en México.
- Hull, J. (2014). Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. 8ª edición. Editorial: Pearson. Impreso en México.
- Institute for Financial Markets, IFM. (2003). Futures and Options. London. England.
- Jarrow, R, Chatterjea, A. (2013). An Introduction to Derivative Securities, Financial Markets and Risk Management. Norton and Company Inc. New York, USA.
- Lundholm, R, Sloan, R. (2013). Equity Valuation and Analysis with Eval. 3th edition. Mc Graw Hill. Printed in USA.
- Meoño, M, Jara, D. (2014). Análisis Financiero en el Corto Plazo. Tomo II. Editorial Tecnológica de Costa Rica. Cartago Costa Rica.
- Meoño, M, Jara, D. (2012). Análisis Financiero en el Corto Plazo. Tomo I. Editorial Tecnológica de Costa Rica. Cartago Costa Rica.
- Morales, S. (2016). Déficit Fiscal de Costa Rica Cerró el 2015 en un 5.9% del PIB. Periódico El Financiero. San José, Costa Rica. http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Deficit-fiscal-Costa-Rica-PIB_0_887911206.html
- Rodríguez, A. (2015). ¿Cuál es el perfil del desempleado en Costa Rica? El Financiero. San José, Costa Rica. 23 de agosto.
- Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. (2010). Fundamentos de Finanzas Corporativas. 9ª edición. Editorial: Mc Graw Hill. Impreso en México.
- Salas, T. (2012). Análisis y Diagnóstico Financiero: Enfoque Integral. Ediciones el Roble. San José. Costa Rica.
- Van Horne, James C y Wachowicz, John Jr. (2002) Fundamentos de administración financiera. Editorial: Pearson Educación, México.

Páginas Web

http://www.nacion.com/economia/indicadores/inflacion-ipc-gasolina_0_1454854600.html

http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Produccion-Costa-Rica-pierde-impulso_0_656334369.html

http://www.elfinancierocr.com/negocios/Barometro_de_Empresas-Deloitte-clima_de_inversion-ejecutivos-empresarios-Gobierno_0_645535474.html

http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Tipo_de_cambio-Banco_Central-BCCR-devaluacion-inflacion-credito_0_653934623.html

http://www.elfinancierocr.com/finanzas/ICC-confianza-Unimer-consumidor-desempleo-deficit_fiscal-estabilidad_precios_12_885031489.html

<http://ecoanalisis.org/wp-content/uploads/2011/08/MSc.-Fernando-Rodriguez-M.-Hacienda.pdf>

<http://ecoanalisis.org/wp-content/uploads/2011/08/Dr.-Luis-Mesalles-Tareas-pais.pdf>

<http://ecoanalisis.org/wp-content/uploads/2011/08/MSc.-Fernando-Rodriguez-M.-Hacienda.pdf>

<http://presidencia.go.cr/blog-presidencia/125-plan-nacional-de-desarrollo-2015-2018>