

UNIVERSIDAD DE COSTA RICA
SISTEMA DE ESTUDIOS DE POSGRADO

**ANÁLISIS DE LA VIABILIDAD FINANCIERA PARA LA CREACIÓN DE UNA
MULTIAGENCIA PARA LA CORPORACIÓN DÍAZ EN PÉREZ ZELEDÓN**

Trabajo final de graduación aceptado por la Comisión del Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, de la Universidad de Costa Rica, como requisito parcial para optar por el grado y título de Maestría Profesional en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas.

HENRY DÍAZ MORA
Carné 991362

Ciudad Universitaria -Rodrigo Facio-, Costa Rica

2013

Dedicatoria

Este trabajo se lo dedico a mi madre por quien soy lo que soy y he llegado hasta donde he llegado, mi agradecimiento y respeto eterno.

.

Agradecimientos

Agradezco en primera instancia a mi madre y a mi familia por todo el apoyo brindado. También agradezco a Corporación Díaz, la empresa que me permitió desarrollar este trabajo.

Este trabajo final de graduación fue aceptado por la Comisión del Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas, de la Universidad de Costa Rica, como requisito parcial para optar al grado de Maestría en Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas.

Dr. Aníbal Barquero Chacón
Director de Programa de Posgrado

MBA Jorge Arrea Jiménez
Profesor Coordinador

Ernesto OrlichDundorf, MBA
Profesor Guía

Ricardo González Gómez, MBA
Supervisor Laboral

Henry Díaz Mora
Estudiante

Contenido

ANÁLISIS DE LA VIABILIDAD FINANCIERA PARA LA CREACIÓN DE UNA MULTIAGENCIA PARA LA CORPORACIÓN DÍAZ EN PÉREZ ZELEDÓN

| | |
|--|-----------|
| Dedicatoria | ii |
| Agradecimientos | iii |
| Índice de tablas | vi |
| Índice de gráficos | vii |
| Índice de siglas y abreviaturas | viii |
| Resumen..... | ix |
| INTRODUCCIÓN | 1 |
| Capítulo I Marco Teórico | 6 |
| Capítulo II Panorama general de Corporación Díaz | 31 |
| Capítulo III Análisis de los estados financieros | 40 |
| Capítulo IV Desarrollo del modelo de proyección..... | 74 |
| Capítulo V Análisis del valor presente de los flujos de efectivo..... | 86 |
| Bibliografía | 96 |
| Anexo Metodológico..... | 99 |

Índice de tablas

| | |
|--|----|
| Tabla 1: Estructura básica de un flujo de caja | 21 |
| Tabla 2: Balances de situación Corporación Díaz..... | 40 |
| Tabla 3: Estados de resultados Corporación Díaz..... | 41 |
| Tabla 4: Estados de flujos de efectivo..... | 42 |
| Tabla 5: Crecimiento en ventas..... | 48 |
| Tabla 6: Distribución del financiamiento según entidades financieras Corporación Díaz..... | 67 |
| Tabla 7:Resumen del estado de flujos de efectivo..... | 72 |
| Tabla 8:Proyección ventas vehículos nuevos año 1 | 74 |
| Tabla 9:Proyección ventas totales año 1 | 75 |
| Tabla 10:Costo total infraestructura y bienes muebles | 77 |
| Tabla 11:Capital de trabajo del proyecto..... | 77 |
| Tabla 12:Flujo del proyecto sin financiamiento de la inversión inicial | 80 |
| Tabla 13:Cálculo de arrendamiento financiero..... | 81 |
| Tabla 14:Flujo del proyecto con financiamiento de la inversión inicial | 82 |
| Tabla 15:Beta para Corporación Díaz..... | 88 |
| Tabla 16:Costo promedio ponderado de capital | 88 |
| Tabla 17:Tasa interna de retorno y valor actual neto | 89 |

Índice de gráficos

| | |
|---|----|
| Gráfico 1. Margen bruto Corporación Díaz | 43 |
| Gráfico 2. Ventas Corporación Díaz..... | 45 |
| Gráfico 3. Costos de ventas Corporación Díaz | 46 |
| Gráfico 4. Margen bruto comparativo con la industria norteamericana | 49 |
| Gráfico 5. Margen operativo Corporación Díaz..... | 50 |
| Gráfico 6. Margen operativo Corporación Díaz y de la industria norteamericana | 52 |
| Gráfico 7. Margen neto Corporación Díaz..... | 52 |
| Gráfico 8. Flujo de efectivo de operaciones Corporación Díaz | 53 |
| Gráfico 9. Razón circulante y prueba ácida | 54 |
| Gráfico 10. Rotaciones Corporación Díaz..... | 55 |
| Gráfico 11. Ciclo operativo y de conversión de efectivo Corporación Díaz..... | 58 |
| Gráfico 12. Aportes del capital de trabajo Corporación Díaz | 59 |
| Gráfico 13. Aportes del capital de trabajo Corporación Díaz (2) | 60 |
| Gráfico 14. Saldo mobiliario, planta y equipo..... | 61 |
| Gráfico 15. Infraestructura- ventas Corporación Díaz..... | 62 |
| Gráfico 16. Flujo provisto por actividades de inversión..... | 63 |
| Gráfico 17. Deuda con costo/EBITDA..... | 64 |
| Gráfico 18. Distribución pasivos Corporación Díaz | 65 |
| Gráfico 19. Tasa de interés promedio ponderada para Corporación Díaz..... | 68 |
| Gráfico 20. Aporte de la deuda al flujo de efectivo Corporación Díaz..... | 69 |
| Gráfico 21. Flujos de efectivo proyectos con y sin financiamiento | 83 |

Índice de siglas y abreviaturas

CCPP: Costo de capital promedio ponderado

Dep_k: Depreciación del período k

EBITDA: Del inglés *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*.

FODA: Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

F_t: Flujos netos de cada período proyectado

I: Tasa relevante: Inversión inicial I₀: Inversión inicial

K: Tasa relevante

K_e: Costo para el socio

MPAC: Modelo de precios de los activos de capital

R_f: Tasa libre de riesgo

R_m: Tasa de rendimiento de la cartera de mercado de los activos riesgosos

ROA: Retorno sobre los activos, del inglés *return on assets*

ROE: Retorno sobre el patrimonio, del inglés *return on equity*

R_p: Prima de riesgo

TIR: Tasa interna de retorno

USD: Dólares estadounidenses

VAN: Valor actual neto

VD: Valor residual

V_t: Beneficio neto de cada período proyectado

(B-C)_k: Flujo neto del período k

β: Beta

Resumen

Díaz Mora; Henry

ANÁLISIS DE LA VIABILIDAD FINANCIERA PARA LA CREACIÓN DE UNA MULTIAGENCIA PARA LA CORPORACIÓN DÍAZ EN PÉREZ ZELEDÓN

Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas.-San José, CR.:

H. Díaz M. 2013

109 h.- 38il.- 42refs.

El objetivo general del presente trabajo es determinar si es viable financieramente la creación de una sucursal de tipo “multiagencia” (con varias unidades de negocio bajo el mismo edificio) en el cantón de Pérez Zeledón.

Corporación Díaz se dedica, principalmente, a la venta de vehículos nuevos de marca Dong Feng. Paralelamente, tiene productos post venta, tales como venta de repuestos y talleres de servicio en las provincias de San José, Alajuela y Guanacaste.

Para determinar dicha viabilidad se desarrolla una investigación con base en la información suministrada por Corporación Díaz. Asimismo, se contará con información de otros proyectos similares desarrollados por la empresa en otros cantones, con el fin de realizar una aproximación en cuanto a costos, dimensiones y características de la estructura, entre otros datos de relevancia. Esta información será suministrada por la empresa desarrolladora encargada en su oportunidad.

Dentro de sus principales conclusiones se encuentra que la empresa está en un momento de auge financiero y comercial y que en medio de ello, el establecimiento de una sucursal en Pérez Zeledón resulta viable dados los supuestos. Con base en todo lo anterior, se recomienda evaluar la posibilidad de concretar el proyecto en el mediano plazo.

Palabras clave:

PÉREZ ZELEDÓN; PROYECTO; VIABILIDAD FINANCIERA

Director de la investigación:

Ernesto OrlichDundorf, MBA

Unidad Académica:

Programa de Posgrado en Administración y Dirección de Empresas

Sistema de Estudio de Posgrado

INTRODUCCIÓN

Corporación Díaz es una empresa que en el año 2005, inició operaciones en Costa Rica y desde entonces, se ha encontrado en franco crecimiento, a pesar de la crisis inmobiliaria que el mundo experimentó sobre todo después del 2008. Para todas las economías relacionadas comercialmente con Estados Unidos, han sido años de recuperación no solo del consumidor final sino del inversionista y de la banca tanto estatal como privada, sector determinante en la industria automovilística. En medio de ello, es de destacar el rendimiento que ha tenido la empresa durante los años más recientes. La empresa ha logrado superar las dificultades de una economía en recesión para convertirse hoy en una de las empresas líderes de la industria.

En el país, la industria automotriz y particularmente el comercio de vehículos importados, se ha convertido a lo largo de la más reciente década en un sector comercial sumamente competitivo.

Resulta natural, al menos en principio, que una empresa que alcance niveles de ventas (vehículos, repuestos y servicios de taller) que la sitúen en los primeros lugares a nivel nacional, debe estar en una constante búsqueda de nuevas formas de hacer negocios que le permitan no solo mantener los resultados obtenidos hasta ahora, sino que pueda expandir sus fronteras hasta donde el mercado costarricense se lo permita.

En primer lugar, esto resulta de una sencilla conclusión: la competencia también está buscando hacer lo mismo para acaparar el mercado real y proyectarse hacia el mercado potencial. Cabe señalar en este sentido, que antes de la llegada de Corporación Díaz al mercado nacional, hubo unas pocas empresas que gozaron del liderato por décadas en esta industria.

Esta situación ha provocado que los comercializadores de productos sustitutos, y principalmente aquellos a quienes la empresa les ha absorbido parte

de su cuota de mercado, estén buscando nuevas formas de recuperar el terreno perdido.

Como parte de su estrategia de comercialización, la empresa se ha concentrado en atender, de forma directa, el mercado ubicado en zonas geográficas que reúnen ciertas características demográficas y conductuales del consumidor, favorables a la venta de sus productos y servicios.

No obstante, el éxito alcanzado, se considera que existen todavía oportunidades de crecimiento que la empresa no ha explorado, pero que con el pasar del tiempo se convierten en una necesidad de análisis imperiosa.

Considerando lo anterior y el hecho de que la topografía de este país hace que muchas de las zonas geográficas resulten de difícil atención desde las actuales agencias existentes en San José principalmente, la empresa tiene la inquietud de realizar un análisis de la viabilidad de tener presencia física directa en el cantón de Pérez Zeledón.

Actualmente, existe una percepción favorable para la introducción de una “tienda multiproducto”, pues se sabe que una cantidad considerable de los clientes actuales provienen de esa zona y han externado su inquietud de contar no solo con la venta de vehículos, sino del sistema post venta que complementa y fortalece el concepto de respaldo de la compañía.

El interés del autor se centra en recopilar y analizar toda la información relevante que permita concluir con la respuesta a la hipótesis, es decir, si resulta favorable, en términos financieros, contar con presencia física directa en esta zona. Para ello, debemos contemplar la siempre latente conclusión de la inviabilidad del proyecto, lo cual será cotejado con los objetivos de la compañía respecto de su desarrollo en el mediano plazo (5 años).

Determinar la viabilidad integral de la creación de esta agencia en la zona, conllevaría tiempo y recursos que no se tienen a mano para este trabajo, por lo

cual, se debe circunscribir a una realidad y a un enfoque que permita arrojar conclusiones reales y sobre todo, de efectiva aplicación para los intereses de la compañía. Es por ello, que el enfoque del proyecto será en el aspecto financiero.

Con este trabajo, no se pretende abarcar el estudio mercadológico y comercial, cuyo aporte es esencial para determinar con mayor certeza la posibilidad de concretar la idea; pero tampoco se debe obviar del todo. Se recopilará y mostrará la información relevante a las condiciones del entorno en esta materia en la medida necesaria para complementar el estudio.

El objetivo general de este trabajo es determinar la viabilidad financiera de la creación de una agencia “multiproducto” en la zona de Pérez Zeledón para el año 2013.

Los objetivos específicos que se desarrollan en el proyecto son los siguientes:

- a) Dar un detalle de los principales conceptos teóricos relevantes para la investigación (marco teórico).
- b) Dar un panorama general sobre Corporación Díaz.
- c) Realizar un análisis integral de los estados financieros de la empresa de los últimos 4 años.
- d) Desarrollar un modelo de proyección de ventas, costos y gastos para los próximos 5 años del proyecto.
- e) Determinar el valor actual neto y la tasa interna de retorno del proyecto.

En esencia, cada objetivo específico será desarrollado en capítulos separados. Por lo tanto, se plantea el desarrollo del trabajo en cinco capítulos (el primer objetivo será desarrollado mediante el marco teórico).

En el segundo capítulo se hace una descripción general de Corporación Díaz, su historia y su catálogo de productos. Se ofrece una explicación somera de los productos que se tiene la intención de introducir, en un principio y de forma directa.

Para ello, se realizará un análisis de demanda histórica de Costa Rica, para sentar las bases y parámetros necesarios para la proyección de los datos en el cuarto capítulo.

Se efectuará un análisis FODA (fortalezas, amenazas, oportunidades y debilidades), con el objetivo de englobar las características del entorno y su relación con la empresa. Dicho análisis pondrá especial énfasis en la situación actual de la competencia instalada en la zona en las tres áreas de interés, a saber: vehículos, repuestos y servicios de taller.

En el tercer capítulo se hace un análisis tradicional de los estados financieros de la compañía en los últimos 4 años, específicamente del Estado de Situación, Estado de Resultados y del Estado de Flujos de Efectivo. Con dicho estudio, se pretende conocer la posición actual de la empresa a nivel de activos, su financiamiento, niveles de ventas, rotaciones de inventario, costos, gastos y demás.

Particularmente, resultará útil la información que de este análisis se desprenda, pues indicará qué tan preparada estaría la empresa para asumir un proyecto de esta envergadura y cuál sería la participación a nivel de ingresos, utilidades y flujo marginal.

En el cuarto capítulo se desarrollan los supuestos necesarios para la conformación del modelo de proyección.

Igualmente, se dará toda la explicación del modelo y de los distintos escenarios con los cuales se obtendrá la respuesta a la hipótesis planteada.

Como parte de los escenarios a plantear, se incluirá la posibilidad de compra del terreno y del edificio a utilizar en contraposición al arrendamiento del activo. Finalmente, se darán los resultados del modelo.

En el quinto capítulo se efectúa un estudio de los distintos instrumentos de medición de la inversión a realizar; en relación con su valor actual como punto final al análisis de viabilidad financiera.

Básicamente, se desarrollarán dos resultados:

El valor actual neto y

La tasa interna de retorno

Como complemento al modelo, se hará un análisis de la tasa de descuento relevante para Corporación Díaz, de acuerdo con su estructura de deuda actual y las condiciones del mercado.

Capítulo I Marco Teórico

Este capítulo describe los distintos conceptos que serán de apoyo para el trabajo.

Se hace un repaso por los índices básicos de los estados financieros, para luego dar un detalle de los demás conceptos relacionados con el modelo de proyección:

1.1 Análisis horizontal

El análisis horizontal es una comparación interanual de los estados financieros (Salas Bonilla, 2011). Dicha comparación se realiza determinando el cambio en cada una de las cuentas que lo conforman del año más reciente respecto del más antiguo; para luego determinar el porcentaje que representa este monto del saldo del año más antiguo.

El análisis horizontal permite medir el crecimiento o decrecimiento, lo cual a la postre, podría dar una pauta para determinar tendencias que pudieran conducir a conclusiones importantes.

1.2 Análisis vertical

Dicho análisis hace una comparación de las subcuentas de los estados financieros respecto de los totales de los apartados diferenciados de estos (Salas Bonilla, 2011). Por ejemplo, la subcuenta de efectivo y valores transitorios del Balance de Situación puede medirse respecto del total de activos y así determinar su importancia relativa.

Básicamente, lo que se mide es el peso relativo que representa dicha cuenta respecto del total. Esto resulta muy útil para determinar enfoques y descartar tomar decisiones sobre cuentas que no representan a nivel total. Si bien, no se trata de un estudio interanual en sí mismo, da una pauta para analizar los distintos pesos que la cuenta ha representado respectivamente y con ello, establecer, junto

con el análisis horizontal, los cambios importantes a los cuales es preciso prestarles atención.

1.3 Razones financieras

El análisis de índices financieros (Salas Bonilla, 2011) corrobora y cuantifica la relación existente entre dos cuentas que se consideran íntimamente relacionadas y permite profundizar aún más, sobre los resultados arrojados en el análisis horizontal y vertical.

De esta forma, se toman dos o más cuentas de un mismo período fiscal, que pueden ser de un mismo estado financiero, o bien, mezclado de dos y se divide una entre otra. Usualmente, se analiza en porcentaje, para obtener un índice que puede ser comparado entre distintos años o períodos de la empresa como con los de otras empresas o industrias, pues la información obtenida se relativiza.

Como condición primordial, los estados financieros sobre los cuales se obtendrán los índices, deberán estar debidamente revisados y auditados para garantizar confiabilidad de la información.

Las razones financieras que serán consideradas son las siguientes:

1.3.1 Índices de estabilidad

Son aquellos índices que están relacionados con la estabilidad operativa de la empresa.

- **Razón circulante**

Contablemente da una idea de la capacidad que tiene la empresa de cubrir sus pasivos a corto plazo con los activos de corto plazo. Dicha razón se calcula dividiendo el activo circulante entre el pasivo circulante (Salas Bonilla, 2011). Se mide en veces y no en porcentaje. Usualmente, dentro del activo circulante se encuentra el efectivo y sus equivalentes, las cuentas por cobrar y los inventarios en cualesquiera de las fases en las que se encuentran (en materia prima, en

proceso o producto terminado, por citar su clasificación más clásica).

Por su parte, dentro de los pasivos circulantes se encuentran los documentos y cuentas por pagar y toda aquella obligación con vencimiento menor a un año.

Se espera que el resultado sea mayor que uno, lo cual indicaría que la compañía se encuentra con la capacidad de cubrir todas sus obligaciones a corto plazo con los activos de mayor liquidez. Consecuentemente, entre mayor resulte el índice, más capaz se encontrará la empresa para honrar sus obligaciones de corto plazo, no obstante, eso no quiere decir que se prefiera un activo circulante muchas veces mayor, pues indicaría que la empresa puede estar experimentando alguna ociosidad en los activos más líquidos y de esta forma, perder alguna oportunidad de inversión que le reditúe más que tener este respaldo para el corto plazo. Por supuesto, para evidenciarlo se debe combinar el resultado de este índice con otros que a continuación se estudian y además, analizar cuáles son las oportunidades de inversión existentes en el mercado que a la compañía le resulten atractivas.

- **Prueba ácida**

Esta razón permite aislar el efecto que poseen los inventarios en la razón circulante. La razón consiste en dividir el activo circulante, sin tomar en cuenta los inventarios, y dividirlo entre el pasivo circulante (Salas Bonilla, 2011). La justificante de esto es que, ante una eventualidad, los inventarios son los que podrían liquidarse de forma más lenta, ya que su liquidez está íntimamente ligada con el producto que lo componga. Incluso en momentos de alta necesidad, podría procederse a colocarlos a precios sumamente atractivos, aun por debajo de su costo, y la capacidad de absorción del mercado puede no ser la suficiente como para contar con ese efectivo en el tiempo necesario.

- **Índice de deuda**

Se calcula dividiendo el pasivo total entre el activo total (Salas Bonilla, 2011). Determina la cuota de participación de los acreedores en la empresa. El resultado obtenido no puede medirse individualmente, pues toma peso una vez se una a los

resultados sobre rentabilidad y riesgo para definir una posición favorable o desfavorable.

Entre mayor sea el resultado de este índice, mayor la proporción de activos financiados mediante deuda. Al involucrarse la totalidad de los pasivos en esta razón, no se puede afirmar que exista evidencia clara que el costo del financiamiento para la empresa será mayor, pues se debe tener presente que dentro de los pasivos puede hallarse alguna proporción sin costo, lo cual hace que sea favorable en este sentido el financiamiento mediante pasivos.

A pesar de ello, una proporción cada vez mayor de financiamiento por medio de pasivos puede significar un mayor riesgo para la empresa en cuanto a su capacidad de afrontar sus obligaciones (pago de intereses y principal). También debe de contemplarse que, una proporción baja de financiamiento mediante pasivos significaría que el aporte de los socios cubre buena parte del financiamiento con su consecuente costo mediante el otorgamiento de dividendos; y debe de contemplarse en el análisis particular de la empresa en cuanto a lo que le resulte más favorable.

- **Índice de endeudamiento**

Permite conocer cuál es el peso del aporte de los acreedores en referencia al aporte de los socios. Se calcula dividiendo el total del pasivo entre el patrimonio total (Salas Bonilla, 2011).

Este índice es otra manera de analizar lo expuesto respecto del índice de deuda.

- **Cobertura de intereses**

Se calcula dividiendo la utilidad de operación entre los gastos financieros (Salas Bonilla, 2011). Se mide en cantidad de veces y da una pauta de la capacidad de la empresa para cubrir su costo financiero total. Qué tan alto se desea el resultado, depende de la industria; aunque ciertamente se desea mayor a uno, pues de lo contrario la empresa podría enfrentar una eventual quiebra. Claro está que para

que esto suceda, el análisis no debe quedar ahí, ya que se necesita demostrar que a nivel de flujo real de efectivo, la compañía no consigue honrar sus deudas; no obstante, la razón da una idea bastante clara de la salud de la empresa que todo acreedor desea conocer antes de concretar cualquier negocio, sobre todo si es a largo plazo.

- **Razón deuda con costo/EBITDA**

Del término en inglés *earningsbeforeinteresttaxes, depreciation and amortization* (utilidades antes de intereses, impuestos depreciación y amortización), (Ruiz John, 2012), se refiere al flujo de efectivo que la empresa genera antes de cargas financieras y tributarias. Hoy en día el EBITDA es un indicador muy utilizado por su capacidad de dar una perspectiva sobre la operación de la empresa y su capacidad de generar flujo de efectivo a esta. Es por esta razón que resulta de gran utilidad a la hora de estimar el valor de compra o venta de una empresa o división de esta calculada en “veces EBITDA”. No obstante su utilidad, una de las razones por las cuales se debe de complementar esta medición al flujo real es que el EBITDA toma en cuenta todas las ventas del período, sean estas de contado o crédito, aunque las ventas a crédito vayan a recuperarse en dos, tres o más meses, lo cual provoca cierta distorsión sobre la real generación de efectivo.

La deuda con costo la constituye toda obligación que forma parte pasivo que tenga un costo financiero¹ explícito; el cual generalmente está asociado a la participación de los bancos en el financiamiento de toda la compañía.

La razón deuda con costo/EBITDA por lo tanto ofrece la oportunidad de evaluar la capacidad que tiene la empresa para hacerle frente a las obligaciones financieras con el flujo de efectivo generado por la operación del período. El índice se analiza

¹ Tasa de interés.

en cantidad de veces que la deuda con costo supera el EBITDA. Tal como otros índices, el que se desee un índice mayor o menor dependerá de su comportamiento histórico, de la industria e incluso de lo que los socios consideren adecuado. Sin embargo (Ruiz John, 2012) dice que coberturas superiores a tres veces EBITDA expresan un alto volumen de deuda en relación con el flujo de caja, lo que limita su crecimiento y compromete su operación y por supuesto, aumenta su riesgo de insolvencia. Asimismo, se considera que una cobertura inferior a dos veces EBITDA, ofrece una posición favorable para la operación y crecimiento futuro con bajo riesgo.

1.3.2 Índices de gestión

Los índices de gestión miden la eficiencia de la empresa en la utilización de los activos productivos.

En esta sección se profundizará en el capital de trabajo contable y financiero de la empresa. Dicho capital de trabajo se visualiza mediante las rotaciones.

- **Rotación de inventarios**

Se calcula dividiendo el costo de ventas entre el inventario promedio (Salas Bonilla, 2011).² En este caso, se desea que el número resultante tienda a aumentar con el tiempo. Una rotación alta se puede dar por ejemplo: por el aumento en el costo de ventas, o bien, la disminución del inventario promedio. El aumento en el costo de ventas indica que se están generando mayores ventas en el período en referencia a unos inventarios que podrían mantenerse a un cierto nivel con bajo crecimiento. De suceder esto, se estaría enfrente de una empresa más eficiente para convertir su dinero invertido en flujo real. Sin embargo, se debe tener cuidado a la hora de analizar este índice, pues el nivel de inventarios que

² $(\text{Inventario inicial del período} + \text{inventario final del período})/2$

refleje una alta rotación puede no ser el adecuado dada la demanda que esté teniendo la empresa en ese momento. Intentar un nivel de inventarios bajo que apenas cubra la demanda actual podría no ser la mejor idea por varias razones:

Por un lado, el que los inventarios se encuentren tan justos impide que se tenga la holgura suficiente que permita a la empresa enfrentar demandas inesperadas en el período. En consecuencia, podría provocar una pérdida de oportunidad de captar ventas que eventualmente irían a dar en la competencia si se habla de productos con poca diferenciación o bien de demanda muy elástica³ (por citar dos escenarios), un ambiente propicio para que la competencia absorba las ventas que no se pudieron suplir.

Por otro lado, en lo concerniente al manejo de inventarios, siempre existe la posibilidad de que parte de él se dañe, se pierda, sea robado o se desperdicie en el proceso de generación del producto final. Para estos casos se recomienda alguna provisión, que le permita a la operación seguir funcionando y evitar ociosidad del recurso productivo como la mano de obra o la maquinaria. También existe la posibilidad de que el producto terminado en el proceso de distribución y puesta en anaquel sufra algún daño o pérdida, o que simplemente a la hora de llegar a manos del cliente final, no posea los parámetros esperados y contratados por ambas partes, por lo que se tendría que lidiar con una reposición.

Finalmente, en caso de necesitar materia prima extra para algún proceso, conseguirla en tiempo menor que el usual generalmente resulta más caro, pues derivan en pedidos especiales en los que el proveedor tendrá que destacar

³Se dice que un producto tiene una demanda elástica cuando la decisión de compra del bien es muy sensible al precio. Entre más sensible al precio sea la demanda, se dice que es más elástica.

esfuerzos muy particulares para poder cumplir; situación que generalmente desemboca en mayores costos para él.

- **Rotación de cuentas por cobrar**

Se mide dividiendo las ventas a crédito⁴ entre las cuentas por cobrar promedio⁵ (Salas Bonilla, 2011). De igual forma que la rotación de inventarios, se desea que dicho resultado sea cada vez mayor.

Sin el otorgamiento de crédito, la empresa puede verse en serios problemas para establecerse pues hoy día, toda empresa que compite con Corporación Díaz otorga crédito. Siendo una condición obligatoria en todo mercado desarrollado, lo menos que se puede hacer es procurar que la recuperación de dichas cuentas se haga de manera rápida y consecuentemente, con poca pérdida por incobrables. Una rotación cada vez mayor indicaría que la empresa está siendo cada vez más eficiente.

Es importante señalar que para el año 2011 las ventas a crédito de vehículos nuevos de la empresa en promedio representaron un 65% respecto del total. Por lo tanto, es de suma importancia que los saldos en cartera roten con la mayor velocidad posible para sopesar este nivel de dependencia al crédito.

- **Rotación de cuentas por pagar**

Se mide dividiendo el costo de ventas entre las cuentas por pagar promedio (Salas Bonilla, 2011).⁶ Al contar con dificultades logísticas para conseguir el costo de la

⁴Dada la imposibilidad de conseguir las ventas a crédito, se utiliza como reemplazo las ventas totales.

⁵(Saldo inicial de la cuenta por cobrar + saldo final de la cuenta por cobrar)/2

⁶(Saldo inicial de cuentas por pagar + saldo final de cuentas por pagar)/2

mercadería vendida, se utiliza el costo de ventas como reemplazo. En esta ocasión, dicho índice da una pauta sobre qué tan eficiente la empresa está siendo respecto de su financiamiento sin costo. Es la otra cara de la moneda de las cuentas por cobrar y como tal, se desea que el dato resultante sea cada vez menor. La lentitud en el pago de las cuentas sin costo permite a la empresa utilizar el dinero para financiar actividades operativas como la compra de inventario o soportar la iliquidez provocada por la recuperación de las cuentas por cobrar. Entonces, entre menor sea la rotación, más dinero podría aprovecharse para tales fines. Es importante destacar que la búsqueda de una rotación cada vez menor podría llevar a la compañía a atrasar el pago a los proveedores al punto de lesionar la relación con ellos. Es por ello que debe de observarse siempre que exista un balance adecuado entre la optimización de este índice y el mantenimiento de las buenas relaciones comerciales con aquellos que proveen a la compañía.

- **Períodos promedio**

Los períodos promedio son rotaciones convertidas a días. Para ello, se dividen los días en un año (generalmente se utiliza un año comercial de 360 días) entre cada una de las rotaciones (Salas Bonilla, 2011). El resultado dará un parámetro en términos de días que se compara con lo establecido por la compañía como tiempos estándar o adecuados para una efectiva operación. Por otra parte, también se puede comparar con el dato de la industria, o bien, de sus competidores más cercanos y de esta forma, evaluar la posibilidad de hacer ajustes, con el fin de buscar una mejora en la gestión.

El período promedio de inventario más el período promedio de cobro nos dará el ciclo operativo (Gitman Lawrence, 2003), el cual es el tiempo que el dinero tarda en convertirse en flujo de efectivo desde que se destinó para la compra de materia prima. Por supuesto que influye el período promedio de pago, pues es el tiempo que la empresa ganará desde la facturación de los bienes comprados hasta que realmente tenga que desembolsar. El ciclo operativo menos el período promedio

de pago da como resultado el ciclo de conversión de efectivo el cual, se querrá siempre que tienda a bajar.

1.3.3 Índices de rentabilidad

La rentabilidad del propietario siempre será el objetivo primordial en una empresa con fines de lucro. Toda persona que invierta en un negocio desea saber qué rendimiento está obteniendo por su inversión en comparación con otras formas de inversión alternativas existentes en el mercado. El análisis de rentabilidad necesita de las ventas del período como base para determinar los márgenes que la empresa está generando en las distintas facetas de la compañía.

De esta forma se tienen las siguientes razones:

- **Margen de utilidad bruta**

Se calcula dividiendo la utilidad bruta entre las ventas totales netas (Salas Bonilla, 2011)⁷. Especialmente importante, este índice determina la eficiencia en el manejo de los costos de la empresa. Sobre este margen usualmente es que se toman decisiones en el día a día en cada negociación de ventas a partir de un parámetro o meta generalmente establecida anualmente.

- **Margen de operación**

Se calcula dividiendo la utilidad de operación entre las ventas totales netas (Salas Bonilla, 2011). Para calcular el margen de operación se toman en cuenta todas aquellas erogaciones que no se consideraron dentro de los costos directos del producto por su naturaleza. De esta manera, los gastos operativos incluyen los de ventas como las comisiones de ventas y los administrativos como el mantenimiento de los equipos y las inversiones de capital fijo, entre otros.

⁷Ventas totales menos devoluciones por notas de crédito.

- **Margen neto**

Se calcula dividiendo la utilidad neta entre las ventas totales netas (Salas Bonilla, 2011). La utilidad neta es el resultado de la aplicación de todas las erogaciones (llámense costos o gastos) del período a las ventas. Sobre este resultado se toman decisiones importantes en la estrategia a largo plazo, porque además de lo explicado, es el punto de partida del Estado de Flujos de Efectivo de la empresa, el cual es a la postre, el que dictará las pautas a seguir para determinar un flujo de efectivo adecuado para su operación diaria, para su crecimiento, su capacidad de pago a los acreedores y finalmente, la creación de valor para los socios.

- **Rendimiento sobre los activos**

Se calcula dividiendo la utilidad de operación entre el activo total (Salas Bonilla, 2011). Por sus siglas en inglés, es comúnmente conocido como ROA⁸. Medir la rentabilidad directa de los activos totales resulta sumamente útil para determinar si la inversión realizada está generando los frutos esperados.

Se dejan por fuera los gastos en intereses, impuestos y otros gastos e ingresos para enfocar el rendimiento respectivo sobre lo que directamente debería ser la fuente generadora: los activos totales.

- **Rentabilidad sobre el patrimonio**

Se calcula dividiendo la utilidad neta entre el patrimonio (Salas Bonilla, 2011). Por sus siglas en inglés, se le conoce comúnmente como ROE⁹. Este índice se utiliza como referente para analizar si el dinero que aportó el socio está efectivamente bien invertido. El resultado generado le dará el punto de referencia para

⁸*Return on assets*

⁹*Return on equity*

compararlo con el resto de formas de inversión que se encuentran en los mercados disponibles como por ejemplo, la inversión en otras empresas.

No se debe olvidar que el ROE resulta de un rendimiento que no llega directamente al socio, pues incluye ingresos y gastos no realizados en el período, además de que no todo lo que se genera en utilidades se distribuye entre los socios como sí lo hacen otras inversiones, como la tenencia de acciones comunes (mediante el pago de dividendos y el cambio en el precio de la acción) o un título de deuda (mediante el pago de intereses de forma periódica). Sin embargo, no pierde validez, todo lo contrario, es un gran referente de la eficiencia de la empresa como un todo.

1.4 Flujo de caja del proyecto

Para la construcción del flujo de caja del proyecto se necesita de la ampliación de algunos conceptos importantes para entrar de lleno con el caso que compete al presente trabajo.

El flujo de caja de cualquier proyecto (SapagChain, 2008) se compone de cuatro elementos: a) la inversión inicial, b) ingresos y salidas operativas, c) el momento en que ocurren estos movimientos y d) el valor de desecho del proyecto.

a) Inversión inicial

En la inversión inicial se cuenta toda salida real de efectivo, que haya sido realizada antes de la puesta en marcha del proyecto, sin importar si la erogación fue realizada un par de meses antes o años atrás, en el tanto esté ligada al proyecto, se contempla. Como puede existir momentos distintos dentro del

“momento cero”¹⁰ lo que se suele hacer es traer a un mismo instante todas las salidas a una tasa relevante y así contar con la misma base.

Cabe señalar que en esta inversión inicial se incluye el capital de trabajo para el primer año, pues es de suponer que este dinero debe estar ya invertido en inventarios y otros activos circulantes que deben estar disponibles antes de iniciar operaciones.

b) Ingresos y salidas operativas

Se refiere a todos los flujos de entradas y salidas de efectivo y contables que requiere la operación para funcionar. Desde los ingresos por ventas hasta el detalle de los costos y los gastos.

Sin embargo, se debe hacer esta distinción entre movimientos reales de los que no lo son, porque ambos se deben contemplar a la hora de calcular el impuesto a pagar por renta del período, pero luego del cálculo de impuestos se debe sumar toda salida y restar todos los ingresos que no fueron en efectivo para determinar el verdadero flujo de cada año.

Importante señalar que en una empresa que se encuentra en marcha, como lo es Corporación Díaz, todos los movimientos deben ser incrementales del proyecto, toda vez que deben distinguirse de aquellos que la empresa ya tiene desde antes de iniciar el proyecto en particular y que por consiguiente, no deben ser contemplados.

c) El momento que ocurre

¹⁰Intervalo de tiempo que inicia desde que se realiza la primera salida de efectivo hasta el segundo antes de iniciar el proyecto.

Se distinguen dos grandes momentos, la inversión inicial, es decir, lo que se llama el momento cero (ya explicado), y el horizonte de evaluación, el cual es el período de proyección o los años en los que se analizará el proyecto en el futuro.

d) El valor residual

El valor residual consiste en el cálculo del valor presente de todos los flujos de efectivo que se proyectan para la empresa después del último año del horizonte de inversión, es decir, en este caso, como el horizonte de inversión está para cinco años el cálculo del valor residual se hará a partir del año seis.

La razón de este cálculo reside en que a pesar de haberse definido un horizonte de inversión, es muy probable que dicho proyecto llegue a generar rentabilidad por muchos años más.

Jorge Arrea, profesor de la Escuela de Negocios de la Universidad de Costa Rica, sostiene¹¹ que, toda valoración del valor residual de un proyecto no debe constituir más allá del 50% del valor final del mismo. Esto por cuanto según el señor Arrea, se le debe asignar siempre más valor al período comprendido en el horizonte de inversión por ser el período del que se tiene mayor información y menos incertidumbre.

Para calcular el valor residual de un proyecto, se pueden utilizar varios métodos. Para efectos del estudio que compete a este trabajo, se utiliza el llamado método económico, el cual supone que el proyecto valdrá lo que pueda generar en flujos futuros desde el año siguiente al último año del horizonte de evaluación hasta un

¹¹ Análisis expuesto como parte del material didáctico en el curso Estrategia Financiera perteneciente a la Maestría en Administración y Dirección de Empresas, 2012.

año "n". Para efectos de practicidad, el autor recomienda sustituir ese año "n" por una perpetuidad.

Dicho valor residual se debe contemplar dentro del flujo de efectivo del último año del horizonte de evaluación, para luego descontarlo al momento cero cuando se descuenten los demás flujos.

Bajo el método económico, se toma el flujo del último año de inversión como referencia, también la depreciación de ese mismo período para restársela al flujo. De esta forma, se incorpora la futura inversión en activos que deberá hacerse durante la perpetuidad para mantener la operación.

El resultado de esta resta se descuenta como perpetuidad a una tasa relevante para obtener el valor residual.

Por lo tanto, la fórmula queda así:

$$VD = \frac{(B-C)_k - Dep_k}{i}$$

Donde:

VD = Valor residual

$(B-C)_k$ = flujo neto del período k

Dep_k = depreciación del período k

i = Tasa relevante

Para la realización del quinto capítulo, es necesaria la puesta en práctica de instrumentos de análisis, como la tasa interna de retorno y el valor actual neto, los cuales se detallan a continuación.

Seguidamente se presenta la estructura básica sobre la cual se elaborará el flujo de caja del proyecto:

Tabla 1. Estructura básica de un flujo de caja

| | |
|---|--------------------------------------|
| + | Ingresos afectos a impuestos |
| - | Egresos afectos a impuestos |
| - | Gastos no desembolsables |
| = | Utilidad antes de impuestos |
| - | Impuestos |
| = | Utilidad después de impuestos |
| + | Ajustes por gastos no desembolsables |
| - | Egresos no afectos a impuestos |
| + | Beneficios no afectos a impuestos |
| = | Flujo de caja |

Fuente: SapagChain, 2008

1.5 Valor actual neto

El valor actual neto (VAN) (SapagChain, 2008), es la suma de los flujos proyectados de la empresa traídos a valor presente a una tasa de descuento determinada; al resultado se le debe restar la inversión inicial.

Dadas las características que definen la utilidad neta de un proyecto en cuanto a su relación con la liquidez del mismo, es preciso hallar en modelos como el valor actual neto un complemento de valuación que permita contemplar los flujos reales de este en el tiempo cero, el cual se define como punto de partida para comprar el resultado con la inversión inicial.

Un componente muy importante del cálculo del valor actual neto es la tasa de descuento, la cual se define como el costo de oportunidad, es decir, la tasa a la

que el inversionista está dispuesto a invertir y sobre la cual espera que el proyecto le reditúe.

En este sentido, se plantea que la tasa de descuento se mantiene fija para todos los años del proyecto incluso para aquellos calculados hasta el infinito mediante el valor residual. Siendo la economía y en particular, la industria automovilística tan cambiante, el suponer una tasa relevante fija para todos los años resulta hasta cierto punto una desventaja; esto por cuanto, el entorno y las condiciones del mismo proyecto pueden variar de un año a otro cambiando por completo el panorama sobre el cual se consideró cierta tasa como costo de oportunidad.

Otra de las desventajas que posee, es que el resultado se da en valores monetarios. Por lo tanto, no se podría afirmar que un proyecto resulte viable solo por el hecho de que el resultado sea positivo, pues en este caso importa de cuánto dinero se está hablando.

A pesar de ello, el valor actual neto posee una gran preponderancia como modelo de medición.

La fórmula se describe a continuación

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{V_t}{(1+k)^t} - I_0$$

Donde:

V_t = Beneficio neto de cada período proyectado

K = tasa relevante

I_0 = Inversión inicial

1.6 Tasa interna de retorno

La tasa interna de retorno (TIR) (SapagChain, 2008), determina una única tasa de descuento a la cual todos los flujos del proyecto son traídos a valor presente hasta el período cero. Tiene la particularidad de que dicha tasa hace que el valor presente de dichos flujos sea igual a la inversión inicial en el mismo tiempo. Dicha tasa se toma como el rendimiento que el inversionista estaría percibiendo por el dinero aportado al proyecto.

Esta tasa resulta como punto de referencia para compararla con otras alternativas de inversión, que se encuentran disponibles en el mercado en el momento de decidir si invertir en el proyecto o no. Como punto importante a tomar en cuenta para complementar el análisis, está el riesgo en la inversión de uno u otro proyecto o instrumento de inversión. Precisamente, en el mercado se puede encontrar con instrumentos que en el mismo plazo poseen rendimientos mayores con un riesgo mayor. En este punto toma mucho peso en la toma de decisiones el nivel de riesgo que el inversionista esté dispuesto a asumir, así como la expectativa que posea sobre el proyecto como un todo.

Cabe señalar que el cálculo de la tasa interna de retorno posee ventajas y desventajas. Como ventajas se puede señalar que el modelo contempla la inversión inicial dentro del cálculo y en cuenta todos los flujos del proyecto así como su distribución en el tiempo. Por su parte, dentro de las desventajas está que cuando los flujos de efectivo contemplados no poseen cierta regularidad, puede que la tasa resultante no refleje un rendimiento que se pueda utilizar de referencia para todo el proyecto; para estos casos no es recomendable la utilización del TIR.

La fórmula del TIR es como se describe a continuación

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + TIR)^t} - I = 0$$

Donde:

F_t = Flujos netos de cada período proyectado

I = Inversión inicial

El criterio de aceptación de un proyecto mediante la TIR se basa en que si esta es mayor que la tasa relevante determinada para la empresa, se acepta el proyecto.

1.7 Tasa de descuento

Para la determinación del valor actual neto es necesario contar con la tasa de descuento relevante para el proyecto. La determinación de esta tasa debe contemplar aspectos fundamentales como el porcentaje de la inversión inicial que los socios aportarán y como complemento, el porcentaje de la inversión que será aportado mediante algún pasivo con costo.

Tanto el aporte de los socios como el de los acreedores poseen costos distintos. Dichos costos dentro de su composición contemplan elementos esenciales como el riesgo percibido (el cual no es el mismo para el socio que para el acreedor), por lo cual se deben ponderar ambas tasas en relación con su nivel de aporte a la inversión total, para así obtener una tasa que representará el costo de capital promedio ponderado (CCPP). Este costo promedio ponderado será el que se utilizará para descontar los flujos proyectados.

1.8 Costo del socio

De esta forma, si el proyecto es financiado solo por los socios, el costo de capital será la tasa que el inversionista desea obtener de dicho proyecto.

Dicha tasa puede ser calculada de varias formas, pero este estudio se concentrará en el modelo de precios de los activos de capital (MPAC) (Solé, 2011¹²), quien determina que esta tasa se compone de dos elementos: la tasa libre de riesgo¹³ más un premio por el riesgo de invertir en el proyecto.

La fórmula se establece de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + R_p + R_c$$

Donde:

K_e = Costo para el socio

R_f = Tasa libre de riesgo

R_p = Prima por riesgo

R_c = Riesgo país

La prima por riesgo es el porcentaje adicional que el inversionista estaría solicitando como compensación a la incertidumbre de éxito del proyecto.

Esta prima por riesgo generalmente está compuesta por la tasa libre de riesgo, la cual se resta a la tasa de la cartera de mercado de los activos riesgosos; el resultado se multiplica por un factor de riesgo, en nuestro caso, se utiliza un beta tropicalizada¹⁴.

¹² Obtenido del material didáctico base para el curso Preparación y Evaluación de Proyectos impartido en la Maestría en Administración y Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica, setiembre 2011.

¹³ Se utiliza la tasa a 10 años plazo de los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

¹⁴ Beta desapalancado y traído a términos locales en Costa Rica para la efectiva utilización en el cálculo para Corporación Díaz.

Entonces, detallando la composición de la prima por riesgo, el cálculo de la tasa requerida por el socio es:

$$K_e = R_f + \beta^*(R_m - R_f) + R_c$$

Donde:

β = Beta tropicalizada

R_m = Tasa de rendimiento de la cartera de mercado de los activos riesgosos.

El Beta, β

El Beta (Rojas Juan Carlos, 2002) es un factor comparativo entre la volatilidad en el cambio del rendimiento de las acciones en comparación con la volatilidad del rendimiento del mercado. Siendo al final una medida de riesgo, permite fijar parámetros para medir el riesgo relativo de una empresa en comparación con el mercado o la industria.

Básicamente se manejan tres posiciones:

Beta = 1, la empresa tiene un riesgo similar al riesgo de mercado.

Beta > 1, la empresa tiene un mayor riesgo al riesgo de mercado.

Beta < 1, la empresa tiene un menor riesgo al riesgo de mercado.

Dentro de la composición del Beta de una empresa o mercado se contempla tanto la tasa impositiva como el nivel de endeudamiento. Por lo tanto, para poder hacer uso de un Beta para el cálculo del K_e , se pueden tomar dos vías: formular un Beta para la empresa desde cero, es decir, construyéndolo a partir de sus componentes básicos o bien tomar un Beta de una industria relativa al giro de negocios y tropicalizarlo.

Para efectos del presente trabajo, se tomará la opción de tropicalizar el Beta de la industria de comercializadores de vehículos en Estados Unidos y para ello se

deberá contar con el Beta desapalancado; para luego apalancarlo con los datos propios de Corporación Díaz.

El cálculo del apalancamiento del Beta desapalancado es el siguiente:

- Beta apalancado de Corporación Díaz: $(1 + (1 - \text{tasa impuestos Corporación Díaz}) * (\text{deuda/patrimonio Corporación Díaz})) * \text{Beta desapalancado de industria}$.

1.9 Costo de terceros

El otro costo que podría estarse enfrentando es el costo financiero, en caso de solicitarse financiamiento mediante pasivos.

Este costo está de hecho calculado por una serie de factores micro y macroeconómicos y estratégicos del acreedor que no son de la competencia de este proyecto por ahora.

Por otro lado se tiene el costo histórico que la empresa ha tenido a lo largo de este período de análisis. Para determinar el costo de deuda de un período es necesario ponderar las tasas de interés antes de impuestos; en relación con el saldo de la deuda de ese período al cual le afecta directamente esa tasa. De esta forma se asegura que la tasa que tenga más saldo de deuda tenga mayor peso que aquella cuyo saldo resulta menor y así obtener un dato más equilibrado que un promedio simple de tasas.

Lo relevante para un proyecto como éste es determinar cuál será la tasa neta¹⁵ que el proyecto eventualmente estaría enfrentando a lo largo de su vida, ya que generalmente se habla de largo plazo en este tipo de instrumentos.

¹⁵Tasa de interés del préstamo neta de impuesto de renta.

1.10 Arrendamiento(*leasing*)

Se conoce como arrendamiento (Solé Roberto, 2011¹⁶) a aquel contrato en que el dueño de un activo (arrendador) otorga a la otra parte (arrendatario) el derecho de utilización de un activo a cambio de un pago periódico. Dicho pago generalmente se hace por adelantado. El arrendamiento se considera una especie de financiamiento en el cual media una tasa de interés involucrada por medio de la cuota que el arrendatario paga periódicamente por el uso del bien.

En la práctica en nuestro país se formalizan dos tipos de arrendamiento:

- Operativo.
- Financiero.

El arrendamiento operativo generalmente representa un contrato a corto plazo, menor a la vida útil del bien arrendado. En dicho contrato el arrendador es el responsable por el mantenimiento del bien, reparaciones, seguros y pago de impuestos. Una vez terminado el plazo del contrato, el arrendatario devuelve el bien al arrendador pudiendo este último volverlo a arrendar a la misma persona o bien a otra.

El arrendamiento financiero suele ser un contrato a mediano y largo plazo que generalmente coincide con la vida útil del bien. Al final del período el arrendatario posee varias opciones: devolver el bien arrendado, solicitar una renovación o bien ejecutar la opción de compra.

En este caso, el arrendatario es el encargado del mantenimiento, reparaciones, seguros del bien y el pago de impuestos.

¹⁶ Obtenido del material didáctico base para el curso Preparación y Evaluación de Proyectos impartido en la Maestría en Administración y Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica, setiembre 2011.

Con el fin de distinguir un contrato operativo de uno financiero, se tiene como financiero cuando el período de arrendamiento es igual o mayor al 75% de la vida útil del bien; y el valor presente de los pagos periódicos es igual o mayor al 90% del valor inicial del valor de mercado del bien.

A nivel contable, ambos tipos de arrendamiento tienen sus diferencias. En el arrendamiento operativo, el arrendador es dueño del bien, por lo que debe de realizar un registro del activo y su respectiva depreciación así como registrar los pagos como ingresos. En consecuencia, el arrendatario no registra el bien como activo y los pagos periódicos deben de registrarse como gasto.

En el arrendamiento financiero, el arrendador registra en el momento del establecimiento del contrato la venta a crédito del bien y los pagos periódicos como cancelaciones a la deuda y los intereses como ingresos. Por su parte, el arrendatario, deberá registrar el bien como activo, depreciarlo como corresponde y registrar los pagos periódicos en dos vías: los intereses como gastos deducibles de impuesto y la amortización del principal como salida de efectivo no deducible.

En ambos casos, el arrendamiento resulta atractivo para la empresa porque da la facilidad de obtener bienes sin necesidad de realizar el desembolso inmediato; atenuando de esta forma el flujo de efectivo de cualquier proyecto y disminuyendo la inversión inicial. También, para el caso del arrendamiento financiero, el tener la posibilidad de renovar el bien en el momento que el arrendatario lo desee le permite contar con bienes de poca vida útil consumida y de tecnologías de vanguardia, disminuyendo así el riesgo por obsolescencia. Adicionalmente, para el arrendatario resulta atractivo en el caso del arrendamiento financiero el poder deducir de impuestos tanto la depreciación del bien como el pago de los intereses de las cuotas periódicas; por su parte para el arrendamiento operativo se puede deducir de impuestos toda la cuota.

Capítulo II Panorama general de Corporación Díaz

Corporación Díaz es una empresa que se dedica a la comercialización de vehículos nuevos en Costa Rica. Pertenece al grupo empresarial centroamericano Conglomerado Díaz Mora el cual se dedica en toda la región a la industria automovilística, particularmente a la venta de vehículos nuevos de distintas marcas.

En Costa Rica desde el año 2005, Conglomerado Díaz Mora, mediante Corporación Díaz, comercializa solamente una marca, Dong Feng, de la cual posee los derechos exclusivos de importación por parte del fabricante. Asimismo, a nivel centroamericano posee los derechos de comercialización de diversas marcas destinadas a mercados de diversa capacidad adquisitiva.

2.1 Pilares comerciales

a) Vehículos nuevos

Corporación Díaz comercializa vehículos para distintos sectores de la población. Por un lado, cuenta con toda una línea de productos para el cliente particular que van desde el vehículo compacto de cuatro plazas hasta los vehículos de corte familiar y ejecutivo de siete plazas.

También cuenta con todo un catálogo de vehículos para uso comercial, en la cual se encuentran las microbuses de hasta 29 plazas en distintos tipos de motor y funcionalidad, los *pickups* así como toda una línea de camiones para uso industrial de una y dos piñas¹⁷

¹⁷En el argot automovilístico se le llama “piña” a cada eje trasero del camión.

Actualmente el sector de venta de vehículos se encuentra muy segmentado y la marca Dong Feng no se encuentra ajena a esta tendencia. Por esta razón, el posicionamiento de cada uno de los modelos se debe a un análisis tanto de la funcionalidad del vehículo como de aspectos aspiracionales del cliente y por supuesto, de su poder adquisitivo. Este es otro aspecto que será de mucha utilidad a la hora de establecer la demanda esperada para el sector que estaría abarcando la sucursal en Pérez Zeledón, puesto que se tiene previsto que la agencia genere sus ingresos en mayor porcentaje por la venta de vehículos nuevos y como complemento, el resto de los pilares comerciales.

Como parte del concepto integral de negocio, Corporación Díaz posee servicios postventa que le permiten reforzar la idea de respaldo que toda empresa asociada al fabricante debe poseer.

El sector postventa se divide a su vez en dos grandes departamentos: repuestos de vehículos de la marca y servicios de taller. De hecho, está establecido por parte del fabricante como una cláusula no negociable, que la empresa debe de tener y desarrollar estos departamentos con el fin de crear valor para la marca como un todo.

b) Repuestos

El departamento de repuestos funciona bajo un concepto de probabilidad de ocurrencia. Es decir, la importación de repuestos se hace a partir de un análisis de demanda real (lo que se consume actualmente de manera más frecuente para las unidades que se encuentran en circulación), y potencial (lo que podría consumirse para los nuevos modelos que cambian su línea de fabricación o bien, para aquellos nuevos modelos del todo).

De esta forma se persigue que el inventario de repuestos posea activos que tengan una alta rotación en el menor tiempo posible.

Tal como en el sector de vehículos, el departamento de repuestos compite en el mercado con los demás proveedores de repuestos genéricos y originales usados; lo cual exige de parte de Corporación Díaz toda una estrategia que esté en constante replanteamiento con el fin de atender las necesidades de sus clientes actuales, y de captar la atención de aquellos quienes potencialmente podrían convertirse en clientes.

Una particularidad del negocio de los repuestos, es el estado emocional en el que se encuentra el cliente a la hora de buscar y comprar el producto. Generalmente se tiene que enfrentar a un cliente que posee una necesidad que no le genera una satisfacción por sí misma, sino por el resultado que se obtiene a partir de la compra del repuesto: la reparación del vehículo. Como consecuencia, la urgencia por solucionar el problema que se le presenta fomenta un sentimiento de deslealtad ante la marca, pues lo que prima en la mayoría de las situaciones es reparar el vehículo para continuar con su uso o explotación, y si el departamento carece de la pieza que el cliente necesita en tiempo y costo, existen altas probabilidades de que la venta sea ganada por la competencia.

Actualmente la empresa cuenta con cuatro sucursales de repuestos distribuidas en todo el país; con el fin de abarcar la mayor cantidad de territorio posible y de esta forma obtener ese posicionamiento que le permita llegar hasta donde está su público objetivo. Para las zonas geográficas donde no se tiene presencia física, existen clientes corporativos quienes suplen las necesidades de ese sector. Esta situación eventualmente tendrá gran relevancia en el análisis del establecimiento de la sucursal en Pérez Zeledón. En este sentido, a nivel comercial, se deberá de contemplar el impacto de colocar una agencia en el territorio donde algunos de sus principales clientes actuales tienen el mercado atendido.

c) Taller de servicio

Corporación Díaz posee en total cinco talleres de servicio distribuidos a lo largo del territorio nacional.

Al ser una unidad de apoyo a la gestión de ventas de vehículos nuevos de la compañía, este departamento no está destinado en sí mismo a generar utilidades que permitan expandir su negocio tanto como pudiese; aunque sí los suficientes como para soportar sus gastos y generar una tasa moderada de rentabilidad.

No es de extrañar por lo tanto que el negocio de servicios de taller no sea tan rentable como lo es el de venta de vehículos; esto se verá más claramente en el capítulo tres del presente trabajo.

Todo vehículo vendido por la compañía tiene tres años de garantía o cien mil kilómetros (lo que suceda primero) otorgados por el fabricante. Parte de la estrategia de los servicios de taller es que en ese tiempo, el cliente se encuentre en la necesidad de preferir el taller de la agencia por respaldo y servicio.

Para el sector talleres, la estrategia de ventas no se basa en el precio. Ante ese panorama, la exigencia del cliente suele ser mucho mayor que para la competencia, lo cual incide finalmente en el margen de utilidad bruta que se puede obtener por unidad de servicio vendida.

d) Vehículos usados

Como cuarto pilar de apoyo, existe el departamento de vehículos usados, el cual funciona como una herramienta para el cierre de los negocios de los vehículos nuevos.

De esta forma, el departamento de vehículos usados obtiene sus inventarios para la venta de los vehículos que los clientes entregan como parte del pago del vehículo nuevo. Podría concluirse entonces que, dicho departamento funciona como un generador de flujo de efectivo para la compañía, en donde se obtiene un activo (que se pretende sea de rápida comercialización) a un precio menor del

precio de venta de mercado de esa unidad, para posteriormente venderlo con un margen de utilidad.

Entonces, se puede afirmar que básicamente el departamento de vehículos usados posee tres objetivos a cumplir:

Ser una herramienta más de negociación para el departamento de vehículos nuevos.

Convertir los vehículos usados en efectivo en el menor tiempo posible.

Obtener utilidades para que el departamento pueda cubrir sus gastos operativos tales como planilla, de oficina, de mantenimiento de unidades, entre otros.

A pesar de ello, el departamento se encuentra en una competencia directa con el resto de comercializadores de vehículos nuevos y usados en el país (esto por cuanto algunas unidades recibidas por su año de fabricación se convierten en opción para quien busca vehículos nuevos), siendo una unidad de negocios que se enfrenta a los desafíos propios de cualquier venta de vehículos, pues compete en ambos sectores, vehículos nuevos y usados.

Análisis FODA

A continuación y con miras a establecer un panorama más claro a nivel estratégico para lo que será el análisis particular del proyecto de la creación de la agencia en Pérez Zeledón, se desarrolla un análisis FODA de Corporación Díaz¹⁸

Fortalezas

¹⁸El presente análisis FODA es producto de una serie de entrevistas realizadas a distintos actores de la empresa entre los que se destaca el gerente financiero, el gerente comercial y el gerente de la división postventa.

Marca: Es importante recalcar que hoy en día Corporación Díaz goza de una buena imagen de marca, la cual ha ido tomando fuerza a lo largo de los años hasta el día de hoy.

Posición financiera: Como se verá más adelante, la empresa en estos momentos se encuentra en una etapa de expansión de sus operaciones en todos los niveles, producto del aumento significativo en las ventas respecto de años anteriores, sobre todo de los años de crisis. A la par de esto, se evidencia gestión eficiente en el manejo de la empresa a nivel de flujo de efectivo y administrativo.

Recurso humano calificado: Se reconoce un equipo de trabajo el cual parte desde la presidencia de país, pasa por los mandos gerenciales y medios hasta llegar a la primera línea operativa de personas que conocen el mercado, han estado en él por años, situación que se pone en evidencia con el pasar de los años en mejoras en la toma de decisiones como un todo.

Financia Rápido: Como parte de las empresas que forman el conglomerado, se encuentra Financia Rápido, empresa que funciona como financiera de los clientes que deseen comprar su vehículo a crédito. Se dice que es una fortaleza pues en este mercado cerca del 65% de los negocios generados en Corporación Díaz actualmente se formalizan a crédito según confirma el gerente financiero, el señor José Marín. Para el año 2008, en el tiempo en el cual el sistema financiero nacional cerró la posibilidad de otorgar créditos prendarios, Financia Rápido se convirtió en la alternativa para mantener un nivel de ventas necesario para el cumplimiento de las metas. El enfoque de Financia Rápido no está en otorgar las tasas más bajas del mercado, sino en dar un servicio y flexibilidad para la aprobación que sobresale respecto de sus competidores.

Enfoque hacia el servicio: Es de común acuerdo entre las personas entrevistadas para este trabajo, que la empresa ha crecido en este sentido de forma vertiginosa, principalmente en el sector de vehículos nuevos. Actualmente el salario de todos los que poseen una parte comisionable depende en gran medida

de la opinión que el cliente tenga sobre la experiencia de compra de algún producto o servicio. Esto ha provocado que la empresa busque la excelencia con base en las expectativas de su mercado.

Debilidades

Sector postventa: Es una de las áreas más delicadas del negocio, pues el cliente en esas instancias, como se explicó anteriormente, no se presenta para la búsqueda de la satisfacción de una necesidad que le cause sentimientos gratificantes como lo fue la compra del vehículo. Por otro lado, y sobre todo en el servicio taller, la buena gestión depende de que la mayoría de los procesos funcionen en tiempo y en forma con una alta precisión, lo cual en algunos momentos no se logra con consecuencias muy costosas en imagen y dinero.

Oportunidades

Vehículos chinos: Dong Feng es una marca de origen coreano. El mercado chino ha venido tomando importancia dado el nivel de industrialización y de capitales que ha acuñado en la última década. En el sector automovilístico, China se encuentra en una fase introductoria no solo en lo concerniente a ingeniería para la creación de un producto que logre aceptación entre las actuales marcas que dominan el mercado, sino también a nivel comercial y estratégico para la introducción en los mercados del continente americano. No obstante, se ha visto que han logrado incursionar en el mercado costarricense con productos cada vez de mayor aceptación. Actualmente Corporación Díaz no tiene dentro de sus planes en el mediano plazo (5 años) importar vehículos de origen chino, lo cual se convierte en una oportunidad que según la opinión de los expertos consultados, no debe de pasar mucho tiempo sin contemplar seriamente.

Ampliación de la red de servicio: Accesorios Automotrices es otra de las empresas del Conglomerado Díaz Mora que tiene sucursales en este país. Esta compañía se dedica a la venta de productos para el mantenimiento periódico de los vehículos así como la atención de reparaciones que no tardan más de un día

en solucionarse (lo que se llama servicio *express*). En estos momentos la empresa cuenta con nueve sucursales a lo largo del territorio nacional. Si bien es cierto que Accesorios Automotrices se maneja independiente a Corporación Díaz, se considera una oportunidad de crecimiento el que la compañía pueda contar con esa red de sucursales para la prestación de los distintos servicios que actualmente brinda la Corporación Díaz.

Apertura de nuevas sucursales: Se visualiza la posibilidad de establecer sucursales en las zonas geográficas que resultan de difícil acceso y atención con las que actualmente cuenta Corporación Díaz. Precisamente de esta oportunidad nace la hipótesis justificante del presente trabajo, que es la apertura de una sucursal para atender los clientes actuales y potenciales que se encuentran ubicados en la zona sur del país. Dadas las características geográficas de esta zona, muchos clientes han expresado su inquietud de contar con presencia de la compañía.

Amenazas

Venta de vehículos chinos: Como contrapartida a la oportunidad que tiene la empresa en ampliar su catálogo con productos chinos, se encuentra el hecho de que en el mercado actualmente existen empresas que tomaron la decisión de introducir marcas chinas que se encuentran en crecimiento. Por lo tanto se considera una amenaza latente en el mediano plazo.

Cambios repentinos en la economía: Como se demostró en el 2008, uno de los sectores que más padeció los efectos de la crisis fue toda la industria automotriz. Continúa por lo tanto constituyendo una amenaza para las aspiraciones de la compañía, el que la economía pueda entrar nuevamente en recesión por un efecto de “ola” proveniente de economías de las cuales depende el país en gran medida, como son la estadounidense y la asiática.

Desatención de mercados con potencial: Corporación Díaz en estos momentos se encuentra ausente de ciertos sectores que han resultado ser de

beneficio para la competencia. Tal es el caso de las agencias que tienen presencia en los centros comerciales, no solo a nivel de eventos de corta duración sino para el establecimiento de agencias entre el complejo de tiendas.

Ingreso de Grupo Poma: Grupo Poma a nivel centroamericano es la competencia directa de Conglomerado Díaz Mora. Actualmente no tienen presencia preponderante en el país, lo cual se visualiza como una amenaza porque está latente el ingreso en el mediano plazo.

Capítulo III Análisis de los estados financieros

En este capítulo se desarrolla el análisis de los estados financieros (Balance general, Estado de resultados y Estado de flujos de efectivo) de la empresa, con un enfoque basado en el orden que se presenta la información en el estado de flujos de efectivo. Es decir, el análisis se divide en las siguientes secciones:

- 1) Operación**
- 2) Capital de trabajo**
- 3) Inversión**
- 4) Deuda**
- 5) Socios**

Lo que se persigue con este orden es no perder de vista que la salud financiera de la empresa reside en su capacidad de generar el flujo de dinero suficiente para los distintos propósitos que tenga establecidos; y que todos los recursos que posee deben de estar en función de ello.

A continuación se presentan los estados financieros de Corporación Díaz para el período comprendido entre el 2008 y el 2011.

Tabla 2. Balances de situación de Corporación Díaz

Corporación Díaz C.R. S.A.
Estados Separados de Situación Financiera
al 31 de diciembre
en miles de dólares (al tipo de cambio del BCCR al cierre del período)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| ACTIVO | | | | |
| Activo Circulante | | | | |
| Efectivo | \$987 | \$1.533 | \$1.869 | \$8.607 |
| Documentos y cuentas por cobrar | \$3.550 | \$7.769 | \$6.620 | \$9.808 |
| Cuentas por cobrar a partes relacionadas | \$6.408 | \$1.937 | \$945 | \$2.175 |
| Inventarios | \$27.646 | \$20.840 | \$24.853 | \$35.897 |
| Impuesto sobre renta pagado por anticipado | \$4 | \$0 | \$306 | \$0 |
| Gastos pagados por anticipado | \$116 | \$168 | \$109 | \$146 |
| Activo Circulante | \$38.712 | \$32.246 | \$34.702 | \$56.632 |
| Inversiones en instrumentos patrimoniales | \$3 | \$3.934 | \$4.338 | \$4.340 |
| Inmuebles, mobiliario, equipo y mejoras, neto | \$3.227 | \$3.224 | \$3.484 | \$3.502 |
| Activos intangibles | \$431 | \$572 | \$599 | \$591 |
| Activo por impuesto sobre la renta diferido | \$75 | \$125 | \$219 | \$242 |
| Otros activos | \$3 | \$3 | \$75 | \$85 |
| ACTIVO TOTAL | \$42.450 | \$40.104 | \$43.416 | \$65.392 |
| PASIVO Y PATRIMONIO | | | | |
| Pasivo circulante | | | | |
| Préstamos por pagar | \$14.961 | \$10.956 | \$14.061 | \$21.220 |
| Cuentas por pagar comerciales | \$7.250 | \$9.319 | \$6.081 | \$18.596 |
| Gastos acumulados y otras cuentas por pagar | \$478 | \$602 | \$875 | \$1.243 |
| Cuentas por pagar a partes relacionadas | \$439 | \$822 | \$634 | \$554 |
| Adelanto de clientes | \$480 | \$807 | \$3.106 | \$1.334 |
| Impuesto sobre la renta por pagar | \$0 | \$606 | \$0 | \$1.248 |
| Intereses por pagar | \$0 | \$74 | \$79 | \$81 |
| Pasivo circulante | \$23.609 | \$23.185 | \$24.835 | \$44.278 |
| Préstamos por pagar a largo plazo | \$1.530 | \$1.340 | \$1.240 | \$872 |
| Pasivo por impuesto sobre la renta diferido | \$2.489 | \$1.586 | \$1.819 | \$1.847 |
| PASIVO TOTAL | \$27.628 | \$26.111 | \$27.894 | \$46.997 |
| PATRIMONIO | | | | |
| Capital social | \$2.601 | \$2.552 | \$2.813 | \$789 |
| Capital adicional pagado | \$71 | \$69 | \$77 | \$77 |
| Reserva legal | \$710 | \$697 | \$768 | \$769 |
| Utilidades retenidas | \$11.440 | \$10.675 | \$11.864 | \$16.761 |
| PATRIMONIO TOTAL | \$14.822 | \$13.993 | \$15.522 | \$18.395 |
| PASIVO Y PATRIMONIO | \$42.450 | \$40.104 | \$43.416 | \$65.392 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de
Corporación Díaz¹⁹

¹⁹Los estados financieros de Corporación Díaz originalmente están en colones por lo que algunos datos pueden no coincidir por el efecto del tipo de cambio aplicado.

Tabla 3. Estados de resultados de Corporación Díaz

| Corporación Díaz C.R. S.A. | | | | |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Estados separados de resultado integral | | | | |
| Por el año que terminó el 31 de diciembre | | | | |
| en miles de dólares (al tipo de cambio del BCCR al cierre del período) | | | | |
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Ingresos por ventas y servicios | \$80.259 | \$55.791 | \$75.502 | \$123.366 |
| Costo de ventas y servicios | (\$63.985) | (\$45.413) | (\$62.875) | (\$99.850) |
| Utilidad Bruta | \$16.274 | \$10.378 | \$12.627 | \$23.516 |
| Gastos operativos | (\$10.415) | (\$9.370) | (\$11.325) | (\$13.966) |
| Utilidad de operaciones | \$5.859 | \$1.008 | \$1.302 | \$9.550 |
| Gastos financieros | (\$2.132) | (\$2.590) | (\$2.520) | (\$3.472) |
| Diferencial cambiario | (\$972) | (\$578) | \$303 | (\$269) |
| Venta de opción de compra sobre inmueble | \$4.608 | \$168 | \$0 | \$0 |
| Otros ingresos (gastos) netos | \$639 | \$1.227 | \$1.057 | \$727 |
| Utilidad antes de impuestos de la renta | \$8.002 | (\$766) | \$142 | \$6.536 |
| Impuesto sobre la renta | (\$1.019) | \$221 | (\$49) | (\$1.645) |
| Utilidad neta | \$6.983 | (\$545) | \$93 | \$4.891 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de
Corporación Díaz

Tabla 4. Estados de flujo de efectivo de Corporación Díaz

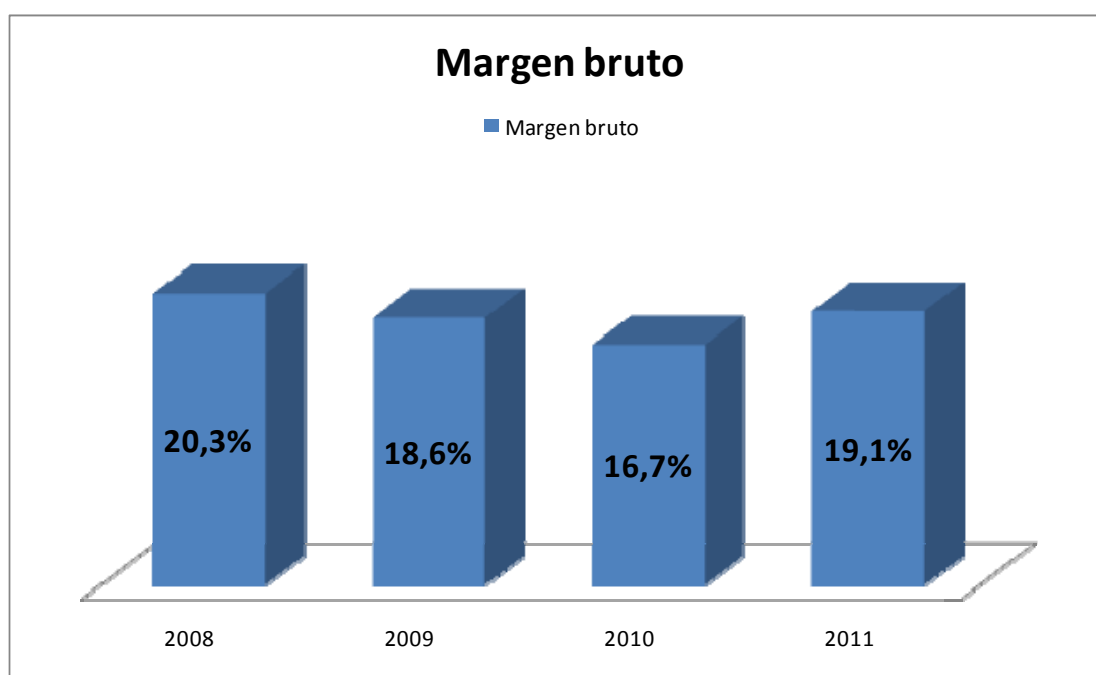
| Corporación Díaz C.R. S.A. | | | | |
|--|-------------------|------------------|------------------|------------------|
| Estados consolidados de flujo de efectivo | | | | |
| Por el año que terminó el 31 de diciembre | | | | |
| en miles de dólares (al tipo de cambio del BCCR al cierre del período) | | | | |
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Flujo de efectivo de las actividades de operación | | | | |
| Utilidad antes de impuesto sobre la renta | \$8.002 | (\$766) | \$142 | \$6.536 |
| Estimación por incobrables | \$10 | \$0 | \$12 | \$102 |
| Ajuste al valor neto de realización de los inventarios | \$0 | \$0 | \$398 | \$201 |
| Depreciación activos fijos | \$289 | \$366 | \$434 | \$456 |
| Amortización activos intangibles | \$8 | \$73 | \$86 | \$110 |
| Pérdida en venta y retiro de activos fijos | \$10 | \$2 | \$30 | \$337 |
| Pérdida en retiro de otros activos | \$4 | \$0 | \$0 | \$0 |
| Gastos por intereses | \$2.000 | \$1.709 | \$1.305 | \$1.917 |
| Diferencias de cambio no realizadas | \$1.411 | \$331 | (\$1.572) | \$306 |
| Flujo provisto por actividades de operación | \$11.732 | \$1.714 | \$835 | \$9.965 |
| Cambios en el capital de trabajo | | | | |
| Cuentas por cobrar | \$908 | (\$4.287) | \$1.876 | (\$3.287) |
| Cuentas por cobrar a partes relacionadas | (\$5.574) | \$4.349 | \$1.190 | (\$1.229) |
| Inventarios | (\$12.965) | \$6.277 | (\$2.272) | (\$11.233) |
| Gastos pagados por anticipado | (\$41) | (\$54) | \$102 | \$269 |
| Cuentas por pagar a partes relacionadas | (\$326) | \$392 | (\$273) | (\$2.105) |
| Cuentas por pagar comerciales | \$5.822 | \$2.207 | (\$4.194) | \$12.512 |
| Gastos acumulados por pagar | (\$200) | \$133 | \$211 | \$368 |
| Adelantos de clientes | \$271 | \$335 | \$2.217 | (\$1.774) |
| Impuesto sobre la renta pagado | (\$1.115) | (\$75) | (\$1.033) | (\$394) |
| Flujo provisto por capital de trabajo | (\$13.220) | \$9.276 | (\$2.177) | (\$6.871) |
| Flujo antes de actividades de inversión | (\$1.488) | \$10.991 | (\$1.342) | \$3.094 |
| Flujo de efectivo de actividades de inversión | | | | |
| Adquisición de activos fijos | (\$1.776) | (\$559) | (\$393) | (\$810) |
| Adquisición intangibles | (\$89) | (\$133) | (\$54) | (\$102) |
| Venta propiedad planta y equipo | \$59 | \$44 | \$0 | \$0 |
| Aumento en inversiones | \$0 | \$0 | (\$896) | (\$748) |
| Inversiones patrimoniales | \$0 | (\$3.932) | \$0 | \$0 |
| Aumento en otros activos no financieros | \$0 | \$0 | (\$14) | (\$9) |
| Flujo provisto por actividades de inversión | (\$1.806) | (\$4.580) | (\$1.357) | (\$1.669) |
| Flujo antes de actividades de financiamiento | (\$3.294) | \$6.411 | (\$2.699) | \$1.425 |
| Flujo de efectivo actividades de financiamiento | | | | |
| Préstamos | \$45.213 | \$26.020 | \$59.265 | \$119.490 |
| Amortización préstamos | (\$41.633) | (\$30.230) | (\$55.950) | (\$113.011) |
| Pago intereses | (\$2.022) | (\$1.635) | (\$1.333) | (\$1.914) |
| Flujo provisto por actividades de financiamiento | \$1.557 | (\$5.846) | \$1.982 | \$4.564 |
| Aumento/Disminución efectivo | (\$1.737) | \$565 | (\$717) | \$5.989 |
| Efectivo al inicio del año | \$2.724 | \$968 | \$1.691 | \$974 |
| Efectivo al final del año | \$987 | \$1.533 | \$974 | \$6.963 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de
Corporación Díaz

3.1 Operaciones

- **Margen bruto**

Gráfico 1. Margen bruto



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Se aprecia en el gráfico anterior que, en combinación, los cuatro pilares comerciales (vehículos nuevos, vehículos usados, repuestos y taller) han producido un margen bruto que ha ido en disminución desde el 2008, para luego tener una recuperación en el 2011. De esta forma se evidencia el impacto que tuvo el período de crisis en el cual para mantener un nivel de ventas determinado, se tuvo que restringir la ganancia por un mayor volumen. Para el año 2009, se da una disminución en las ventas de un 30,5% respecto del año anterior, mientras que la utilidad cae para ese mismo año un 36,23%, es decir, se evidencia un sacrificio mayor, el cual pudiera deberse a varios factores a la vez: el aumento de los costos, la caída de los precios para ganar competitividad o bien a una gestión menos eficiente, por citar los más relevantes.

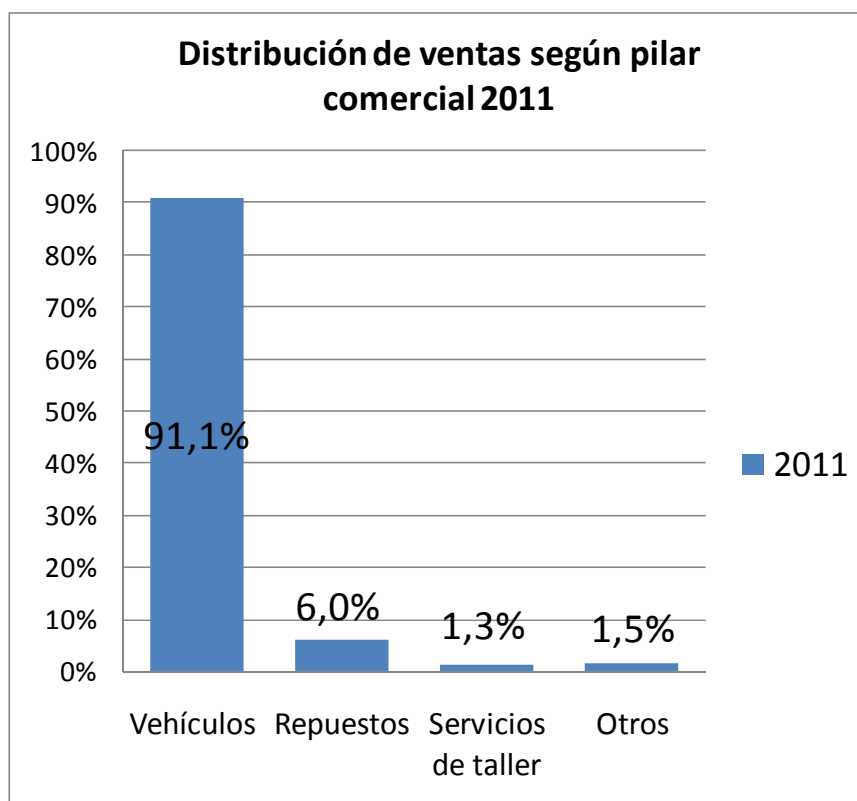
Posteriormente, en el año 2010 se da un aumento en las ventas de un 35,33% y a su vez un aumento en los costos de un 38,45% respecto del 2009; situación que mejora considerablemente aunque no como en el 2011, año en el cual el nivel de ventas respecto del 2010 aumentó un 63,39%, mientras que los costos para ese año aumentaron tan solo un 58,81% lo cual provocó un aumento en la utilidad bruta de un 86,24%. Finalmente, se denota un avance sustancial en referencia al 2008 producto de la mejora en varios aspectos de los cuales se rescatan dos:

- a) Mejora de las condiciones de mercado. En este sentido, no solo las condiciones crediticias para la compra de vehículo mejoraron sino que en general, la economía costarricense ha tenido un repunte cuyo efecto se percibió en el crecimiento del producto interno bruto el cual según información del Banco Mundial²⁰, para el 2010 reporta un crecimiento respecto del 2009 de un 4,7% y para el 2011 respecto del 2010 fue de un 4,2%; en consecuencia, se puede inferir una mejora en los ingresos del mercado meta de Corporación Díaz.
- b) Introducción en el 2010 de toda una nueva línea de vehículos en sus distintos nichos de mercado tanto en lo estético como en lo funcional, que ha permitido catapultar la marca hasta convertirla en una de las dos agencias de ventas de vehículos nuevos que comparten cerca del 50% del mercado costarricense.²¹

A continuación se muestra detalle de ventas y costos por pilar comercial para el año 2011:

²⁰www.bancomundial.org

²¹Según lo confirma el gerente comercial de Dong Feng.

Gráfico 2. Ventas Corporación Díaz

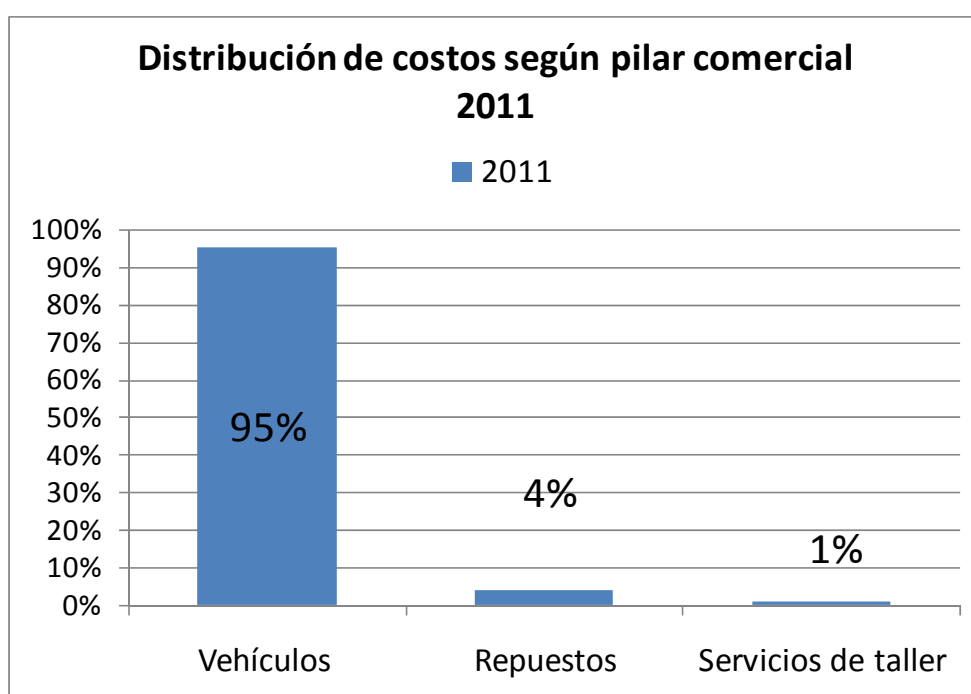
Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

En este gráfico se aprecia con mayor claridad la preponderancia que representa el sector de venta de vehículos para la empresa. Si bien es cierto, el mercado de repuestos y de servicios de taller en el país tiene un gran potencial de crecimiento, el que solamente se vendan repuestos de la marca Don Feng limita la expansión de la empresa en este sector, asimismo para lo que son los servicios de taller. Por el momento, la política de la compañía en ese sentido es que estos dos pilares continúen existiendo como soporte a la venta de los vehículos de la marca.

Un aspecto importante de observar respecto del sector de servicios de taller, es que para contar con un servicio de calidad se necesita de una gran inversión en recurso humano, licencias y herramientas; por otro lado los márgenes que se manejan son muy estrechos debido a la alta competencia que existe en el

mercado. Si bien en los primeros 3 años de vida útil del vehículo²² los clientes buscan los servicios de taller de la agencia para su mantenimiento con miras a mantener un historial que les permita gozar de una garantía efectiva, no es una condición obligatoria para reclamar esta. Esto abre la oportunidad a gran cantidad de competidores quienes no teniendo la calidad, el conocimiento en la tecnología, las herramientas y el respaldo de la agencia, deciden enfocarse en el precio, forzando hacia la baja los márgenes de todos los talleres que ofrecen el mismo servicio.

Gráfico 3. Costos de ventas de Corporación Díaz



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

²²Todas las unidades Dong Feng tienen 3 años de garantía o 100 mil kilómetros, lo que suceda primero, otorgada por el fabricante.

Tal como se espera, los costos de ventas del sector vehículos representa la mayoría de los costos de la empresa. Asimismo, durante el período de análisis, dichos costos en promedio representaron el 92% de los costos de la compañía, seguido por el sector de repuestos con un 7% en promedio y finalmente, el sector de servicios de taller con un 1%.

A pesar del nivel de costos de ventas de vehículos respecto del total, es el sector que aporta mayor utilidad bruta de los tres. Así, para el 2011, representó el 74% del total, situación predominante que se mantuvo para todo el período de análisis con un 66% en promedio, seguido por el sector de venta de repuestos con un 20%, servicios de taller con un 5% y finalmente, otros con un 9%.

Es interesante observar que, el sector que genera ingresos para la empresa denominado “otros” se refiere al aporte por la inscripción y traspaso de los vehículos. Es decir, que podría sumarse al porcentaje del sector de vehículos elevando el aporte hasta un 84% del total en promedio.

Comparación de mercado

El mercado costarricense, en el sector de venta de vehículos nuevos, es relativamente estrecho, tan solo tres empresas (incluyendo Corporación Díaz) dominan cerca del 75% del mismo²³. Ninguna de estas compañías cotiza en el mercado de valores costarricense, por lo cual la obtención de índices que puedan dar una pauta respecto del rendimiento de Corporación Díaz, resulta una labor infructuosa.

Con el fin de analizar en perspectiva el rendimiento de Corporación Díaz, se determina tomar como referencia información relevante de compañías que forman parte de la industria estadounidense, cuya capitalización del mercado supera en

²³ Información proporcionada por la Asociación de Importadores de Vehículos y Maquinaria (AIVEMA) a Corporación Díaz.

cada una el billón de dólares²⁴. Se eligen empresas de ese mercado por la facilidad de obtención de la información, pues todas las mencionadas cotizan en bolsa.

Las compañías elegidas son²⁵:

- AutomotiveNation (AN)²⁶
- Group 1 Automotive Inc. (GPI)²⁷
- PenskeAutomotive Inc. (PAG)²⁸
- Sonic Automotive Inc. (SAH)²⁹

Tabla 5. Crecimiento en ventas

| Compañía | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------|---------|--------|--------|
| Corporación Díaz | -30,49% | 35,33% | 63,39% |
| Auto Nation | -23,87% | 15,83% | 11,00% |
| GPI | -19,95% | 21,72% | 10,36% |
| PAG | -18,23% | 12,51% | 7,86% |
| SAH | 1,61% | 12,21% | 14,39% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida de www.finance.yahoo.com

²⁴ Cantidad de acciones comunes en circulación por el precio de mercado de la acción.

²⁵ Se eligen dichas compañías por ser catalogadas como referencia en la industria tanto por su volumen de ventas como el tamaño de la empresa en **sí**.

²⁶ <http://finance.yahoo.com/q?s=AN>

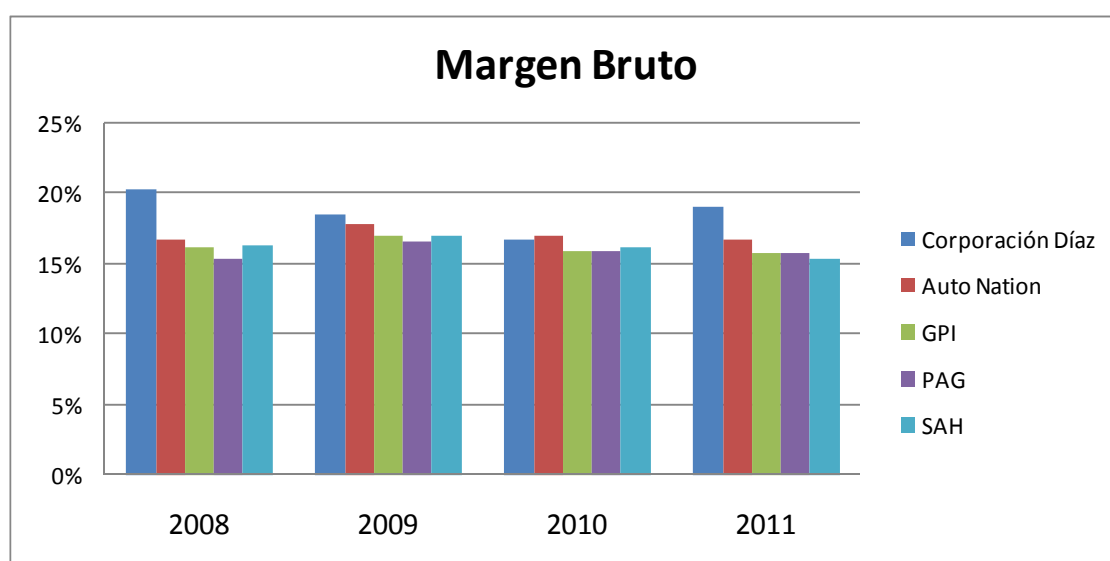
²⁷ <http://finance.yahoo.com/q?s=GPI>

²⁸ <http://finance.yahoo.com/q?s=PAG&qI=0>

²⁹ <http://finance.yahoo.com/q?s=sah&qI=1>

La tabla muestra el impacto que tuvo la crisis en la industria, según los resultados obtenidos en el año 2009. A partir del 2010 la industria ha venido en recuperación a un ritmo menor al de Corporación Díaz, sobre todo para el 2011, año en el cual las compañías norteamericanas tuvieron un crecimiento en ventas de un 10,9% en promedio mientras que Corporación Díaz un 69%.

Gráfico 4. Margen brutocomparativo con la industria norteamericana



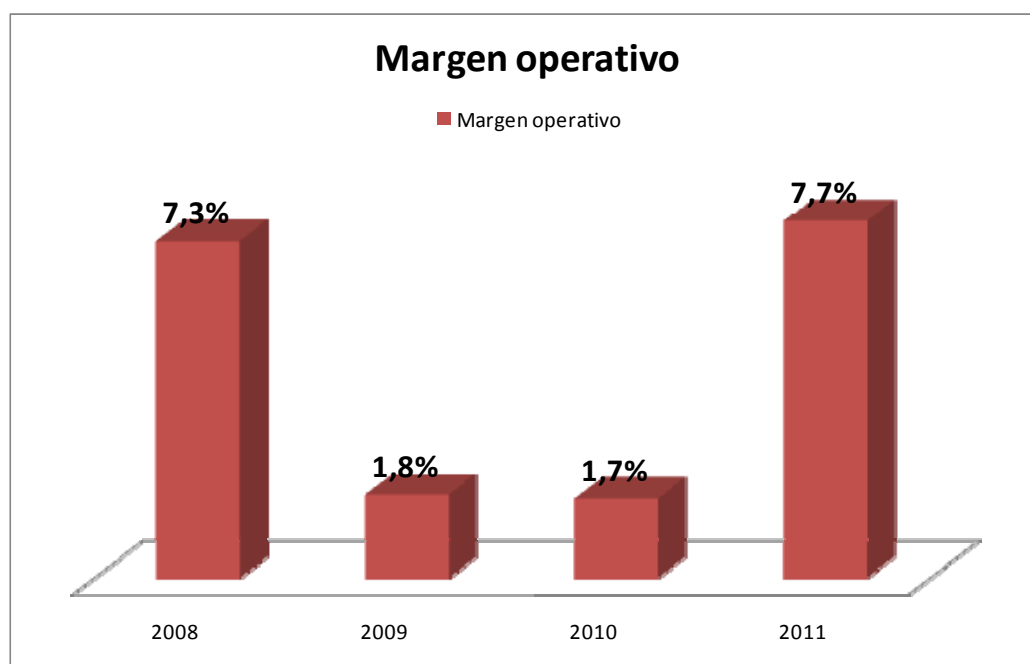
Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida de www.finance.yahoo.com

Se aprecia en el gráfico anterior, que Corporación Díaz ha mantenido márgenes brutos por encima de la muestra de la industria norteamericana en todo el período; superado solamente por AN en el 2010 por medio punto porcentual. Es importante rescatar el nivel que alcanzó la empresa en el año 2008, en medio de la crisis y cuyo nivel no ha logrado alcanzar en los siguientes años.

- **Margen operativo**

Como se logra apreciar, para el 2009 y 2010 se da una disminución marcada de la utilidad operativa, para luego aumentar a niveles mayores que los logrados en el 2008.

Gráfico 5. Margen operativo Corporación Díaz



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Los gastos operativos que relativamente tienen mayor peso respecto del total para la compañía a lo largo del período de análisis son: gastos de personal (35% en promedio), arrendamientos (10%), pólizas (9%) y publicidad (12%) para un total de un 66% en promedio. Para el 2009, los gastos de personal disminuyeron un 23% respecto del año anterior, principalmente por la reducción de cuerpo de ventas que se dio en respuesta a la contracción del mercado por la crisis. A pesar de la disminución en el gasto de este importante rubro, los gastos operativos totales disminuyeron tan solo un 10% para el 2009 respecto del 2008. Anteriormente se mencionó que para el 2009 las ventas disminuyeron un 30,5% respecto del 2008, en consecuencia, el 10% de disminución en gastos

operativos para el mismo período toma más peso para justificar la caída en el margen operativo.

Para el 2010 los gastos operativos crecieron un 21%, impulsado en gran medida por un aumento del 49% en los gastos de publicidad y un 33% en los gastos de personal, como apoyo al lanzamiento de la nueva línea de vehículos nuevos mencionados anteriormente respecto del 2009, mientras que las ventas crecieron un 35%. A pesar de que las ventas aumentaron a un ritmo mayor a los gastos operativos, los costos de ventas como se observó también, aumentaron a un ritmo mayor respecto del 2009 (un 38,5%), lo que contribuyó a la caída del margen operativo hasta el 1.7%.

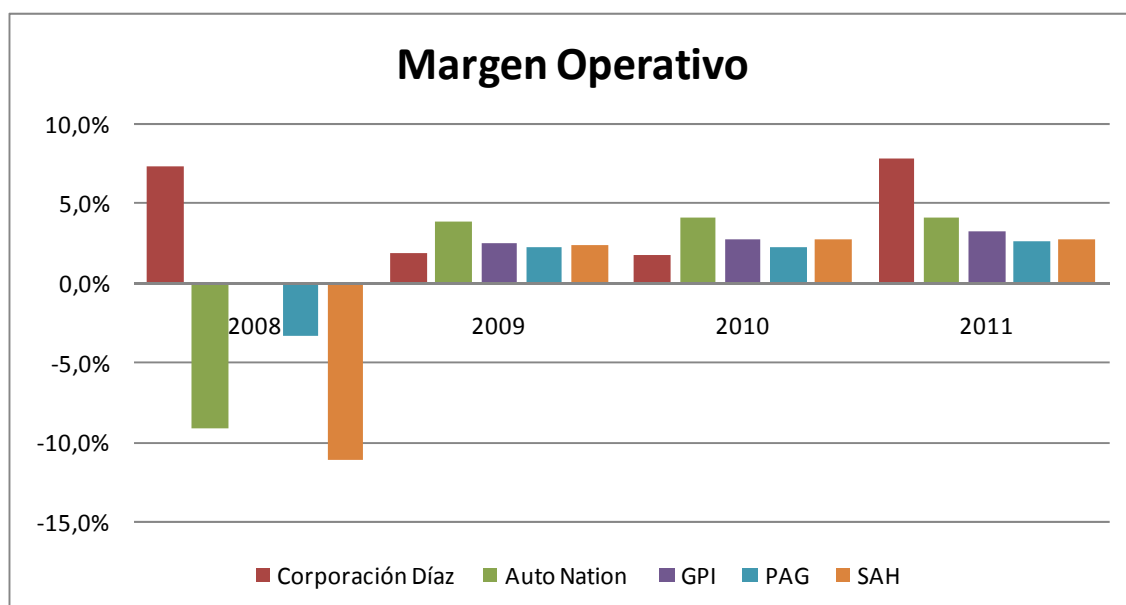
Posteriormente, en el 2011 se da un aumento de 633,6% en la utilidad operativa respecto del 2010, provocado por el aumento en las ventas respecto del 2010 de un 63,4% y de un aumento de un 23% de los gastos operativos.

En el siguiente gráfico se analiza la utilidad operativa de la empresa en referencia a la muestra de la industria norteamericana, denotando un comportamiento en Corporación Díaz que no se replica en esa industria, la cual resiente el efecto de la crisis desde el 2008 con márgenes operativos negativos; no así Corporación Díaz, pues en ese año alcanzó su segundo mejor nivel superado solamente por el 2011.

Posteriormente las empresas norteamericanas comienzan a tener una tendencia al alza mientras que Corporación Díaz cae en el 2009 al 1,8%. Tal como se analizó en los párrafos anteriores, el año en que la empresa padeció los efectos de la crisis fue precisamente en el 2009, con tasas de decrecimiento en ventas que si bien fueron acompañadas por políticas restrictivas en gastos, no se tuvo la reacción justa como para evitar la caída en el índice.

Resulta importante resaltar el efecto que tuvo en el 2010 el lanzamiento de toda la nueva línea de modelos Dong Feng, lo cual vino a catapultar las utilidades de la empresa a nivel operativo en un atípico 633%, situación coyuntural para Corporación Díaz.

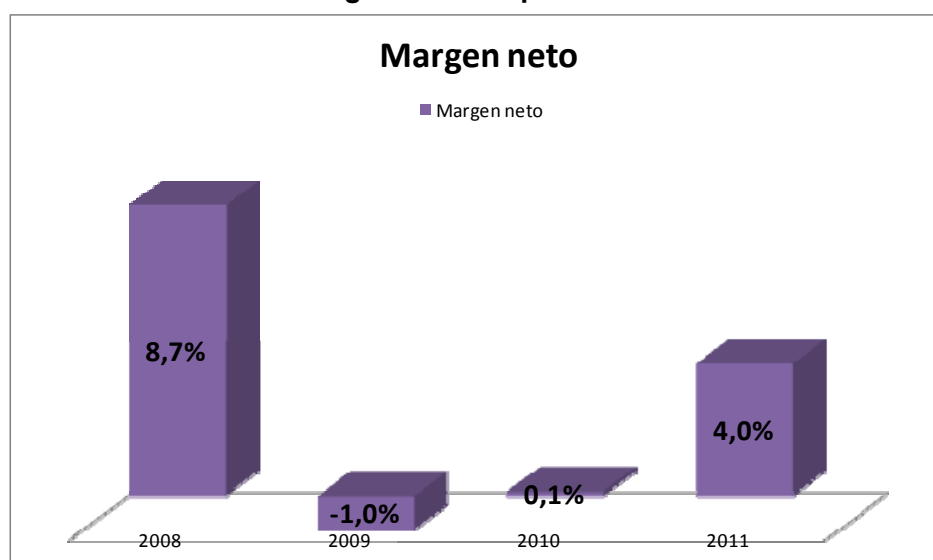
Gráfico 6. Margen operativo Corporación Díaz y de la industria norteamericana



Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida de www.finance.yahoo.com

- **Margen neto**

Gráfico 7. Margen neto Corporación Díaz



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

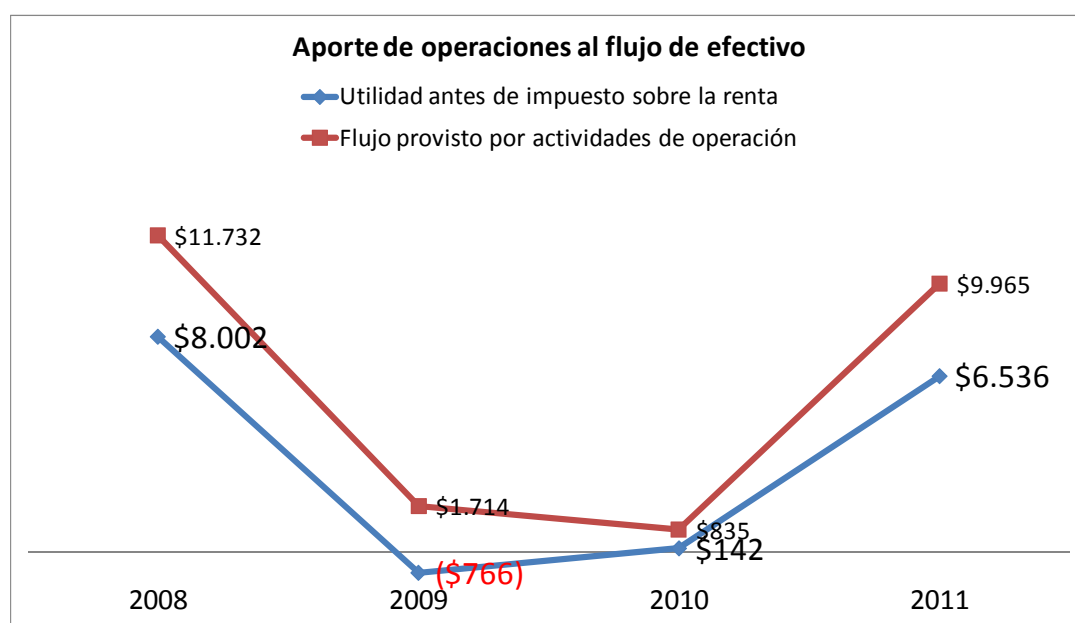
El margen neto de la compañía se ha visto afectado, además de los gastos y costos que ya se analizaron, por el gasto por intereses; el cual representa en promedio para el período de análisis, un 3% respecto de las ventas.

Para el 2009, dicho gasto creció un 21,5% respecto del año anterior, lo cual contribuyó a la caída del margen neto hasta el -1,0%. Para el 2010 la situación mejora levemente pues el gasto financiero mejora un 2.75% respecto del 2009.

Para el 2011 el gasto financiero se mantiene en un 3% respecto de las ventas mientras que la utilidad operativa creció un 8% respecto del año anterior. Esta situación provocó un aumento de un 5 147% del margen neto respecto del 2010. A pesar de ello, la compañía no consiguió en este período el nivel de utilidad neta alcanzado para el 2008 en términos absolutos.

Se puede apreciar que de los cuatro años analizados, la compañía reporta pérdidas contables en el 2009. No obstante, se debe de tomar en cuenta el efecto de dichas operaciones en el flujo de efectivo de la compañía para determinar si la empresa ha generado o no dinero para el resto de sus necesidades.

Grafico 8. Flujo de efectivo de operaciones Corporación Díaz



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

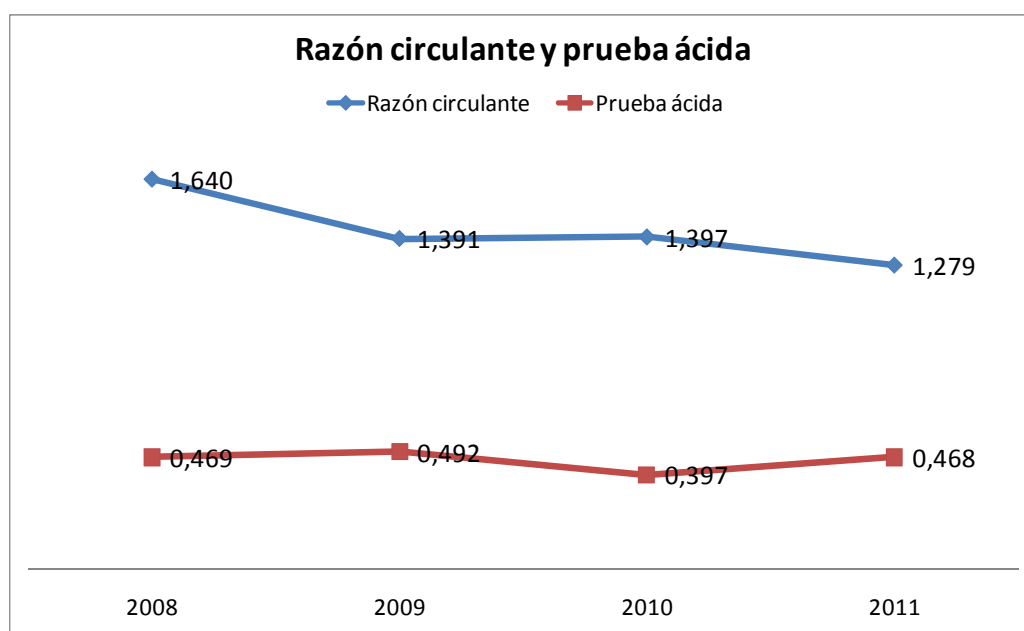
Tal como se aprecia en el gráfico anterior, a pesar de que la compañía reporta pérdidas en el 2009, una vez que se suman las salidas de efectivo que realmente no se realizaron, se observa que en todo el período de análisis, las operaciones (antes de capital de trabajo) generan efectivo.

La depreciación juega un papel importante con un 15% de peso en promedio en el efectivo contemplado respecto del total de adiciones a la utilidad antes de impuesto sobre la renta. Por su parte, el gasto por intereses no desembolsado posee cerca del 70% en promedio del aporte de esta sección. En el 2010, la compañía sufre una pérdida de dinero importante por ajuste de tipo de cambio (1 572 mil USD) lo cual provoca que se refleje un ingreso de 835 mil USD.

3.2 Capital de trabajo

- Razón circulante y prueba ácida

Gráfico 9. Razón circulante y prueba ácida



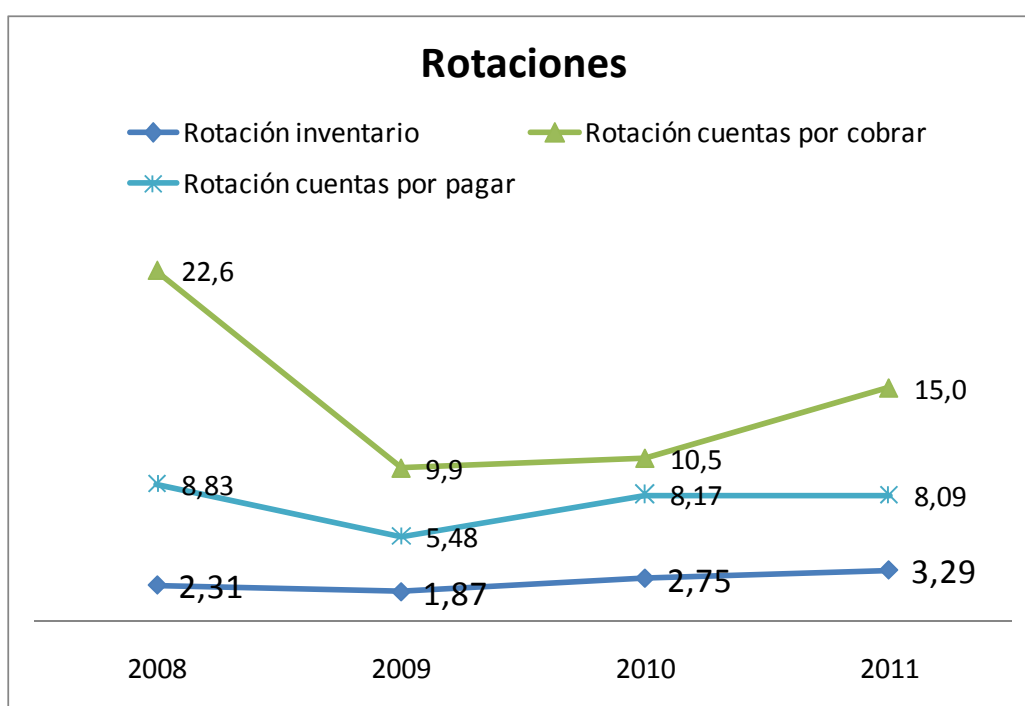
Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Como parte del análisis del capital de trabajo se agrega a esta sección la razón circulante y la prueba ácida, por poseer una relación estrecha en lo concerniente al saldo en inventarios, cuentas por cobrar y cuentas por pagar.

Se observa que la razón circulante presenta una tendencia a la baja, partiendo del 2008 hasta el 2011 lo cual indica que a lo largo del período de estudio, la empresa ha ido perdiendo capacidad para afrontar sus obligaciones de corto plazo con sus activos de corto plazo. Si bien es cierto, logra cubrir con cierta holgura el requerimiento mínimo, la disminución progresiva del índice aumenta el riesgo por insolvencia, el cual se agudiza al observar el efecto que tiene el eliminar los inventarios en la ecuación. La prueba ácida resulta más contundente, pues determina que la empresa no hubiera sido capaz de afrontar sus obligaciones de corto plazo con los activos más líquidos que posee.

- **Rotaciones y períodos promedio**

Gráfico 10. Rotaciones Corporación Díaz



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Inventario

Los inventarios para Corporación Díaz son uno de los activos más significativos en capital invertido, (cerca de un 58% del total de activos de la compañía en promedio para el período en estudio). En el caso de los vehículos nuevos, es normal realizar ventas de vehículos que todavía no forman parte del inventario. Esto se realiza principalmente cuando la demanda por algún modelo en particular no logra abastecerse con las existencias del inventario. A pesar de ello, a nivel comercial representa una desventaja competitiva sobretodo si la competencia posee algún modelo que se ajusta al presupuesto y expectativas del cliente; y puede entregarse en un plazo menor que el ofrecido por la compañía cuando no se tiene disponible.

Por esta razón, resulta imperioso contar con un nivel de inventario necesario para ajustarlo en la medida de lo posible a la demanda real y esperada.

En el caso de los vehículos usados, se cuenta con la ventaja de que las unidades se encuentran disponibles para la venta desde el momento que se recibe la unidad por la compra de otro. En estos casos, la venta se realiza si el inventario está disponible y de ahí la necesidad de contar con un disponible suficiente para que el cliente pueda elegir el que más se ajuste a sus necesidades.

Por su parte, el mercado de repuestos tiene la particularidad de que si el cliente necesita comprar un repuesto para su vehículo, generalmente es porque no puede esperar mucho tiempo sin obtenerlo. En este caso también se hace necesario contar con un inventario que supla la demanda más frecuente de partes, de otro modo, el cliente fácilmente puede encontrar en el mercado nacional repuestossustitutos al original.

Considerando que la compañía necesita tener niveles de inventario suficientes para asegurarse una posición de liderazgo, se debe de procurar que la rotación de este sea la mayor posible como compensación.

Como se aprecia en el gráfico anterior, la rotación del inventario disminuye del 2008 al 2009 un 19%; para luego generar una tendencia al alza hasta el 2011 a una tasa promedio de un 33%. Debido a esta tendencia, para el 2011 la empresa encuentra su mejor rotación de los cuatro años (3,29).

Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar de la empresa se componen en dos tipos, proveedores locales y proveedores del exterior. Al ser los productos principales que se comercializan producidos en el exterior, es natural que para el 2011 el porcentaje de las cuentas por pagar de la compañía al exterior representen un 89% del total. Situación que se presenta similar para el resto de los años de estudio.

La compañía tiene la política de pago promedio para afrontar este tipo de obligaciones de 45 días a partir de la emisión de la factura.

Para el caso de los proveedores locales, se les solicita un plazo mínimo de 30 días a partir de la presentación de las facturas a trámite.

Según se muestra en el gráfico anterior, la rotación de las cuentas por pagar para el 2008, 2010 y 2011, provocó que el periodo promedio de pago se estableciera en 44 días, lo cual se ajusta a lo esperado por la compañía. En el 2009 la empresa experimentó problemas de flujo por lo que ralentizaron su rotación, sin embargo no es lo que la empresa espera.

Cuentas por cobrar

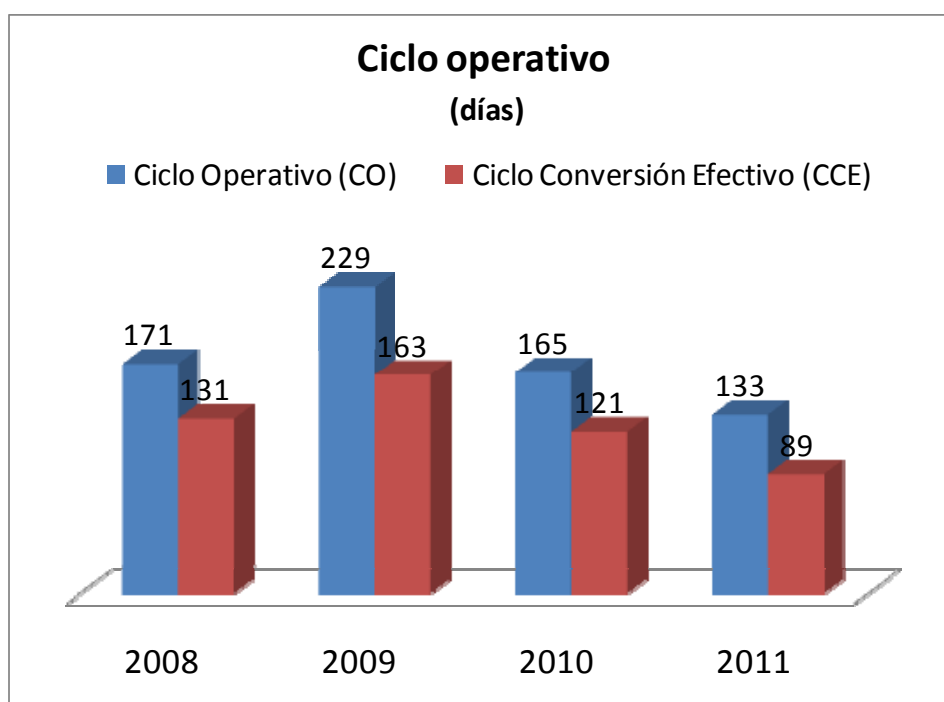
Corporación Díaz posee un estimado de hasta 90 días para la recuperación de las cuentas por cobrar. Sin embargo, se pretende que la mayoría de la cartera se mantenga dentro del plazo de los 30 días a partir de la emisión de la factura; y que los otros 60 días sean considerados como días de mora para los cuales se tiene su respectivo plan de acción.

Retornando al gráfico anterior, se observa que para el 2008 la empresa gozaba de una rotación que le permitía un tiempo de recuperación promedio de 16 días. Para el 2009 se da una caída de un 56% en la rotación respecto del 2008, aumentando los días promedio de recuperación a 37 días, un promedio dentro de lo esperado según se explicó.

A partir del 2009 y hasta el 2011 se visualiza una tendencia hacia el alza en la rotación, a una tasa de un 25%, lo cual es bueno.

Ciclo operativo y de conversión de efectivo

Gráfico 11. Ciclo operativo y de conversión de efectivo Corporación Díaz



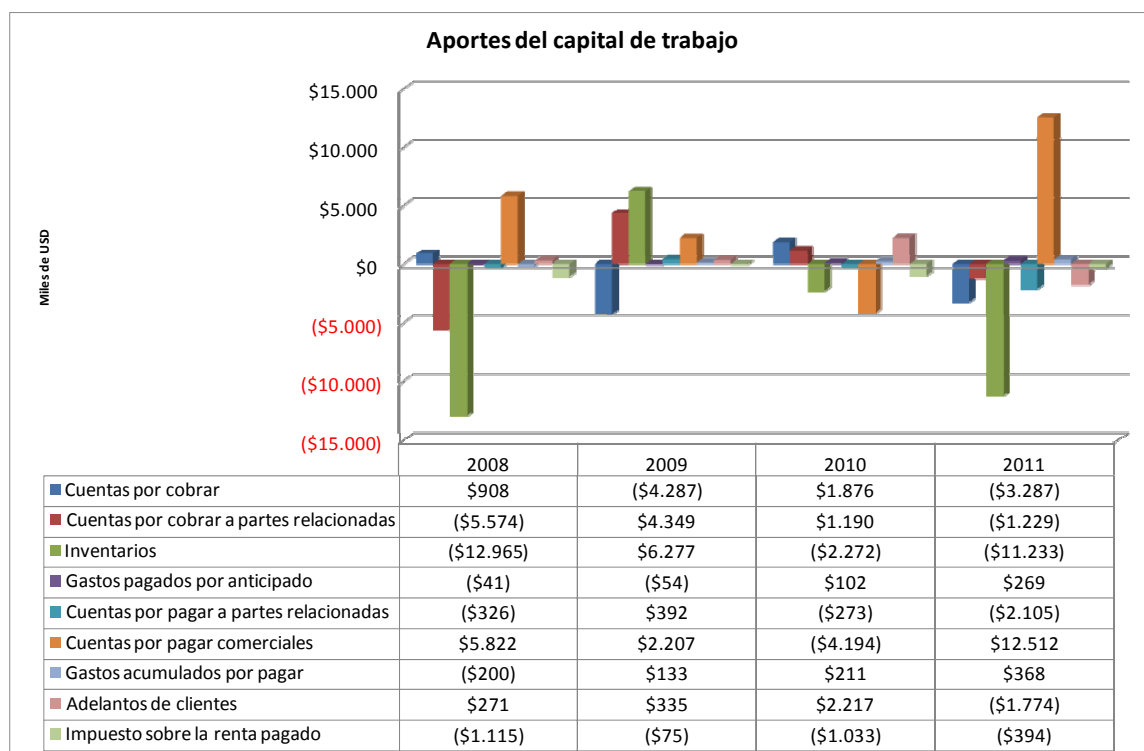
Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Finalmente se aprecia que el ciclo operativo se ha mantenido por encima de los 133 días, alcanzado en el 2011, su mejor promedio en todo el período.

Asimismo, el ciclo de conversión de efectivo más eficiente para la compañía se dio también en el 2011, en el cual alcanzó los 89 días promedio.

Aportes del capital de trabajo

Gráfico 12. Aportes del capital de trabajo Corporación Díaz



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

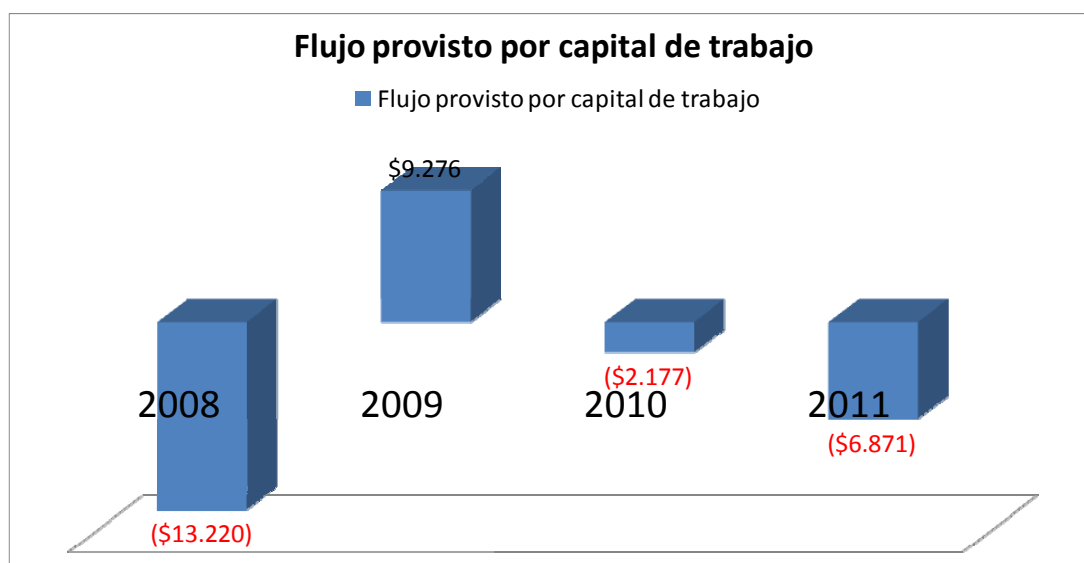
En el gráfico anterior, referente a los aportes de las distintas cuentas al efectivo según detallan los estados de flujo de efectivo, se aprecia cómo Corporación Díaz invierte constantemente (a excepción del 2009) en inventarios, cuya cuenta se encuentra casi siempre requiriendo efectivo. Para el 2011 la inversión hecha en inventarios fue la segunda más grande hecha en el período, mismo año en que se presentó la mejor rotación de inventarios y el mejor ciclo de conversión de efectivo. Por lo tanto, se podría decir que el 2011 a nivel de manejo de inventarios fue el mejor. También se destaca la influencia que tienen las cuentas por pagaren el capital de trabajo; pues en tres de los cuatro años, se

encuentra proveyendo efectivo al flujo de la empresa. De igual forma las cuentas por cobrar de partes relacionadas representan movimientos importantes de efectivo de la compañía.

La partida “cuentas por cobrara partes relacionadas”, hace referencia a las transferencias de dinero que se dan entre la empresa y las compañías miembros del conglomerado al que pertenece Corporación Díaz.

Desde su constitución, Corporación Díaz ha servido al resto de las empresas del conglomerado como fuente de efectivo, situación que no se tiene previsto cambiar en los próximos años según confirma el Gerente financiero, el señor José Marín.

Gráfico 13. Aportes del capital de trabajo Corporación Díaz (2)



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Se concluye que, de acuerdo con los estados de flujo de efectivo, la empresa se encuentra requiriendo efectivo para el capital de trabajo en todos los años excepto en el 2009 cuando más bien aporta. Este aporte se debe principalmente a la recuperación de la cuenta por cobrara partes relacionadas, las cuales

participaron con 4 349 mil USD y de la liquidación de inventarios por 6 277 mil USD.

3.3 Inversiones

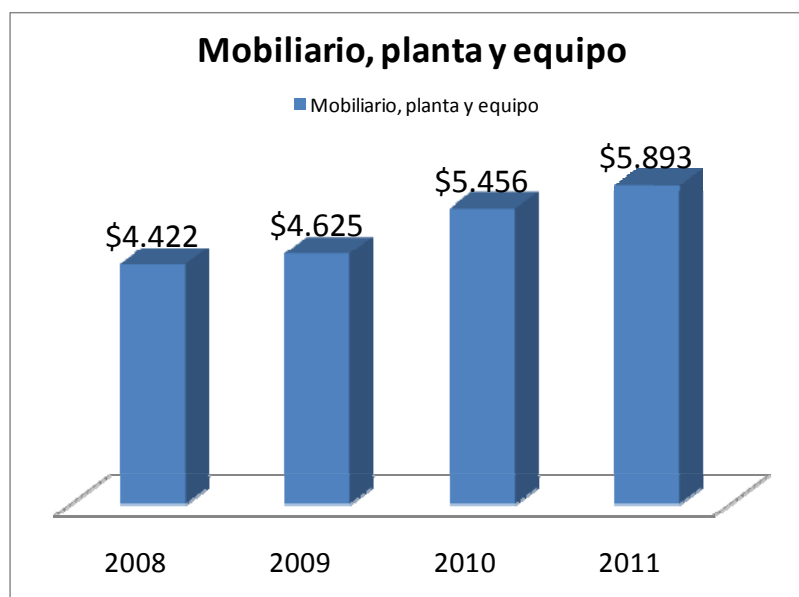
- **Accesorios Automotrices**

En enero de 2009, Corporación Díaz compró el 100% de la empresa Accesorios Automotrices. Esta empresa se dedica a la comercialización de productos para el mantenimiento periódico de los vehículos como son llantas, aceites y filtros, entre los más representativos. Asimismo, posee talleres de servicio bajo el concepto de reparaciones rápidas, en los cuales se atiende a los vehículos de uso particular y comercial para todo lo concerniente a labores de atención expedita, es decir, que no involucren reparaciones de motor, caja de transmisión o diferencial profundas.

Dicha compra tuvo un costo de 3 934 mil USD en ese entonces y representa el 99,9% del saldo en la cuenta “inversiones e instrumentos patrimoniales” para el 2011.

- **Mobiliario, planta y equipo**

Gráfico 14. Saldo mobiliario, planta y equipo

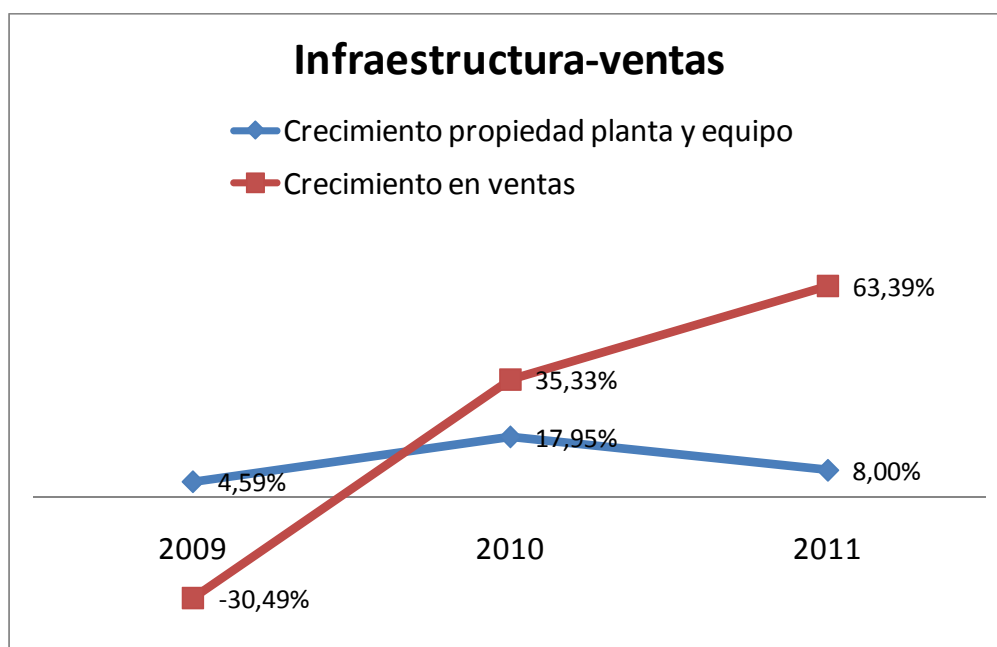


Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

El gráfico anterior muestra cómo la inversión en planta, mobiliario y equipo (dejando por fuera el efecto de la depreciación acumulada), ha ido en crecimiento a través de los años. Se encuentra en una tendencia creciente a un ritmo de un 10,2% en promedio para los cuatro años.

Como parte de los planes de la empresa para inicios de 2012 (período que está fuera de este análisis por no contar a la fecha de realización del presente trabajo con los estados financieros auditados), se planteó la apertura de dos sucursales más: una de venta de vehículos nuevos y otra de servicios de taller dentro del Gran Área Metropolitana. La apertura de ambas sucursales responde al crecimiento que la empresa ha tenido en el período post crisis y que eventualmente reincide en el propósito del presente estudio.

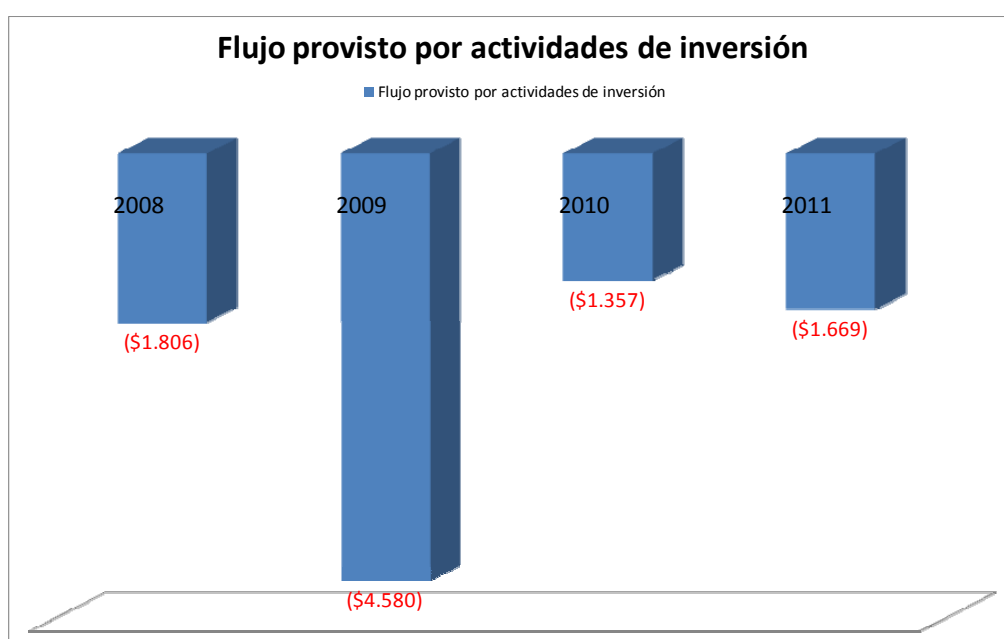
Gráfico 15. Infraestructura- ventas Corporación Díaz



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Para toda empresa (Arrea Jorge, 2012³⁰) es importante que el crecimiento en ventas venga acompañado del crecimiento proporcional en activos; dicho de otra manera, que el crecimiento en los activos tenga su justificación con un nivel de ventas cada vez mayor. En teoría, se espera que ambos crecimientos guarden relación. Con el fin de establecer esta relación para Corporación Díaz, se muestra el gráfico anterior donde se evidencia que al menos en los años de análisis, ambos rubros parecen no tener relación directa.

Gráfico 16. Flujo provisto por actividades de inversión



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

³⁰ Análisis expuesto como parte del material didáctico en el curso Estrategia Financiera perteneciente a la Maestría en Administración y Dirección de Empresas, 2012.

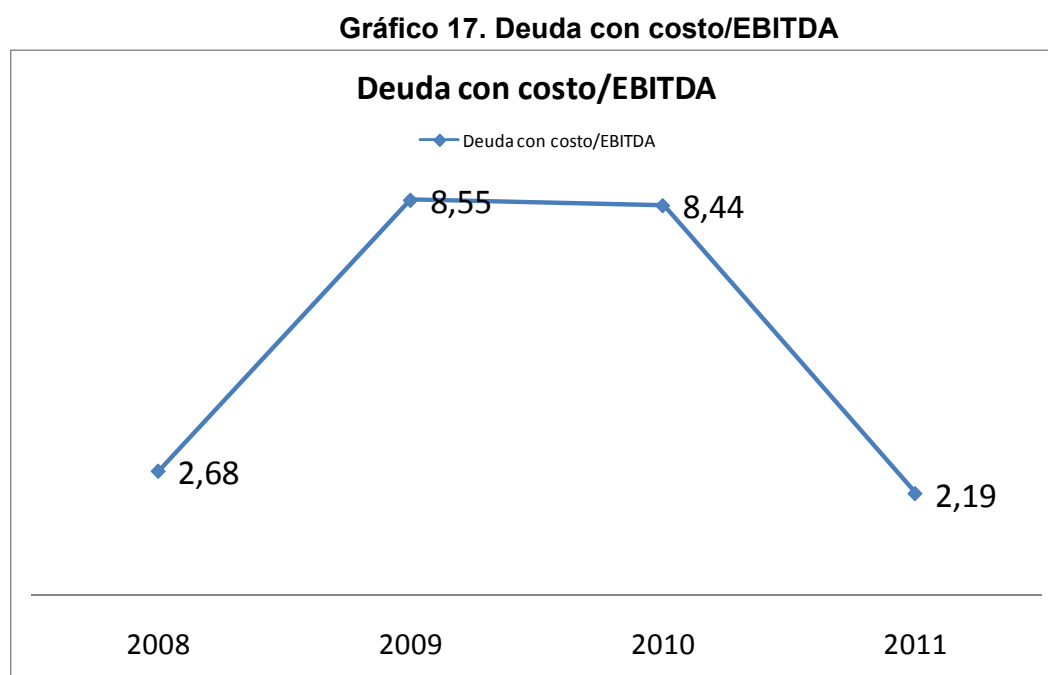
A pesar de ello, es importante rescatar que existe un mejor aprovechamiento de los recursos el cual se acentúa para el 2011, año en el cual las ventas estuvieron cerca de duplicarse respecto del 2010 mientras que en propiedad, planta y equipo solamente se creció 8%.

Como puede observarse, en lo concerniente al flujo de efectivo generado por las inversiones de la compañía, en todos los años se ha estado invirtiendo con el fin de mantener un nivel de ventas creciente, como se concluyó anteriormente.

Se destaca por sobre los demás años el 2009, que es cuando se registra la compra de Accesorios Automotrices.

3.4 Deuda

Deuda con costo en relación con el EBITDA



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

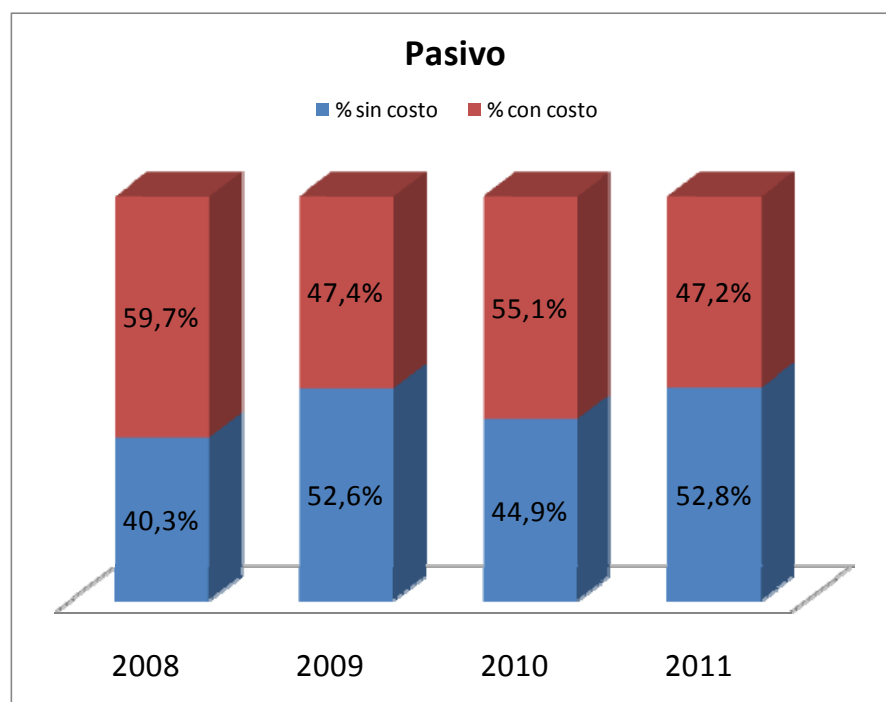
Anteriormente, se hizo un análisis de pasivo sin costo y su impacto en capital de trabajo. En esta sección se evalúan los pasivos con costo para la

empresa; para así complementar el análisis del total del pasivo de Corporación Díaz.

Como es de suponer, la generación de EBITDA de la empresa en los cuatro años de análisis, resultó inconstante sufriendo una caída de un 77% para el 2009 y para el 2011 un aumento de un 455% respecto del 2010, por citar los dos períodos relevantes.

Mientras el EBITDA cayó para el 2009 y encontró su ascenso al año siguiente, la deuda con costo ha ido en aumento desde el 2009 a una tasa de crecimiento promedio de un 34%. De esta forma, se denota un aumento en el índice para el 2009 y 2010

Gráfico 18. Distribución pasivos Corporación Díaz



Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Se aprecia que Corporación Díaz se mantuvo durante el 2009 y 2010 en alto riesgo de insolvencia según el parámetro expuesto en el capítulo uno. No obstante, logra una recuperación notable para el 2011, incluso mejor que la obtenida en su período pre crisis. Esta mejora ha permitido en los años recientes retomar sus proyectos de crecimiento, como lo son mejoras a nivel estructural de todas sus sucursales y el desarrollo de todo un nuevo concepto en imagen de marca.

El financiamiento con costo para la empresa en los cuatro años de estudio ha tenido gran preponderancia a pesar de que en términos generales, se percibe una tendencia hacia la baja de la porción con costo respecto del total de pasivos. Se observa que para el 2008 casi asciende al 60%, mientras que para el 2011 disminuyó un 34,5% respecto del 2008, lo cual en principio es bueno, pues por cada dólar que la empresa necesite para financiar operación, a nivel general, le saldrá menos costoso que al inicio del período de análisis.

En el capítulo quinto del presente trabajo, se amplía sobre el impacto de este costo en el costo total de financiamiento de la compañía (incluyendo el costo del financiamiento aportado por los socios).

- **Costo ponderado de la deuda**

Corporación Díaz durante el período de análisis diversificó su financiamiento entre varias entidades financieras; tanto a nivel local como a nivel internacional.

A continuación se detalla la distribución del peso del financiamiento con deuda según acreedor.

Tabla6. Distribución del financiamiento según entidades financieras Corporación Díaz

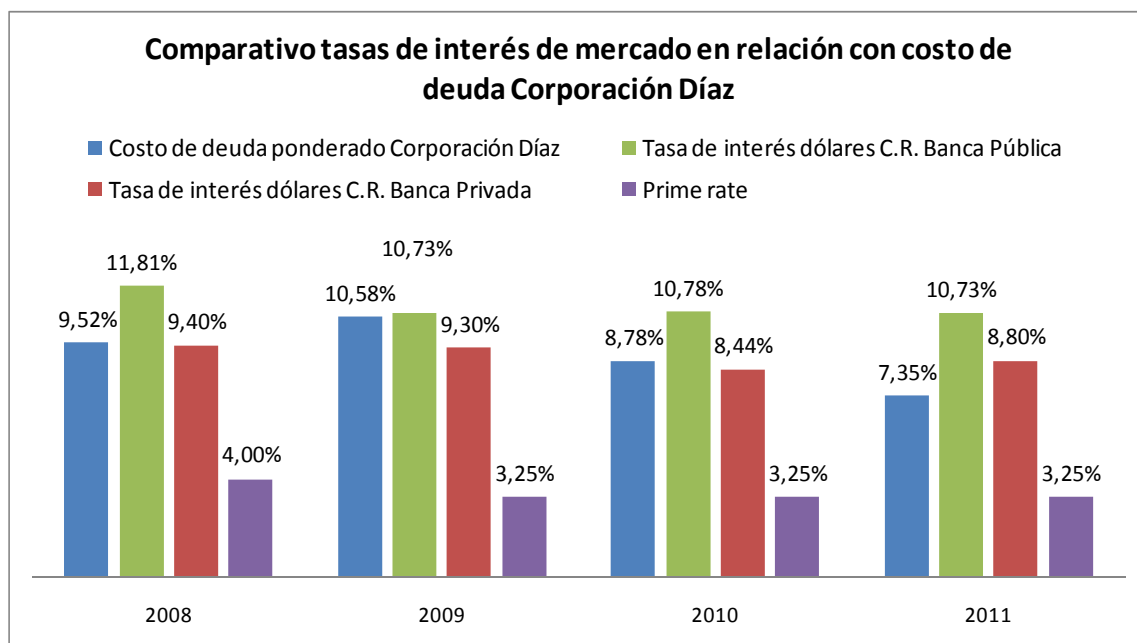
| Acreeedores | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Líneas de crédito | | | | |
| Scotiabank de C.R. S.A. | 24% | | | |
| Banco Citibank N.A. | 13% | | | |
| BCT Bank Internacional, Ltd | 8% | | | |
| BAC San José, S.A. | 5% | | | |
| Banco de Costa Rica | 5% | | | |
| Banco HSBC C.R. S.A. | 2% | | | |
| Préstamos | | | | |
| Banco de Costa Rica | 24% | 45% | 33% | 24% |
| BCT Bank Internacional, Ltd | 8% | 6% | 2% | 3% |
| Banco HSBC C.R. S.A. | 7% | 16% | 21% | 17% |
| Scotiabank de C.R. S.A. | 2% | 9% | 20% | 9% |
| BAC Bahamas Bank, Ltd | 1% | | | |
| Banco Citibank N.A. | | 1% | 4% | 1% |
| BCT S.A. | | 11% | 2% | 7% |
| BAC San José, S.A. | | 12% | 5% | 3% |
| Banco General de C.R. | | | 3% | 1% |
| Banco Agrícola | | | | 16% |
| Banco Improsa | | | 11% | 5% |
| Hencorp Capital, LC | | | | 8% |
| Banco Promérica | | | | 5% |
| Multibank Inc. | | | | 1% |
| Total | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Destaca que de los bancos estatales, solamente el Banco de Costa Rica financia las operaciones de la empresa con un 31% del total de pasivos con costo en promedio para los cuatro años.

Cabe señalar que este banco administra la planilla y algunas de las cuentas corrientes más importantes de la compañía; lo cual le da una posición de ventaja a Corporación Díaz para negociar mejores condiciones crediticias. Esto vendría a explicar, al menos en principio, el alto porcentaje del financiamiento otorgado por este banco respecto del total de pasivos, (durante el período de análisis el Banco de Costa Rica le otorgó una tasa promedio de un 8%).

**Gráfico 19. Tasa de interés promedio ponderada para
Corporación Díaz**

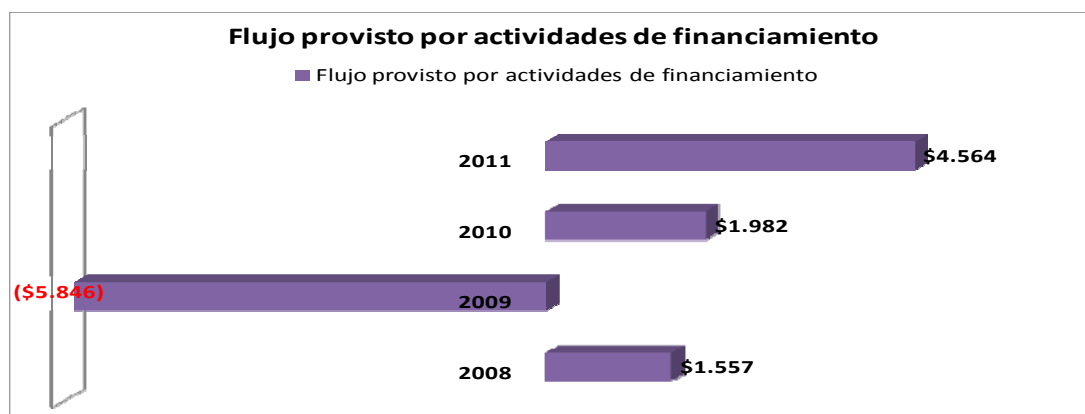


Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz y de la información obtenida en el Banco Central de C.R.

Tal como se aprecia en el gráfico anterior, a partir del 2009 la empresa ha conseguido negociar tasas de interés cada vez menores en promedio; lo cual viene en beneficio del flujo de efectivo, pues se dispone a la empresa a pagar cada vez menos intereses. Siendo los intereses parte del escudo fiscal para la empresa, se puede afirmar que en ese sentido se sacrifica este aspecto con miras a mejorar la liquidez. La mejora en las condiciones crediticias para la empresa puede deberse a múltiples factores que confluyen: desde una mejor apreciación por parte de los acreedores de la capacidad de pago, hasta cuestiones estratégicas que van más allá de los rendimientos explícitos de la tasa de interés, como lo son alianzas estratégicas para servicios compartidos, mejora en las condiciones de otras líneas de crédito y obtención por parte del acreedor, (como así lo logró el Banco de Costa Rica) del manejo de toda la planilla en Costa Rica, por citar algunos casos.

Se tiene que la banca pública, en este período tuvo un comportamiento fluctuante, aunque siempre por encima del 10,7%, mientras que la banca privada mantuvo una tasa más atractiva durante los cuatro años que la banca pública, manteniendo un promedio de un 9% con comportamiento fluctuante.

En cuanto al costo de deuda para la empresa³¹, ha mantenido una clara tendencia a la baja desde el 2009 a un ritmo de un 16,6% en promedio por año; en referencia a las tasas en dólares del mercado, se ha mantenido más cercano a las tasas que ofrecen los bancos privados, incluso mejorándola en el 2011 en casi un punto y medio porcentual, lo cual es de esperarse si se considera que durante todo el período en estudio la empresa se ha financiado en mayor proporción con banca privada.³²



- **Aporte del financiamiento al flujo de efectivo** Gráfico 20. Aporte de la deuda al flujo de efectivo Corporación Díaz

³¹ El costo ponderado de la deuda de Corporación Díaz

³² Para el 2011, la proporción de financiamiento con la banca privada fue de un 60% del total del financiamiento con costo de la empresa.

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Finalmente, se observa que las actividades de financiamiento han generado efectivo para la empresa en tres de los cuatro años. Este financiamiento viene en crecimiento desde el 2010 y a su vez con mejores tasas de interés como se vio anteriormente.

Adicionalmente, el aumento paulatino en las ventas de la compañía, la mejora en la gestión de gastos a través de estos cuatro años y la disminución en el costo promedio de los préstamos desembocan en que, para el 2011 la empresa tenga una cobertura de intereses de 2,75 veces, lo cual permite disminuir el riesgo por insolvencia y a su vez, acrecentar la solidez de la compañía frente a sus acreedores para el mantenimiento y mejoramiento de las condiciones crediticias.

Para el 2009 se decide hacer la cancelación de todas las líneas de crédito de la compañía, es por esa razón que se observa para ese año un consumo significativo de efectivo.

3.5 Socios

Tal como se mencionó en el capítulo anterior, Corporación Díaz pertenece a al Conglomerado Díaz Mora, de capital guatemalteco.

Por lo tanto, el aporte patrimonial de la compañía se ha mantenido sin movimiento desde que se constituyó la empresa en el año 2005, y no se anuncia algún cambio para el mediano plazo.

Síntesis

En los cuatro años de análisis, se observa a la empresa en un franco ascenso no solo en el posicionamiento en el mercado, sino en lo que respecta a su gestión financiera y administración de las operaciones.

Es claro el enfoque que tiene la empresa en la venta de vehículos nuevos, sector que le genera más del 60% de las utilidades respecto de los demás pilares comerciales.

El 2008 fue un año de desaceleración para todo el mercado costarricense y Corporación Díaz no fue la excepción. La empresa vio reducidas sus ventas significativamente para el 2009 y 2010, lo que devino en márgenes más estrechos y hasta negativos de utilidades.

Por su parte, queda demostrada la importancia que tiene la cuenta de inventarios para la compañía y la mejora paulatina en la eficiencia de la administración de estos.

Las inversiones en maquinaria, planta y equipo, han experimentado un crecimiento que no podría relacionarse directamente al crecimiento en ventas, sin embargo es innegable su influencia en el desarrollo que ha tenido la empresa en ese sentido.

El costo financiero mejora a través de los años así como el gasto por intereses a pesar del aumento en un 44,4% del principal financiado en relación con el 2010.

Se observa que la empresa ha generado efectivo en dos de los cuatro períodos. El 2008 experimentó salidas de efectivo considerables para el financiamiento de compañías miembros del conglomerado, así como una fuerte inversión en los inventarios, lo cual opacó el aporte realizado por el resto de la operación. En el 2010, la compañía tomó la decisión de cancelar cuentas por pagar por 4 194 mil USD, lo cual incidió en el consumo del capital de trabajo y por ende en el efectivo generado en el período de forma determinante.

Finalmente, para el 2011, la compañía experimenta un crecimiento en ventas y en la administración en general de sus recursos que le permitió no solo generar

utilidades contables, sino flujo de efectivo por 5 989 mil USD, cifra sin precedentes en el período de análisis.

Tabla 7. Resumen del estado de flujos de efectivo Corporación Díaz

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| Ventas | \$80.259 | \$55.791 | \$75.502 | \$123.366 |
| Utilidad neta antes de impuesto sobre la renta | \$8.002 | (\$766) | \$142 | \$6.536 |
| Flujo provisto por actividades de operación | \$11.732 | \$1.714 | \$835 | \$9.965 |
| Flujo provisto por capital de trabajo | (\$13.220) | \$9.276 | (\$2.177) | (\$6.871) |
| Flujo provisto por actividades de inversión | (\$1.806) | (\$4.580) | (\$1.357) | (\$1.669) |
| Flujo provisto por actividades de financiamiento | \$1.557 | (\$5.846) | \$1.982 | \$4.564 |
| Cambios en el efectivo | (\$1.737) | \$565 | (\$717) | \$5.989 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros auditados de Corporación Díaz

Capítulo IV Desarrollo del modelo de proyección

En el presente capítulo se desarrolla el modelo de proyección del flujo de caja de la sucursal para los próximos cinco años.

El detalle se explica bajo el siguiente esquema:

- Determinación de supuestos
- Inversión inicial
- Valor residual
- Modelo proyectado

4.1 Determinación de supuestos

Ventas

Para la determinación de las ventas de vehículos deseadas para el año uno, se parte de las ventas de Corporación Díaz de 2012 y se crea el supuesto de proporcionalidad, el cual plantea que las ventas realizadas a los habitantes que

residen en este cantón, representan el mismo porcentaje (respecto de las ventas totales) que representa la cantidad de habitantes respecto del total del país³³.

| Región | Población Costa Rica | | | Ventas | | |
|-------------------------|----------------------|--------------|--------------|------------|----------------|---------------------|
| | Hombres | Mujeres | Total | Unidades | Ventas \$ | Año |
| Costa Rica | 2 106 063 | 2 195 649 | 4 301 712 | 6.081 | \$138.093 | 2012 |
| San Jose | 671 469 | 732 773 | 1 404 242 | | | |
| Pérez Zeledón | 65 389 | 69 145 | 134 534 | | | |
| P.Z. respecto CR | 3,10% | 3,15% | 3,13% | 190 | \$4.319 | 1 proyectado |
| P.Z. respecto SJ | 9,74% | 9,44% | 9,58% | | | |

Tabla 8. Proyección ventas vehículos nuevos año 1 (en miles de USD)

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz y la información obtenida del INEC.

De esta forma se tiene que las ventas para el año uno son de \$ 4 319 mil USD tomando en cuenta un precio de venta promedio por vehículo de \$22 709 USD.

Se espera para los siguientes cuatro años del proyecto un crecimiento en ventas de al menos un 10% respecto del año anterior. Este crecimiento es el que se pretende por parte del Gerente Financiero de la empresa como aporte al crecimiento total de la empresa, el cual para el año 2010 fue de un 35,33% respecto del 2009 y para el 2011 fue de un 63,39% respecto del 2010. No

³³Según la población reportada para el cantón de Pérez Zeledón según el Instituto de Estadística y Censos de Costa Rica (INEC) en el censo 2011. Cabe recordar que este cálculo está afectado por las limitaciones en tiempo y recursos que se tienen para realizar un análisis de la demanda potencial.

obstante, se cree que suponer este crecimiento para la sucursal es altamente riesgoso por no ser sostenible en el tiempo.

Por otra parte, para la determinación de las ventas por concepto de repuestos y servicios de taller, se desea mantener una relación respecto de las ventas de vehículos nuevos similar a la histórica promedio de la empresa, la cual es de un 89,72% correspondiente a vehículos, un 8,5% correspondiente a repuestos y un 1,75% correspondiente a servicios de taller. Por lo tanto, la relación propuesta va en dirección de darle un mayor peso a repuestos y a servicios de taller; que se considera que este mercado responderá de mejor forma en los primeros años en estas áreas debido a la dificultad que tienen los clientes actuales residentes en Pérez Zeledón, para acceder a servicios postventa por la lejanía geográfica de las actuales sucursales.

Tabla 9. Proyección ventas totales año 1

| | Ventas en miles de USD | Relación propuesta | Relación histórica |
|--------------|-------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Vehículos | \$4.319 | 87,5% | 89,7% |
| Repuestos | \$494 | 10,0% | 8,5% |
| Taller | \$123 | 2,5% | 1,7% |
| Total | \$4.936 | 100% | 100% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz.

Erogaciones

Costo de ventas

En los últimos cuatro años, la empresa ha tenido un costo de ventas promedio respecto de las ventas de un 81,33%, el cual es el que se desea mantener según el Gerente Financiero de Corporación Díaz.

Gastos operativos

De igual forma, se considera que guardar la misma relación respecto del porcentaje que representan este tipo de gastos respecto del total de ventas para los próximos cinco años es lo adecuado, según el Gerente Financiero. El promedio

histórico para el mismo período es de 13,53% sin tomar en cuenta el gasto por depreciación, el cual está ligado a la inversión inicial propia del proyecto.

Depreciación

El gasto por depreciación como se menciona, depende estrechamente de la inversión inicial en infraestructura, mobiliario y equipo. Según el profesor de la Universidad de Costa Rica, el señor Jorge Arrea, calcular un 7% como depreciación anual respecto del total, es una aproximación adecuada en este tipo de proyecciones.

Impuestos

La tasa de impuesto sobre la renta para Corporación Díaz es de un 30%.

- **Inversión inicial**

La inversión inicial se divide en varios rubros:

- Infraestructura
- Terreno
- Herramienta, mobiliario y equipo y
- Capital de trabajo

El costo por concepto de infraestructura se calcula a partir de la estimación hecha por la compañía constructora que se ha contratado para la construcción de otras sucursales por parte de la empresa. Dicha estimación contempla un edificio de 2 500 metros cuadrados que incluye la construcción del área de exhibición para los vehículos, área de taller, sala de ventas de repuestos y bodega de repuestos. El costo total de este trabajo asciende a 287 mil USD.

Para la determinación del costo del terreno se contempló un promedio del costo por metro cuadrado de las propiedades que se encuentran a la venta al día de hoy en la zona de interés³⁴, las inmediaciones de San Isidro del General.

Dicho cálculo dio como resultado un costo por metro cuadrado de 44,73 USD.

En el caso de la herramienta, mobiliario y equipo, se estima un 10% de la inversión en infraestructura como aproximación adecuada, es decir, \$28,7 mil USD.

En resumen, se muestra el total a invertir en los puntos anteriores:

Tabla 10. Costo total infraestructura y bienes muebles (en miles USD)

| Inversión inicial | Costo unitario | unidad medida | Cantidad | Total costo |
|---------------------------------|----------------|------------------|----------|-----------------|
| Edificio | \$0,115 | metro cuadrado | 2.500 | \$287,00 |
| Terreno (arrendar/comprar) | \$0,045 | metro cuadrado | 2.500 | \$111,85 |
| Herramienta-mobiliario y equipo | | % costo edificio | 10% | \$28,70 |
| Total | | | | \$427,55 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz.

Para el cálculo del capital de trabajo, se utiliza como punto de partida las rotaciones en cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar promedio de la empresa en los últimos cuatro años; y se proyecta el capital necesario para cada rubro con base en las ventas y costo de ventas de cada período proyectado.

³⁴<http://www.encuentra24.com/costa-rica-es/clasificados>

Debido a que la empresa ha venido mejorando dichos índices (para el 2011, se dio una mejoría en la rotación de cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar respecto del 2010 de un 43%, 19% y un 1% respectivamente), se establece una meta de mejoramiento de estos índices en un 5% respecto del año anterior para cada uno de los períodos proyectados.

En consecuencia, se tienen las siguientes rotaciones y su respectivo capital de trabajo:

Tabla 11. Capital de trabajo del proyecto (en miles USD)

| Capital de Trabajo | | | | | | |
|---|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| Rotaciones 2011 | Año que se requiere | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| Inventario | 3,29 | \$1.221,22 | \$1.279,37 | \$1.340,29 | \$1.404,12 | \$1.470,98 |
| Cuentas por cobrar | 15,02 | \$328,62 | \$344,27 | \$360,66 | \$377,84 | \$395,83 |
| Cuentas por pagar | 8,09 | \$496,06 | \$574,38 | \$665,08 | \$770,09 | \$891,68 |
| Capital de Trabajo requerido | | \$1.053,78 | \$1.049,26 | \$1.035,88 | \$1.011,87 | \$975,13 |
| Inversión requerida por año | | (\$1.053,78) | \$4,52 | \$13,38 | \$24,01 | \$36,74 |
| Rotaciones para el período | | | | | | |
| Meta de mejoramiento índices anual | 5% | | | | | |
| Inventario | 3,29 | 3,45 | 3,62 | 3,81 | 4,00 | |
| Cuentas por cobrar | 15,02 | 15,77 | 16,56 | 17,39 | 18,26 | |
| Cuentas por pagar | 8,09 | 7,69 | 7,30 | 6,94 | 6,59 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz.

• Valor residual

En el cálculo del valor residual intervienen, como se vio en el marco teórico, las siguientes variables:

- Flujo base para la perpetuidad
- Tasa de crecimiento
- Costo de capital

El flujo base para la perpetuidad será el flujo del año cinco del modelo de proyección.

Para la determinación de la tasa de crecimiento se contemplaron varias opciones. En primer lugar, la tasa de crecimiento del flujo de efectivo libre de la

empresa. Este flujo es el que la empresa genera por la operación antes de las actividades de inversión y financiamiento; por lo que resulta útil tomar en cuenta su comportamiento para proyectos de este tipo, según lo recomendado por el profesor Jorge Arrea³⁵. No obstante, el flujo libre de Corporación Díaz en los últimos cuatro años ha tenido un comportamiento sumamente volátil, situación analizada en el capítulo tres. Asimismo, se analizó tomar en cuenta la tasa de crecimiento proyectada del Producto Interno Bruto para Costa Rica según el Banco Mundial la cual es del 4%³⁶. Sin embargo, el Gerente Financiero de Corporación Díaz considera que dicha tasa no es sostenible en una industria como la automotriz a largo plazo.

Finalmente, se contempla un crecimiento de un 2%; el cual se cree es más probable que suceda sobre todo si se toma en cuenta que afectará a todos los flujos que la sucursal tenga en su existencia. Adicionalmente, se deben de tomar en cuenta ciertos factores del entorno que podrían estar influyendo en los próximos años de manera directa a la empresa, como lo es el conflicto político entre Corea del Norte y Corea del Sur. Corea del Norte recientemente se declaró en estado de guerra con su vecino del sur, lo que podría traer consecuencias económicas y logísticas sobre la casa matriz de Don Feng la cual se encuentra en Corea del Sur. Asimismo, no se debe dejar de lado que la estructura política de Costa Rica no permite vislumbrar crecimientos en la economía constantes en el largo plazo, pues las fuerzas políticas que se han alternado el poder han demostrado deficiencias significativas en el establecimiento de una estrategia de largo plazo en miras de un proyecto país, que permita una mayor seguridad sobre

³⁵ Análisis expuesto como parte del material didáctico en el curso Estrategia Financiera perteneciente a la Maestría en Administración y Dirección de Empresas, 2012.

³⁶ <http://www.bancomundial.org>

el desarrollo de la producción y por lo tanto, de la capacidad adquisitiva del mercado meta de Corporación Díaz.

El costo de capital utilizado será el mismo con el cual se descontarán los flujos de efectivo del proyecto en los cinco años de estudio, con el fin de guardar concordancia en todo el proyecto. Esta consideración se hará a riesgo de suponer que los elementos que lo constituyen se mantendrán constantes; lo cual no deja de ser hasta cierto punto improbable. Sin embargo, a modo de referencia, se utilizará el costo de capital promedio ponderado, obtenido a partir del análisis que se explicará con mayor detalle en el capítulo cinco.

- **Modelo de proyección**

El modelo de proyección se desarrolla bajo dos escenarios: con financiamiento y sin financiamiento de la inversión inicial, específicamente de la porción correspondiente a la infraestructura, herramientas, mobiliario y equipo.

Resulta importante para Corporación Díaz realizar el análisis a partir de ambos escenarios, con el fin de contemplar la posibilidad de establecer un crédito bajo las condiciones que las entidades financieras le brindan a Corporación Díaz; condiciones que se han negociado anteriormente en inversiones similares que la compañía ha tenido en su proceso de expansión, sobre todo en el último año.

De igual manera, el establecimiento de ambos escenarios permite poner en perspectiva la decisión al comparar los beneficios de ambas opciones, en donde se genera la disyuntiva entre elegir flujos absolutos en los años de estudio o bien una rentabilidad que sea aceptable para los socios.

Modelo de proyección sin financiamiento

Tabla 12. Flujo del proyecto sin financiamiento de la inversión inicial (en miles USD)

| Flujo de caja sin financiamiento | | | | | | | |
|--|---------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Periodo | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 (Valor Residual) |
| Crecimiento ventas | | | 10% | 10% | 10% | 10% | |
| Ingresos | | \$4.935,75 | \$5.429,32 | \$5.972,25 | \$6.569,48 | \$7.226,43 | |
| Costo de ventas | | (\$4.014,44) | (\$4.415,89) | (\$4.857,48) | (\$5.343,22) | (\$5.877,54) | |
| Utilidad Bruta | | \$921,30 | \$1.013,43 | \$1.114,78 | \$1.226,26 | \$1.348,88 | |
| Depreciación | | (\$22,10) | (\$22,10) | (\$22,10) | (\$22,10) | (\$22,10) | |
| Gastos operativos | | (\$667,96) | (\$734,75) | (\$808,23) | (\$889,05) | (\$977,95) | |
| Utilidad antes de intereses e impuestos | | \$231,25 | \$256,58 | \$284,45 | \$315,11 | \$348,83 | |
| Intereses | | \$0,00 | \$0,00 | \$0,00 | \$0,00 | \$0,00 | |
| Utilidad antes de impuestos | | \$231,25 | \$256,58 | \$284,45 | \$315,11 | \$348,83 | |
| Impuestos | | (\$69,37) | (\$76,98) | (\$85,34) | (\$94,53) | (\$104,65) | |
| Utilidad Neta | | \$161,87 | \$179,61 | \$199,12 | \$220,58 | \$244,18 | |
| + Depreciación | | \$22,10 | \$22,10 | \$22,10 | \$22,10 | \$22,10 | |
| -Capital de trabajo | | \$4,52 | \$13,38 | \$24,01 | \$36,74 | \$36,74 | |
| Inversión inicial | (\$1.481,33) | | | | | | |
| Valor residual | | | | | | | \$2.664,86 |
| Flujo | (\$1.481,33) | \$188,50 | \$215,08 | \$245,23 | \$279,41 | \$2.967,87 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz.

El modelo de proyección sin financiamiento detalla un flujo de efectivo positivo para los cinco años de análisis, donde se aplican los supuestos explicados anteriormente. La depreciación aparece como un rubro que debe de sumar después de la utilidad neta, pues no fue una salida de efectivo real. Asimismo, el capital de trabajo debe de contemplarse después del cálculo de la utilidad neta, pues se trata de dinero que se encuentra invertido en la empresa mas no sujeta a ningún tipo de pago impositivo, hasta que se convierta en venta como lo es en el caso de los inventarios, o bien en el caso de las cuentas por cobrar que ya fueron en su momento tomadas para el cálculo del impuesto de la renta y finalmente, las cuentas por pagar, las cuales se toman en cuenta por aparte para el ajuste del impuesto de ventas a pagar en cada período.

Finalmente, se observa que el flujo del quinto año contempla el valor presente a ese año del valor residual, el cual para efectos visuales se ubica en el período seis.

Modelo de proyección con financiamiento

Para el cálculo del modelo de proyección con financiamiento se utiliza la figura de arrendamiento financiero, cuyas características principales fueron detalladas en el capítulo uno. Se prefiere este al operativo por la posibilidad de renovación del equipo que formará parte del grupo de bienes que serán sujeto del contrato.

Se determina por parte de la Gerencia Financiera utilizar financiamiento solamente para la parte de la inversión en terreno, mobiliario, herramientas y equipo, dada la naturaleza del instrumento.

Tabla 13. Cálculo del arrendamiento financiero (en miles USD)

| Principal | \$427,55 | | |
|---------------|------------|--------------|----------|
| Tasa | 7,4% | | |
| Plazo (años) | 5 | | |
| Cuota mensual | (\$8,54) | | |
| Cuota anual | (\$102,45) | | |
| Año | Intereses | Amortización | Cuota |
| 1 | \$29,00 | \$73,45 | \$102,45 |
| 2 | \$23,41 | \$79,04 | \$102,45 |
| 3 | \$17,40 | \$85,05 | \$102,45 |
| 4 | \$10,93 | \$91,52 | \$102,45 |
| 5 | \$3,97 | \$98,48 | \$102,45 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz.

De igual forma, se determina que el costo de deuda al cual se puede acceder este arrendamiento, es al costo ponderado que la empresa posee para el 2011, un 7,4% en dólares. Finalmente, se plantea un plazo de cinco años para la cancelación total del contrato con posibilidad de compra de los bienes en el último año.

Tal como se observa, ambos modelos (con financiamiento parcial de la inversión inicial y sin él), resultan en flujos positivos en todos los años de análisis, lo cual arroja una conclusión parcial sobre la viabilidad el proyecto.

Cabe resaltar el aporte que representa el capital de trabajo, el cual mejora año a año incluso bajo un crecimiento en las ventas planteado como constante en un 10% anual. De la mejora en la gestión administrativa y comercial dependerá en gran medida que el capital de trabajo sume al flujo de efectivo en los distintos períodos.

Tabla 14. Flujo del proyecto con financiamiento de la inversión inicial (en miles USD)

| Flujo de caja con financiamiento de infraestructura (edificio, terreno, herramientas, mobiliario y equipo) leasing financiero a 5 años | | | | | | | |
|--|---------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------|
| Período | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 (VR) |
| Crecimiento ventas | | | 10% | 10% | 10% | 10% | |
| Ingresos | | \$4.935,75 | \$5.429,32 | \$5.972,25 | \$6.569,48 | \$7.226,43 | |
| Costo de ventas | | (\$4.014,44) | (\$4.415,89) | (\$4.857,48) | (\$5.343,22) | (\$5.877,54) | |
| Utilidad Bruta | | \$921,30 | \$1.013,43 | \$1.114,78 | \$1.226,26 | \$1.348,88 | |
| Depreciación | | (\$22,10) | (\$22,10) | (\$22,10) | (\$22,10) | (\$22,10) | |
| Gastos operativos | | (\$667,96) | (\$734,75) | (\$808,23) | (\$889,05) | (\$977,95) | |
| Utilidad antes de intereses e impuestos | | \$231,25 | \$256,58 | \$284,45 | \$315,11 | \$348,83 | |
| Intereses | | (\$29,00) | (\$23,41) | (\$17,40) | (\$10,93) | (\$3,97) | |
| Utilidad antes de impuestos | | \$202,25 | \$233,17 | \$267,05 | \$304,18 | \$344,86 | |
| Impuestos | | (\$60,68) | (\$69,95) | (\$80,12) | (\$91,25) | (\$103,46) | |
| Utilidad Neta | | \$141,58 | \$163,22 | \$186,94 | \$212,93 | \$241,40 | |
| + Depreciación | | \$22,10 | \$22,10 | \$22,10 | \$22,10 | \$22,10 | |
| -Capital de trabajo | | \$4,52 | \$13,38 | \$24,01 | \$36,74 | \$36,74 | |
| -Amortización préstamo | | (\$73,45) | (\$79,04) | (\$85,05) | (\$91,52) | (\$98,48) | |
| Inversión inicial | (\$1.053,78) | | | | | | |
| Valor residual | | | | | | | \$2.640,44 |
| Flujo | (\$1.053,78) | \$94,75 | \$119,66 | \$148,00 | \$180,24 | \$2.842,19 | |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz.

Para proyectos que están planteados finitos, es decir, que terminan en un período específico (Roberto Solé, 2011³⁷), se suele suponer la liquidación de todo lo invertido en capital de trabajo en el último año; con el fin de que forme parte del flujo y que finalmente pueda ser tomado en cuenta su valor presente en el valor actual neto de todo el proyecto.

³⁷ Obtenido del material didáctico base para el curso Preparación y Evaluación de Proyectos impartido en la Maestría en Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica, setiembre.

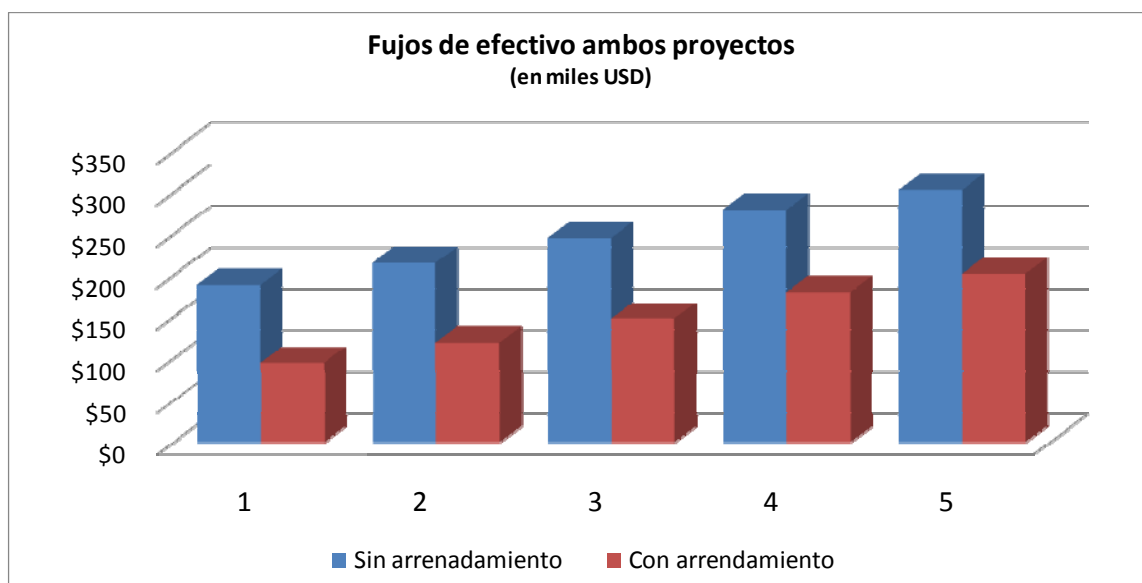


Gráfico 21. Flujos de efectivo proyectos con arrendamiento y sin él

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz.

Tratándose el presente proyecto del establecimiento de una sucursal sin período de finalización definido, se considera conveniente no liquidar la inversión en capital de trabajo; y además continuar con el aporte de este en el año cinco, para poder abarcar debidamente la operación del eventual año seis. Adicionalmente al ser el año cinco punto de partida para el cálculo de la perpetuidad del resto de los flujos, es importante contemplar ese rubro, ya que supone el aporte (en este caso) del capital de trabajo en el resto del proyecto, siempre y cuando la mejora en la gestión de los índices de rotación continúen al ritmo planteado.

Por otro lado, se observa el efecto positivo provocado por el arrendamiento financiero sobre el pago de impuestos; no obstante como se verá en el gráfico siguiente, resulta insuficiente para que los flujos de efectivo del proyecto con arrendamiento superen al proyecto sin arrendamiento.

Parcialmente, el flujo de efectivo sin arrendamiento presenta ventaja, no obstante corresponde analizar los resultados a la luz del valor actual neto y la tasa

interna de retorno, para tomar una decisión más integral sobre la aceptación o no del proyecto y de aceptarse, determinar si resulta más rentable hacerlo tomando en cuenta el financiamiento de la inversión inicial. El capítulo cinco trata estos puntos de manera detallada.

Capítulo V Análisis del valor presente de los flujos de efectivo

Como elementos concluyentes sobre la viabilidad del proyecto propuesto, se analiza el valor actual neto y la tasa interna de retorno que ambos escenarios (con financiamiento o sin él) obtuvieron, con el fin de determinar en primera instancia si aceptar el proyecto o no y en segunda instancia, de aceptarse qué escenario le reditúa más.

Para poder realizar estas conclusiones, se debe partir del rendimiento esperado por la empresa para un proyecto de esta naturaleza.

La gerencia financiera determinó que el proyecto se torna viable si la tasa interna de retorno sea igual o mayor que el rendimiento sobre el patrimonio que la empresa ha tenido como promedio en los últimos cuatro años, el cual es de 17,6%.

a) Tasa de descuento

Según lo detallado en el capítulo primero, una de las variables esenciales para la formulación de ambos instrumentos es la tasa de descuento. Esta tasa de descuento es el costo promedio ponderado de capital que la compañía tenga para el final del período 2011. Anteriormente se determinó el costo ponderado de la deuda en un 7,4% bruto y consecuentemente el costo neto es de un 5,15%.

Para poder realizar la ponderación del costo total, se debe determinar el costo de oportunidad para los socios, o en rendimiento requerido mediante el desarrollo del modelo de precios de los activos de capital (MPAC) (Solé, 2011),

Como ya se ha visto, la fórmula se establece de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + R_c$$

Donde:

K_e = Costo para el socio

R_f = Tasa libre de riesgo

β = Beta

R_m = Tasa de rendimiento de la cartera de mercado de los activos riesgosos.

R_c = Riesgo país

Tasa libre de riesgo, R_f

Se define para el análisis como tasa libre de riesgo el promedio histórico de rendimiento que ha tenido los bonos del tesoro de los Estados Unidos a 10 años plazo, por considerarse una inversión con riesgo de pago casi nulo³⁸. Se utiliza un promedio histórico con el fin de tener un dato que tome en cuenta períodos con realidades económicas distintas. Es por esta razón que se elige un promedio de los rendimientos anuales del período que va del año 2003 al 2011, incluyendo de esta forma los años de crisis³⁹. La tasa libre de riesgo promedio resultante es de 5,93%.

Prima por riesgo, $R_m - R_f$ y riesgo país, R_c

La prima por riesgo (Solé Roberto, 2011), es la diferencia entre la tasa libre de riesgos y el porcentaje adicional de rentabilidad que los socios consideran adecuado para una inversión de este tipo.

Por su parte, el riesgo país es el porcentaje adicional que se considera se debe de sumar al resultado obtenido después de agregar a la tasa libre de riesgo, lo resultante entre la multiplicación del Beta y el premio de mercado (Solé Roberto, 2011).

Según Damodaran⁴⁰, para Costa Rica, se determina un riesgo país de 3% y la prima por riesgo en un 8,8%.

Beta, β

³⁸Para finales de 2011, la agencia calificadora de riesgo Standard and Poor's redujo la calificación de riesgo de Estados Unidos de la estelar AAA a AA+ por la incertidumbre causada debido al debate de cara a la crisis presupuestaria que supondría el nivel de endeudamiento permitido en ese entonces para ese país.

³⁹<http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx>

⁴⁰<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

Al estar el mercado automovilístico en Costa Rica conformado por pocos actores que no cotizan en la bolsa de valores y en consecuencia no publican información que pudiera servir de referencia para constituir un Beta de la industria, es que se toma la decisión de obtener el dato de un mercado desarrollado. Por lo tanto, para determinar el Beta de Corporación Díaz se tomó como referencia el Beta desapalancado⁴¹ para el sector de comercializadores de vehículos en Estados Unidos, por ser un mercado donde intervienen gran cantidad de competidores, lo cual le otorga una mayor objetividad.

Con base en la estructura de capital y el costo de deuda neto de la empresa se obtiene el siguiente resultado:

Tal como se observa en el cuadro siguiente, el Beta para Corporación Díaz es de un 2,98; lo cual indica que se encuentra asumiendo una cuota de riesgo mayor a la del mercado en 2,98 veces, influido principalmente por el nivel de apalancamiento que posee la empresa en estos momentos.

Por lo tanto, el rendimiento esperado por los socios(Ke), una vez contemplado el riesgo país, es de un 35,19%.

Tabla 15 Beta para Corporación Díaz

⁴¹<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

| Rubro | Comercializadores vehículos USA | CD |
|--|------------------------------------|---------------|
| Tasa impositiva | | 30,00% |
| Costo de deuda sin comisiones | | 7,35% |
| % de comisión | | 0,00% |
| Relación deuda/est de capital | | 72% |
| Relación capital/est de capital | | 28% |
| Costo de deuda neto | | 5,15% |
| Tasa libre de riesgos | 5,93% | |
| Beta apalancada industria | 1,39 | |
| Beta desapalancada USA | 1,07 | |
| Beta apalancada de Corporación Díaz | | 2,98 |
| Premio de mercado | 5,80% | 8,80% |
| Riesgo país | 0% | 3,00% |
| Costo de los fondos propios (MPAC) | 13,99% | 35,19% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz

Costo promedio ponderado de capital (CPPC)

De esta forma se llega a determinar el costo promedio ponderado de capital en 13,6%. A continuación el detalle:

Tabla 16 Costo promedio ponderado de capital

| Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) | |
|---|---------------|
| Pasivo total | \$46.997 |
| Costo de deuda | 7,4% |
| Costo neto de deuda (kd) | 5,15% |
| Patrimonio | \$18.395 |
| Costo de socios (ke) | 35,19% |
| Proporción deuda | 0,72 |
| Proporción patrimonio | 0,28 |
| CPPC | 13,60% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz

Tal como se observa, el costo de socios resulta ser mayor en gran proporción al costo de deuda neto. Sin embargo esto se ve compensado por la estructura de deuda de la compañía. Así, se obtiene un CPPC de 13,6% el cual se utilizará para descontar los flujos del proyecto.

Según la tabla siguiente, ambos escenarios cumplen con los requisitos establecidos para aceptarlos como posibles: un valor actual neto positivo y una tasa interna de retorno superior al costo de capital y al rendimiento esperado por los socios. Por lo cual, tanto el proyecto sin financiamiento como con financiamiento, superan en un 44% y 68% respectivamente.

Tabla 17 Tasa interna de retorno y valor actual neto (en miles de USD excepto las tasas de costo y rendimiento)

| Flujos del proyecto | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---------------------|------------------|----------|---------------|--------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Sin financiamiento | | \$188,50 | \$215,08 | \$245,23 | \$279,41 | \$303,02 |
| Con financiamiento | | \$94,75 | \$119,66 | \$148,00 | \$180,24 | \$201,76 |
| VAN-TIR | | | | | | |
| | Costo de capital | VAN | TIR | Valor actual de valor residual | Factor flujo valor residual | Rendimiento esperado socios |
| Sin financiamiento | 13,60% | \$755,22 | 25,40% | \$1.408,69 | 187% | 17,6% |
| Con financiamiento | 13,60% | \$833,97 | 29,59% | \$1.395,78 | 167% | 17,6% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la información proporcionada por Corporación Díaz

También se percibe que a pesar de que el proyecto planteado sin financiamiento en la inversión inicial, proporciona mayores flujos de efectivo en todos los períodos, el proyecto con el financiamiento lo supera tanto en el valor actual neto como en la tasa interna de retorno.

El aporte del valor residual del proyecto al valor total en ambos casos es determinante, sin embargo no se percibe que sea el factor que marca la diferencia entre ambas opciones.

En conclusión, el apalancamiento financiero al que podría tener acceso la empresa para este proyecto, por su parte, le proporcionaría, dado los supuestos,

más de 4 puntos porcentuales de ventaja, lo que representa un 30% del costo de capital y un 56,6% del costo bruto de la deuda.

Finalmente, el valor residual en ambos casos y en relación con el valor de todo el proyecto resulta ser de gran preponderancia, incluso en un grado mucho mayor del aceptado según la teoría propuesta por el señor Jorge Arrea⁴². Para poder cumplir con la recomendación del señor Arrea, proponer un crecimiento distinto a perpetuidad no generaría mayor diferencia. El factor determinante es el costo al cual se descontarían esos flujos siendo necesario aumentarlo a un 27%; una tasa que dada la estructura de financiamiento de la empresa actual, no sería representativa. Para que esa tasa tenga sentido dentro de la estructura de la empresa, el índice de endeudamiento debería de disminuir por debajo de uno, lo cual no se visualiza en el corto plazo como probable por la tendencia al alza de este índice en los dos más recientes años.

Conclusiones y recomendaciones

Tal como se observó en el desarrollo del presente trabajo, Corporación Díaz, como empresa líder del mercado, ha sabido aprovechar no solo las bondades de los productos que comercializa, sino también las oportunidades que

⁴²Refiérase al marco teórico en el apartado sobre el valor residual.

a través del tiempo se le han presentado para el crecimiento que ha experimentado a partir del año 2010 hasta la fecha.

La empresa posee una robusta estructura de productos y servicios complementarios a su objetivo principal (la venta de vehículos nuevos). Así por ejemplo la venta de repuestos y servicios de taller, a pesar de que su aporte en el nivel de ventas históricamente no sobrepasa el 10% del total, han sido pilares esenciales para el posicionamiento de la marca como un todo. Particularmente en la división de vehículos nuevos, con su catálogo estratégicamente segmentado, ha demostrado saber atender a buena parte de la población que busca vehículos de valor aproximado a los \$20 mil con características de funcionalidad y confort, superiores a los modelos de la competencia de precio aproximado para satisfacer sus necesidades de distinta índole.

A lo interno la empresa posee fortalezas como el buen posicionamiento de la marca Dong Feng, su robustez financiera actual, un recurso humano calificado y de experiencia en puestos claves; por otro lado, resulta de especial atención la debilidad que presenta en el servicio post venta, particularmente en lo referente a los servicios de taller, con el fin de mejorar la experiencia del cliente y llevarla a estándares no alcanzados antes. Con base en esto es que se plantea la posibilidad de que la empresa refuerce la alianza con Accesorios Automotrices para el ofrecimiento de servicios complementarios, empresa que cuenta con mayor cantidad de sucursales a lo largo del país, lo cual podría reducir los tiempos de atención de los clientes actuales de los talleres de servicio para segmentos del servicio particulares.

A lo externo, se cree que la compañía posee grandes posibilidades de aprovechar el desarrollo de vehículos de origen chino a lo cual, ha puesto poco interés al día de hoy. Se entiende que a la decisión de comercializar una nueva marca bajo la sombrilla de Corporación Díaz, debe de preceder un análisis completo sobre el recurso humano y de capital necesario para garantizar al cliente

un nivel de servicio y satisfacción que espera de la empresa en sus otros pilares comerciales.

Dado el ascenso que ha venido experimentando a partir del año 2011, se puede tender a encontrar cierta zona de confort en el éxito obtenido, por lo que es importante mantener el enfoque sobre las necesidades de su segmento, ahora que ha logrado captar buena parte del mercado nacional, así como estar alerta de las nuevas formas de hacer negocios de la competencia, sobre todo de las otras dos agencias con las que comparte el 75% del mercado nacional.

En el corto plazo no se visualiza otro cambio de línea de los modelos Dong Feng como el ocurrido en el 2010, por lo que la empresa debe ahora de continuar con la explotación de ese hito mediante estrategias que permitan extender el efecto innovador provocado en ese entonces en el consumidor; y adicionalmente explotar otros factores relevantes para el cliente a la hora de tomar la decisión sobre comprar el producto.

El análisis de los estados financieros refleja dos períodos divergentes para la empresa: el tiempo afectado en gran medida por la crisis (2009-2010) en el cual los márgenes brutos, operativos y netos se vieron enormemente afectados, reflejando en algunos casos pérdidas contables y flujos negativos de efectivo, y lo que se puede llamar el año post crisis (2011) en el cual la empresa se recupera en ventas de forma vertiginosa, catapultado por el lanzamiento de nuevas líneas de producto en todos sus modelos, lo cual resultó en un éxito comercial que hasta la fecha sigue dando resultados sobresalientes.

Al ser una empresa que mayoritariamente se dedica a la venta de productos tangibles (vehículos y repuestos), el rubro inventarios toma gran preponderancia en el análisis integral sobre todo en la rotación de este. De igual forma, esta rotación tuvo su afectación por el tiempo de crisis, aunque después del 2010 se ha encontrado en franco crecimiento, lo cual positivo.

A nivel de pasivos la empresa ha mejorado su costo de endeudamiento en dos vías: disminuyendo la proporción de deuda con costo respecto del pasivo total y obteniendo mejores tasas de interés para su financiamiento con costo; lo cual en definitiva le da una mayor libertad para la toma de decisiones de las siguientes inversiones; e incluso una mejor posición de negociación para próximos proyectos como el planteado en este trabajo.

Finalmente, en lo que respecta al análisis histórico de la empresa, se observa que si bien en el año 2010 no hubo generación de efectivo, para el 2011 la situación cambia de manera exponencial, lo cual le da una posición clave a la empresa de analizar posibilidades de crecimiento, no solo a nivel de estructura sino de catálogo de productos y de servicios complementarios, siempre manteniendo la línea en la industria. Además, la orientación hacia el servicio que se ha venido trabajando en estos años debe de continuar sobre la línea propuesta mediante programas de compensación con base en índices de servicio al cliente no solo para el cuerpo de ventas, sino para los demás departamentos de la empresa donde la remuneración de los colaboradores no está sujeta a las ventas.

A nivel comercial cuando se habla de la posible apertura de una sucursal en la zona sur, no se debe dejar de lado lo que sería el manejo de los clientes revendedores de repuestos que actualmente atienden la zona. Es de esperarse que en ese momento se conviertan en competencia directa, por lo cual la estrategia de atención actual deberá cambiar y definirse a partir de qué se espera cubrir en este pilar comercial y qué se desea que los grandes clientes de la zona puedan seguir atendiendo. Otra de las consideraciones clave no definidas en este trabajo, es el punto geográfico preciso de establecimiento de la sucursal, lo cual deberá de analizarse a la luz de su funcionalidad comercial y su alcance.

En lo referente al modelo de proyección, se concluye, dados los supuestos planteados, que ambos escenarios (sin financiamiento y con financiamiento de parte de la inversión inicial), generan un flujo de efectivo positivo durante todo el horizonte de inversión, aunque más el proyecto sin financiamiento. Por otro lado,

el valor actual neto y la tasa interna de retorno, confirman que ambos proyectos son viables con rendimientos superiores a los esperados; finalmente se recomienda escoger la opción con financiamiento por ser la opción más rentable.

El crecimiento propuesto en ventas por año se considera moderado, no obstante adecuado dado un crecimiento constante de forma perpetua.

De la efectiva gestión administrativa dependerá que la utilidad operativa se mantenga en los porcentajes planteados.

El valor residual de ambos escenarios representan buena parte del valor actual de todo el proyecto, lo cual genera varias consideraciones a tomar en cuenta: primero que el suponer el nivel de crecimiento propuesto de forma permanente no resulta probable, sin embargo por necesitarlo el modelo, se considera correcto contemplar el 2% que finalmente se escogió; segundo, la mejora en las rotaciones de inventario, cuentas por cobrar y cuentas por pagar, resulta esencial para que el proyecto reditúe lo esperado; por lo que se debe procurar una selección de recurso humano capaz de llevar la labor a cabo principalmente en lo que respecta a la rotación de inventarios, rubro de gran importancia para la empresa. Según la cultura organizacional de Corporación Díaz, en cada sucursal se designa un gerente y el resto del equipo humano representan la línea operativa, por lo cual resulta de vital importancia la escogencia de la persona que funja como gerente, pues de él dependerá en gran medida el éxito de la sucursal.

Bibliografía

- **Libros**

Gitman, Lawrence (2003). Principios de Administración Financiera, décima edición, México D.F.: Pearson Educación.

Higgins, C. Robert (2004). Análisis para la dirección financiera, séptima edición, México D.F.: Mc Graw Hill.

Mena Orozco, Jhonny de Jesús (2008). Matemáticas financieras aplicadas, tercera edición, Bogotá, Colombia: Ecoe Ediciones.

Salas B., Tarciso (2011). Análisis y Diagnóstico Financiero, séptima edición, San José, Costa Rica: Ediciones Guayacán.

Sapag, Ch. Nassir, Sapag Ch. Reinaldo (2008). Preparación y evaluación de proyectos, quinta edición, Santiago, Chile: Mc Graw Hill.

- **Revistas**

Rojas, J (2002) ¿Cuál es su costo de capital? Revista INCAE, Vol. XII, número 2, de la página 32 a la 38.

- **Periódicos**

Méndez, A. (2012). Falta de ingeniero atrasa obras en Pérez Zeledón. La Nación, 16 de agosto.

- **Presentaciones y conferencias**

Solé, Roberto (2011). Preparación y evaluación de proyectos. Material didáctico para la aplicación de conocimientos en la Maestría en Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica. Setiembre, San José, Costa Rica.

Solé, Roberto (2011). Arrendamientos. Material didáctico para la aplicación de conocimientos en la Maestría en Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica. Setiembre, San José, Costa Rica.

Ruiz, John (2012) Análisis integral del flujo de caja y EBITDA. Material didáctico para la aplicación de conocimientos en la Maestría en Dirección de Empresas de la Universidad de Costa Rica. Setiembre, San José, Costa Rica.

- **Fuentes de Internet**

<http://www.perezzeledon.net/> (Portal relativo al cantón de Pérez Zeledón)

<http://www.bccr.fi.cr/> (Banco Central de Costa Rica)

<http://www.cfia.or.cr/> (Colegio Federado de Ingenieros y Arquitectos de Costa Rica)

http://www.bbc.co.uk/mundo/noticias/2011/08/110810_eeuu_standard_p_oors_poder_prestigio_wbm.shtml

<http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx>

<http://www.moneycafe.com/library/primerate.htm>

Anexo Metodológico

El presente trabajo se realiza utilizando distintas fuentes y técnicas de acuerdo con los objetivos perseguidos.

- Dar un panorama general sobre Corporación Díaz.
- Realizar un análisis integral de los estados financieros de la empresa de los últimos 4 años.
- Desarrollar un modelo de proyección de ventas, costos y gastos para los próximos 5 años del proyecto.
- Determinar el valor actual neto y la tasa interna de retorno del proyecto.

Dar un panorama general sobre Corporación Díaz

En este capítulo se realiza un trabajo con distintas fuentes secundarias y primarias, principalmente internas de la empresa.

El catálogo de productos y su relación con la demanda potencial tendrá como base la información que se pueda extraer de los auxiliares de ventas de las empresas actuales.

El análisis del FODA de la empresa se realiza al utilizar entrevistas con distintos miembros de la gerencia de la empresa. Se busca la opinión de expertos que puedan dar una perspectiva en primera persona y proyectada a las necesidades del presente trabajo.

Se contó con tiempo suficiente para realizar un sondeo a distintos actores involucrados con Corporación Díaz con el fin de dar en la medida de lo posible distintas perspectivas sobre la posición actual de la empresa tanto a nivel de mercado como a nivel financiero.

Realizar un análisis integral de los estados financieros de la empresa de los últimos 4 años.

Este capítulo, al ser meramente un análisis de la salud financiera-contable de la compañía, tendrá como fuente principal de información los sistemas internos de la misma compañía.

Se realiza una extracción de la información de los tres estados financieros:

- Balance de Situación,
- Estado de Resultados y
- Estado de Flujos de Efectivo.

Posteriormente, mediante hojas de cálculo electrónicas, se realiza un análisis de las razones financieras clásicas para la valoración de la situación actual:

1. Razones de estabilidad
2. Razones de gestión
3. Razones de rentabilidad

Se efectúa el análisis horizontal y vertical para evaluar crecimientos y tendencias de los últimos 4 años de las cuentas más relevantes de la compañía. Asimismo, se profundiza en el capital de trabajo tanto contable como financiero para determinar la capacidad de la empresa de generar efectivo a partir del giro de negocio.

Finalmente, se dan las primeras pautas sobre las conclusiones que se desprenderán de este análisis en el apartado final del trabajo.

Desarrollar un modelo de proyección de ventas, costos y gastos para los próximos 5 años del proyecto

En este capítulo se hace una recopilación de los supuestos necesarios para la conformación del modelo de proyección, los cuales sentarán las bases para la valoración del proyecto.

Básicamente, se utilizan hojas de cálculo y los conocimientos teóricos y prácticos aprendidos durante los distintos cursos de la maestría, para la conformación del modelo.

Asimismo, se analiza la bibliografía sobre la conformación de proyectos financieros. De esta forma se pretende que la información obtenida posea coherencia en sí y además, en relación con el objetivo general.

Para la conformación de los escenarios que nos permitan evaluar si la compra del terreno y construcción, o bien, el arrendamiento resultan opciones viables, para ello se debe hacer un estudio en sitio, es decir, en Pérez Zeledón, sobre el costo actual de los alquileres de las instalaciones que podrían estar siendo útiles para el posicionamiento físico.

Adicionalmente, para la determinación de los demás costos de planta y equipo, taller de servicio, las respectivas salas de ventas y de las bodegas de producto, se consigue información primaria con los distintos proveedores que le han servido a la empresa en otros proyectos de crecimiento similares ya concretados.

Una vez obtenidos los insumos anteriores, se está en capacidad de determinar la inversión inicial y los gastos e inversiones necesarias para mantener la operación en el mediano plazo (5 años).

Entonces, la información será estructurada a partir de la proyección de las ventas, de acuerdo con una probable demanda de las distintas unidades de negocio por separado y luego, en conjunto.

Posteriormente, se detallan gastos operativos, de ventas y financieros para finalmente, obtener los flujos de efectivo de cada año proyectado.

Por último, se realiza el ejercicio de montar escenarios de acuerdo con el tipo de financiamiento que estaría optando la empresa para llevar a cabo el proyecto.

A partir de ahí se está en capacidad de obtener un rendimiento esperado a partir de una probabilidad de ocurrencia de cada dimensión.

Para la determinación de los costos financieros que podrían incurrirse por la conformación del proyecto, se realiza un análisis de los distintos instrumentos y tasas a las que la empresa está sometida actualmente.

Determinar el valor actual neto y la tasa interna de retorno del proyecto

Este capítulo se realizará partiendo de la información teórica referente a estos instrumentos para aplicarlos a los resultados obtenidos en el capítulo anterior.

Se establece la viabilidad de la utilización de dichos instrumentos al caso en particular.

Finalmente, se pretende cerrar el capítulo con la determinación de la tasa de descuento relevante para el proyecto, partiendo de la teoría necesaria hacia la aplicación del caso para llegar a decretar su utilidad práctica.