



UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE GRADUADOS EN CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN DIRECCIÓN DE NEGOCIOS

TRABAJO FINAL DE APLICACIÓN

“Valuación de empresa nacional de capital cerrado”

Autor: Jorge Luis Leal Marchena

Tutor: Dr. Juan Lucas Dapena

Córdoba

2015



Valuación de empresa nacional de capital cerrado por Jorge Luis Leal Marchena se distribuye bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

Agradecimientos

A todos los colegas y amigos, a los cuales he acudido en reiteradas oportunidades, cuando las dudas impedían la continuación del trabajo. Esa valiosa ayuda, hizo posible la concreción y finalización del presente trabajo final de aplicación.

A mi esposa María de los Ángeles, por cubrirme en el rol de padre y brindarme los espacios necesarios para poder terminar el trabajo.

A mi hija Antonella, por hacer de cada break, un espacio de distracción muy placentero.

A mis padres y hermanas, por apoyarme todo este tiempo y cubrirme las espaldas en el ámbito laboral.

Al equipo de trabajo de Amoblamientos Argentinos SRL, por hacer de esa organización, un lugar en donde trabajar, sea cada día una pasión muy difícil de explicar.

Índice de contenidos

A) PRESENTACIÓN DEL PROYECTO:

I. Resumen.....	1
II. Marco Teórico.....	1
III. Metodología.....	1
IV. Objetivos del Trabajo.....	3
V. Límites o Alcance del Trabajo.....	4
VI. Organización del Trabajo.....	4
VII. Introducción.....	5

B) DESARROLLO DEL PROYECTO

CAPÍTULO PRIMERO: Marco Teórico

1.1 Evaluación del desempeño Histórico y Situación Actual de la firma.....	7
1.2 Armado de los Flujos de Fondos Estimados.....	8
1.2.1 Identificación de los Niveles de Medición.....	8
1.2.2 Los Flujos de Fondos.....	9
1.2.3 La determinación de la Vida Útil de la empresa.....	10
1.3 Estimación de la tasa de costo de capital propio.....	12
1.2.1 Modelo de Valuación de Activos de Capital (CAPM).....	12
1.2.2 Cálculo de Riesgo Sistemático.....	13
1.2.3 Riesgo No Sistemático.....	15
1.2.3.1 El Método de Primas y Ajustes Apilables (MPAA).....	16
1.3 Valuación del Capital de la empresa.....	19

CAPÍTULO SEGUNDO: Presentación de la empresa y su entorno

2.1 Reseña Histórica.....	20
2.2 Estructura Orgánica.....	21
2.3 Estructura Industrial.....	22
2.4 Actividad Industrial.....	26

2.5 Evolución histórica de las ventas de Amoblamientos Argentinos SRL.....	27
2.6 Tendencia de ventas del mercado.....	29
2.7 Estructura operativa.....	29
2.8 Segmento de Mercado de Amoblamientos Argentinos SRL.....	31
2.9 Análisis FODA.....	33
2.10 Análisis del Entorno.....	35
2.10.1 La Industria.....	35
2.10.2 Breve análisis del Macroentorno.....	38

CAPÍTULO TERCERO: Análisis de la Información Financiera

3.1 Análisis vertical del estado de resultados.....	44
3.2 Análisis horizontal del estado de resultados.....	46
3.3 Análisis vertical del Activo y del Pasivo.....	47
3.4 Análisis financiero.....	50
3.5 Breve análisis de solvencia a largo plazo.....	51
3.6 Análisis de rentabilidad.....	52

CAPÍTULO CUARTO: Valor de Mercado del Capital de la Empresa

4.1 Proyección de los Flujos de fondos.....	54
4.1.1 Horizonte de evaluación.....	54
4.1.2 Estados de resultados Proforma.....	55
4.1.3 Composición de los Estados de resultados proforma.....	55
4.1.4 Tratamiento de las depreciaciones.....	55
4.1.5 Crecimiento esperado al horizonte de evaluación.....	56
4.1.6 Inversiones de capital y flujo no operativo.....	57
4.2 Determinación de la Tasa de Costo de Capital.....	58
4.3 Determinación de la Tasa Libre de Riesgo Local (RI)	58
4.4 Determinación de la Tasa de Rendimiento de Mercado (Rm).....	59
4.5 Cálculo del Beta (B).....	59
4.6 Obtención del costo de capital de “Amoblamientos Argentinos SRL”.....	60
4.7 Obtención del Valor Actual del Capital.....	60
4.7.1 Valor Terminal al final del horizonte de evaluación.....	60

4.7.2 Descuento de los Flujos de Fondos.....	61
4.8 Ajuste por Riesgo No Sistemático.....	61
4.9 Análisis de Sensibilidad.....	63
C) CIERRE DEL PROYECTO	
Conclusiones Finales.....	66
BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES DE CONSULTA.....	69
ANEXO I: Imágenes de los Productos.....	71
ANEXO II: Micro entorno- Macro entorno.....	73
ANEXO III: Estructura patrimonial y Estados de Resultados.....	77
ANEXO IV: Índices aplicados en base al EERR.....	81
ANEXO V: Cálculo del Rendimiento de Mercado (RM).....	84
ANEXO VII: Estados de resultados Proforma.....	88

Índice de gráficos

2.1	Organigrama de Amoblamientos Argentinos SRL.....	22
2.2	Origen de los Ingresos.....	27
2.3	Evolución de la Ventas.....	28
2.4	Evolución en la Composición de la Ventas.....	30
2.5	Distribución de las Ventas por Provincia.....	33
A.1	Imágenes de los productos de la empresa.....	72
A.2.1	Evolución del PBI.....	74
A.2.2	Préstamos al Sector Privado.....	74
A.2.3	Nivel de Producción y Capacidad Instalada.....	76

Índice de tablas.

2.1	Segmento de Mercado de Amoblamientos Argentinos SRL.....	31
2.2	Análisis FODA.....	34
3.1	Análisis vertical del Activo.....	48
3.2	Análisis Vertical del Pasivo + Patrimonio Neto.....	49
3.3	Análisis Horizontal del Estado de Resultados.....	50
3.4	Indicadores de Solvencia a Corto Plazo.....	51
3.5	Indicadores de Solvencia a Largo Plazo.....	52
3.6	Análisis de Rentabilidad.....	53
4.1	Composición Estados de Resultados Proforma.....	55
4.2	Flujos de Fondos Descontados	61
4.3	Flujos de Fondos Descontados (Escenario Optimista).....	63
4.4	Flujos de Fondos Descontados (Escenario Pesimista).....	64
4.5	Flujos de Fondos Descontados (Eficiencia Productiva).....	64
4.6	Flujos de Fondos Descontados (Ineficiencia Productiva).....	65
A.2.1	Niveles de tasas de Interés.....	75
A.2.2	Estimador Mensual Industrial (EMI).....	76
A.3.1	Estructura Patrimonial.....	78
A.3.2	Estados de Resultados.....	79
A.4.1	Análisis Vertical del Estado de Resultados.....	82
A.4.2	Análisis Horizontal del Estado de Resultados.....	83
A.5.1	Valores promedio Burcap (1993-2014).....	85
A.7.1	Proyección del Estado de Resultados.....	89

A. PRESENTACION DEL PROYECTO

I. Resumen

Recientemente Amoblamientos Argentinos SRL, acaba de finalizar una etapa de transformación jurídica, ya que se trataba de una empresa de carácter familiar y de patrimonio unipersonal y se ha transformado a una empresa de responsabilidad limitada "SRL".

Dentro de tal contexto, surge la necesidad de determinar el valor del capital de la empresa, ante la intención de abrirlo a terceros posibles interesados.

II. Marco Teórico

FINANZAS CORPORATIVAS

Dentro del campo de las finanzas, la valuación de un activo es una de las actividades más importantes. Y dentro de los activos, definir el valor de una empresa es uno de los más importantes (Dapena Fernandez, 2014)

Según (Higgins, 2004) las técnicas de flujos de fondos descontados son relevantes siempre que una empresa contemple acciones que conlleven beneficios y costos más allá del año del curso, incluyendo entre diferentes cuestiones, la valuación de acciones y las consecuentes decisiones de adquisiciones o venta. Así, el autor denota que no resulta exagerado afirmar que el análisis de los flujos de fondos descontados es la columna vertebral de las finanzas modernas e incluso de los negocios modernos.

III. Metodología

Dentro de la teoría financiera, existen varias herramientas para determinar el valor de proyectos y empresas; entre estas, se encuentra el Discounted Cash Flow (DCF) o "Método de los Flujos de Fondos Descontados", el cual permite obtener una apreciación muy precisa del valor generado por una inversión. El método mencionado será el que se utilizará para determinar el valor del activo de la empresa a valorar; tal elección obedece a que el DCF¹, es el método más popular

¹ En adelante se utilizarán las iniciales "DCF" para abreviar el término Flujos de Fondos Descontados.

entre los practicantes de finanzas, por sobre otras técnicas de valuación tradicionales (Pereiro & Galli, 2000).

El DCF, es un método consistente en la actualización de los flujos de caja a través de una determinada tasa de descuento; se entiende entonces, que es una aplicación del criterio de “Valor Actual Neto”², en el cuál se deben basar las decisiones de inversión; este criterio, se remonta al trabajo del economista Irving Fischer en el año 1930 sobre la independencia del criterio de inversión con las preferencias individuales sobre consumo actual y futuro (Brealey, Myers, & Allen, 2006).

El método del Valor Actual (VAN), responde al siguiente planteo matemático:

$$VAN = \sum_{j:1}^n \frac{FFN_j - I_0}{(1+K_0)^j}$$

Siendo FFN_j: flujo de fondo generado en el período j, I₀: la inversión necesaria y K₀: la tasa de descuento de dichos flujos de fondos.

El Valor Actual de una empresa (VA)³, es igual a la suma de los valores actuales de sus probables flujos de fondos futuros descontados a una tasa que refleje el valor financiero del tiempo.

En términos de la fórmula de Valor Actual (VA) definida anteriormente:

$$VAN = \sum_{j:1}^n \frac{FFN_j}{1+K_0)^j}$$

Siendo FFN_j: el flujo de fondo generado en el período j y K₀: la tasa de descuento de dichos flujos de fondos.

En el DCF, los flujos de ingresos y egresos operativos son contrastados contra la inversión, siendo el producido neto, el valor económico generado a lo largo del horizonte de maduración. La aplicación de este método implica dos desafíos

² En adelante se utilizará VAN para referenciar el método del Valor Actual Neto.

³ La sigla VA, se utiliza para abreviar “Valor Actual”.

considerables: la estructuración de un flujo de fondos que sea plausible y la determinación del costo de capital a usarse como tasa de descuento (Pereiro & Galli, 2000).

Sin embargo, en varias investigaciones, se sugiere comenzar el proceso de valuación tradicional con el análisis de la información histórica y su depuración, esto es, se analiza el pasado reciente para ver si constituye un punto de referencia o no para la confección de las proyecciones.

De este modo, en el proceso de valuación, es posible identificar cuatro etapas que serán caracterizadas y desarrolladas en los próximos capítulos:

- a) Análisis del desempeño histórico de la empresa sujeta a valuación.
- b) Proyección de los Flujos de Fondos.
- c) Estimación del Costo de Capital para el descuento de los flujos de fondos.
- d) Valuación del capital de la empresa.

Cabe aclarar que antes de comenzar con el desarrollo del trabajo, organizado en las 4 etapas metodológicas involucradas en el proceso de valuación, se dedicará el primer capítulo, al desarrollo del marco referencial y conceptual que guiará todo el proceso investigativo.

IV. Objetivos del trabajo

Objetivo Principal

El desafío del presente trabajo de investigación es establecer un valor de mercado de la empresa Amoblamientos Argentinos SRL, a través del uso de metodologías y modelos financieros adaptados a las características propias del mercado y de la economía en la cual opera la organización, de manera de obtener un valor razonable y fiable para el propietario.

Objetivos Secundarios

- 1 - Elaborar un marco teórico sobre la valuación de empresas, a través de investigación bibliográfica.
- 2 - Demostrar la posibilidad de aplicar una metodología concreta de valuación del capital, adaptada coherentemente al contexto específico de la empresa en cuestión.
- 3 - Conocer e interpretar las principales características y variables -endógenas y exógenas- que influyen en el desempeño económico y financiero de Amoblamientos Argentinos SRL.
- 4 - Definir un horizonte de evaluación y establecer una serie de flujos de fondos proyectados del capital hasta dicho horizonte.
- 5 - Determinar una tasa de descuento que refleje el riesgo total del capital de la empresa a través del modelo Local Capital Asset Pricing Model (L-CAPM) o valuación de activos de capital, adaptado para economías locales.}
- 6 - Realizar un análisis de sensibilización sobre las variables claves del modelo, a fin de simular los posibles cambios en dicha valuación.

V. Límites o Alcance del trabajo

Valuación de la empresa Amoblamientos Argentinos SRL al 31 de diciembre de 2014. Es una pequeña empresa, de carácter familiar, y capital cerrado, ubicada en Villa del Rosario, Córdoba, Argentina.

VI. Organización del trabajo

El presente trabajo de aplicación consta de 5 capítulos:

- Capítulo 1: Marco Teórico
- Capítulo 2: Presentación de la Empresa y su Entorno
- Capítulo 3: Análisis de la Información Financiera
- Capítulo 4: Valor de Mercado del Capital de la Firma.
- Conclusiones Finales

VII. Introducción

La determinación del valor de mercado del capital de las empresas en general, permite contar con información de muy elevada importancia para los dueños-propietarios o accionistas de estas organizaciones y para los agentes de inversión que buscan adquirir la propiedad- total o parcial- de las mismas. De esta manera, contar con esta “información” es vital ante procesos de compra- venta del capital de la empresa.

En la República Argentina, el estudio de valuación de empresas, ha tomado relevante importancia en los últimos años, fruto de las fuertes inversiones directas desplegadas a partir de la estabilización de la economía desde de los comienzos de la década del 90. Según un estudio realizado por (Pereiro & Galli, 2000), el proceso de valuación de empresas argentinas posee varias dificultades propias del contexto en las que éstas operan.

En primer lugar, como la mayoría de las transacciones accionarias se debe a activos privados y no públicos, complica el proceso de valuación, ya que la teoría financiera clásica modeliza entorno a los activos públicos, y no expresa un modelo claro para los activos privados. En segundo lugar, la volatilidad de las economías emergentes como la argentina, altera el concepto y medición del riesgo, que es un elemento central en cualquier proceso de valuación; afectando fuertemente la validez de los datos obtenibles.

Adicionalmente, la gran mayoría de las empresas argentinas, se constituyen bajo la forma jurídica de sociedades de hecho o bajo denominaciones unipersonales; sumado a esto, no se debe dejar de tener en cuenta que casi la totalidad de las empresas nacionales ingresan bajo la calificación “Pymes” (según número de personal empleado y facturación anual), con el consecuente grado de informalidad que prevalece en este tipo de organizaciones en donde a su vez, se verifica un contexto con muy baja capitalización bursátil.

La presente elaboración, se direcciona precisamente a la determinación de un valor de mercado para la empresa “Amoblamientos Argentinos SRL”; esta compañía, es una Pyme que posee todas las características típicas de una

empresa argentina y más aún, hasta hace muy poco tiempo venía funcionando bajo la forma jurídica unipersonal. Representa un gran desafío para el autor realizar como trabajo final, la valuación llave de esta empresa de capital cerrado, utilizando modelos financieros adaptados para países de economías emergentes, de forma tal de determinar un posible precio de referencia para que los propietarios puedan obtener por la transferencia de la misma.

Una clara motivación del autor para realizar el trabajo de valuación sobre esta empresa en particular, es por formar parte de la dirección de la misma, participando activamente en dicha actividad, cuyo resultado podrá ser aplicable también para la transferencia de cualquier otra empresa de capital cerrado con condiciones contorno similar.

Por último, se considera necesario aclarar que el autor del presente trabajo, ha decidido identificar a esta empresa bajo un nombre de fantasía por obvios motivos de reserva de identidad.

1. MARCO TEÓRICO

1.1 EVALUACIÓN DEL DESEMPEÑO HISTÓRICO Y DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LA FIRMA.

A la hora de determinar un posible valor de venta para la compañía bajo análisis resulta necesario disponer de un panorama de la situación actual de la misma y de su performance pasada. El análisis de la situación económica y financiera observada (histórica) de la compañía constituye el punto de partida de la proyección y también una referencia para la validación de las cifras proyectadas. De este modo, en el análisis financiero las proyecciones deben ser congruentes con los aspectos históricos ya que, el comportamiento histórico brinda al analista financiero una perspectiva de lo ocurrido dentro del período estudiado y que por lo general se considera que mientras más amplio sea el “track record” de la compañía, más consenso podrían llegar a tener los pronósticos sobre ella.

La evaluación del desempeño histórico involucra el análisis del comportamiento de las principales variables de la firma y la correspondencia que han guardado con el pasado. De esta forma, el análisis de la información contable permitirá contar con un diagnóstico de la situación económica (ROA, ROE y sus componentes) y financiera (liquidez, solvencia, endeudamiento, entre otros) actual de la firma como así también, de la evolución de los principales ítems que conforman el flujo de fondos de la compañía.

Por otra parte, la formulación de proyecciones válidas requiere la comprensión de los factores que influyen en el desenvolvimiento de la empresa y el sector de negocios. En este sentido resulta fundamental el conocimiento tanto de la empresa, su cultura y posición competitiva, como de la estructura y evolución de la industria en que se desenvuelve y la posición competitiva de los principales competidores.

Si bien la evolución futura de la empresa no siempre es determinada por el desempeño histórico, la observación sucesiva de las condiciones de la empresa que se ponen de manifiesto en los indicadores relevantes de su desempeño y de su posición en el sector, permitirá al analista contar con un entendimiento de la actuación pasada de la firma y de su situación actual.

De esta forma, evaluando lo que observa del pasado y, con una idea del futuro que le parezca razonable de acuerdo a sus propias expectativas sobre la evolución del sector (y de la empresa) y en la que se pondere adecuadamente el impacto de las oportunidades que existen para la empresa y que puedan afectar su funcionamiento hacia adelante, el analista podrá formarse un juicio acerca del desempeño futuro de la compañía target (Dapena Fernandez, 2014).

1.2 ARMADO DE LOS FLUJOS DE FONDOS ESTIMADOS

1.2.1 Identificación de los niveles de medición

En mercados de capital que funcionen correctamente, el valor de mercado de una empresa es igual al valor actual de todos los activos- tangibles e intangibles- poseídos por esa empresa (Brealey, Myers, & Allen, 2006). De esta manera, se puede inferir que el valor de mercado de la empresa, es igual a la suma del valor actual de la deuda y del capital ($V = E + D$)⁴.

No es frecuente que los estudiosos de las finanzas de empresas indiquen expresamente el nivel de medición al que se refieren; ello produce en muchos casos confusiones e interpretaciones incorrectas. Resulta por ende adecuado, plantear el tema e indicar los tres niveles de medición del rendimiento:

- a- Nivel del capital total invertido (propio mas deudas).
- b- Nivel del capital propio invertido (propio).
- c- Nivel del valor realizable de la inversión.

El primer nivel (a), se denomina “nivel económico” y mide el rendimiento total de la empresa, independientemente de cómo esta sea financiada. El segundo nivel (b), se denomina “nivel financiero” y mide el rendimiento del capital de los

⁴ Siendo “V” el valor de la empresa, “D” el valor de la deuda y “E” el valor del capital.

accionistas de la empresa, reflejando el efecto que produce el endeudamiento (Macario & Macario, 1998).

En el presente trabajo de aplicación, el objetivo primordial se centra en poder establecer una valuación de mercado del capital, y no así del total de la empresa, lo que implicaría un trabajo de valuación adicional sobre la deuda de la misma. De esta manera, se trabajará sobre el nivel del capital propio (nivel financiero), luego del pago de las obligaciones de la deuda, descontando los flujos de fondos con la tasa de costo del capital propio (la tasa de rendimiento requerida por los inversores).

Flujos de fondos financieros (FFNf): es el flujo para los accionistas después de pagar todos los gastos, impuestos, obligaciones e intereses. De esta manera, al flujo de fondos generado a nivel económico, se le imputan los intereses, el ahorro impositivo por intereses y las amortizaciones de deuda (Macario A., Macario G., 1988):

FFNf: FFNe- I (1-t)-AD

Siendo FFNf: flujo de fondo financiero, FFNe: flujo de fondo económico, (1-t): ahorro impositivo, I: intereses y AD: amortización de la deuda

1.2.2 Los Flujos de Fondos

En esta etapa se deben definir los flujos de fondos proyectados de la firma a partir de los estados contables proyectados. Es un proceso que resulta del estudio integral de la performance histórica de la empresa a través de la información contable histórica de la misma. De esta forma, el evaluador puede inferir sobre aspectos como la salud financiera de la empresa, su nivel de apalancamiento y el rendimiento sobre sus activos. Si bien los datos históricos no predicen el futuro, el comprender lo acontecido en el pasado y la situación presente permiten estimar con mayor sentido crítico lo que sucederá en el futuro.

Inicialmente es necesario determinar la estructura global de la empresa que se va a proyectar. Lo más común es a través de la demanda, primeramente

proyectando las ventas en base a los datos históricos, luego se descuentan los egresos y se obtienen los flujos de fondos.

Es importante hacer un análisis de la posibilidad de que se generen diferentes situaciones en el futuro para la empresa en base a determinadas circunstancias y suposiciones en las proyecciones, como por ejemplo la entrada de nuevos productos. Esto dará lugar a la confección de diferentes escenarios que deberán ser evaluados en forma independiente y en cada caso resulta esencial realizar un análisis de sensibilidad para ver cómo la modificación de variables afecta al valor de la empresa. Un criterio final para calcular el valor final de la empresa podría ser el promedio ponderado de los valores obtenidos en los escenarios proyectados.

Determinada la estructura de la empresa y la posibilidad de la aparición de diferentes escenarios en su futuro, el trabajo continúa con la proyección de cada variable interviniente. Aquí es necesario considerar la inflación esperada en cada período a proyectar.

1.2.3 La determinación de la Vida útil de la Empresa

El horizonte de proyección, es otro de los aspectos en donde la incertidumbre y la subjetividad están presentes; resulta fundamental conocer durante cuántos períodos la inversión generará flujos de fondos positivos.

Al momento de definir el horizonte de evaluación, desprenderán 2 períodos a analizar: el período de proyecciones explícitas, y la consecuente vida restante de la empresa donde se requiere un análisis en base a una fórmula de interés continuo. La determinación de la amplitud de la proyección está relacionada al grado de detalle con el que debe realizarse la estimación, ya que para el primer período se realiza una proyección por memorizada de los flujos de fondos, y para el segundo período se realizan estimaciones generalizadas en donde se calcula el **valor terminal** al final del horizonte de evaluación, que representa el valor de todos los flujos de fondos posteriores.

Existen varias alternativas de estimar el valor terminal de una empresa, para el presente trabajo interesa desarrollar el concepto de perpetuidad como una renta

anual que dura para siempre. Aquí se desprenden dos posibilidades de estimación, por un lado contemplar la estabilización de los flujos de fondos calculando así una renta perpetua al final del horizonte de evaluación, a lo que se denomina perpetuidad sin crecimiento calculándose el valor terminal al final del horizonte de evaluación con la siguiente fórmula:

$$VA = \frac{FFN}{K_o}$$

Siendo FFN: flujo de fondo estabilizado en el período de extensión y K_o : la tasa de costo del capital para los accionistas.

Si adicionalmente, se supone una estabilización de los flujos de fondos positivos conjuntamente con una tasa constante de crecimiento de éstos, ésta última se coloca en el denominador de la fórmula anterior restando la tasa K_o .

$$VA = \frac{FFNg}{K_o - g}$$

Siendo FFNg: flujo de fondo que crece a la tasa “g” en el período de extensión, K_o : la tasa de costo del capital para los accionistas y “g” la tasa de crecimiento.

Según (Higgins, 2004) los valores terminales de las empresas en crecimiento fácilmente pueden superar el 60% del valor llave de las mismas, por lo que la selección adecuada del horizonte de evaluación y el valor terminal son cruciales para el éxito de la aplicación del método de flujos de fondos descontados en la valoración de empresas. Así, el autor expresa que la mayoría de las estimaciones de valor terminal suponen implícitamente que la empresa es un negocio a perpetuidad, maduro y de crecimiento lento o sin crecimiento a partir de un período , por lo que es importante extender el horizonte de evaluación hasta un futuro suficientemente lejano como para que éste supuesto se pueda aplicar.

1.3 ESTIMACIÓN DE LA TASA DE COSTO DE CAPITAL PROPIO

La tasa de costo de capital propio, también llamada tasa de descuento o rendimiento esperado, es el rendimiento que los accionistas de la empresa esperan o exigen por el capital accionario de la empresa. Representa el costo de oportunidad que éstos enfrentan invirtiendo en acciones de una determinada empresa, en detrimento de otros activos de riesgo comparable. En definitiva, es la tasa que representa el rendimiento exigido por los propietarios del capital.

Estimar el costo del capital resulta un desafío considerable, en particular para el capital propio, donde no existe un valor de mercado consensuado (Pereiro & Galli, 2000).

Según lo expresado en los anteriores párrafos, ésta tasa es la que resulta necesaria para descontar los flujos a nivel financiero.

Dentro de la Teoría de Finanzas Corporativas existen varios modelos desarrollados para estimar la tasa de costo de capital, siendo el de más difundido en Capital Asset Pricing Model (CAPM) o “Modelo de Valuación de Activos de Capital” que se desarrollará a continuación.

1.3.1 Modelo de Valuación de Activos de capital (CAPM)

De acuerdo a la teoría financiera moderna, el costo del capital de una inversión es el reflejo del riesgo directo de esta última (Pereiro & Galli, 2000).

El MEDAF⁵ (Modelo de Equilibrio de Activos Financieros) o CAPM (Capital Asset Pricing Model), es la respuesta a la determinación de la tasa de costo de capital para los inversores. Dicho modelo fue introducido por los economistas Willam Sharpe, John Lintner y Jack Traynor y está basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Portafolio. Esta teoría desarrollada a mediados de la década del setenta propone un modelo de primas de riesgo apilables, de forma que el inversor obtenga un rendimiento que compense el riesgo propio del activo en la medida que este comprendido dentro

⁵ En adelante se utilizará MEDAF, para referenciar al modelo citado.

de una cartera bien diversificada, permitiendo estimar el costo del capital propio según la ecuación:

$$K = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \square$$

Donde “ R_f ” es la **tasa libre de riesgo**, “ R_m ” el rendimiento o retorno promedio del mercado accionario, “ β ” la sensibilidad de los retornos de la acción a los movimientos del mercado accionario en su conjunto, $(R_m - R_f)$ es la **prima de riesgo** de mercado. El término central de la ecuación representa el riesgo sistemático de la acción en cuestión y \square el **riesgo no sistemático**.

El CAPM consiste actualmente en el modelo más popular usado para capturar la práctica del riesgo empresarial por aquellos que deciden inversiones, dado que en primer lugar brinda una mecánica muy valiosa para estimar la percepción de riesgo que otros actores informados tienen sobre un negocio determinado, y por otro lado, a pesar de poseer algunas desventajas de análisis, éstas pueden paliarse parcialmente con modificaciones apropiadas. Entre varias desventajas estudiadas por los autores (Pereiro & Galli, 2000) sobre el modelo CAPM, principalmente denotan la falta de cancelación del riesgo no sistemático en el efecto de diversificación cuando la bolsa opera en una economía real. Por esto, los autores han desarrollado un modelo que contemple estos desequilibrios, que será presentado más adelante.

1.3.2 Cálculo de Riesgo Sistemático

Coefficiente de sensibilidad beta (β). Mide cómo reacciona una acción a las variaciones en una cartera de mercado. Es una medida de sensibilidad que expresa cuanto varía porcentualmente un valor cuando varía en 1% el mercado.

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Siendo σ_{im} la covarianza entre la rentabilidad de la acción y la rentabilidad del mercado, y σ_m^2 la varianza de la rentabilidad del mercado.

Si beta es igual a 0 el rendimiento del valor es igual al de la tasa libre de riesgo, ya que variaciones en el rendimiento de mercado no producen variaciones en el valor con tasa libre de riesgo. Si beta es igual a 1 el rendimiento del valor es igual

al rendimiento de mercado, porque cambios en el rendimiento del mercado tienen la misma variación en la beta del valor.

Los autores⁶ proponen métodos para la estimación del beta cuando se trata de empresas que no cotizan en bolsa, utilizando empresas comparables que sí coticen. En tal caso, proponen elegir una empresa comparable, obtener su coeficiente beta apalancado, desapalancarlo utilizando el ratio deuda/capital de la comparable y determinar el beta re apalancado de la empresa con el ratio propio. También se puede realizar el mismo procedimiento con empresas del sector para obtener un coeficiente beta sectorial a través del cálculo de la mediana del sector o del promedio ponderado por la capitalización bursátil de las empresas consideradas⁷.

En caso de que no existan empresas comparables que coticen en bolsa, el coeficiente beta se puede obtener de datos contables haciendo una regresión entre los resultados de la compañía y el rendimiento del mercado.

Tasa libre de riesgo (Rf). Es la renta mínima que brinda una inversión “segura”, por ejemplo, un bono emitido por un país de economía sólida como los EE.UU. Existe más de una alternativa de tasa a elegir, lo que plantea una disyuntiva metodológica. (Damodaran, 1996) presenta 3 alternativas posible utilizando los certificados de tesorería norteamericanos: 1) Tasa de bonos de corto plazo (T-Bills); 2) En base la tasa de corto plazo, construir tasas a futuro a partir del horizonte de análisis (forward rates); 3) Tasa de bonos de largo plazo (T-bonds), siendo esta última la más utilizada como referencia.

Prima de riesgo de mercado (Rm-Rf). Siendo el rendimiento promedio del mercado accionario, la prima de riesgo de un activo individual es una función de la contribución de éste al riesgo del portafolio. Así, la prima de riesgo es el valor adicional que espera un inversor como consecuencia de exponerse al riesgo.

La prima de riesgo varía de modo muy sustancial cuando se calcula para períodos de diferente longitud. Generalmente se toma la diferencia histórica del total del

⁶ Pereiro, Luis E. y Galli, María.

⁷ Si se utiliza una empresa en la determinación del beta, el criterio aplicado es el de “máxima aproximación singular” y si se utiliza un sector, el criterio es el de “máxima aproximación sectorial”.

rendimiento promedio anual de las acciones comunes del mercado norteamericano y el rendimiento promedio anual de los certificados de tesorería norteamericanos para el mismo lapso de tiempo.

1.3.3 Riesgo No Sistemático

La teoría de valuación de activos financieros sostiene que en la estimación del rendimiento exigido del capital sólo debe tenerse en cuenta el riesgo sistemático propio de los mercados, dado que el riesgo asistemático o propio de la inversión particular puede reducirse fuertemente mediante la diversificación de la cartera de inversiones

El MEDAF, está basado en los siguientes supuestos:

-Los individuos son adversos al riesgo y maximizan la utilidad de su riqueza en el próximo período. Es un modelo de dos períodos.

-Los individuos no pueden afectar los precios, y tienen expectativas homogéneas respecto a las varianzas-covarianzas y a los retornos esperados de los activos.

-El retorno de los activos se distribuye de manera normal. Explicando el retorno con la esperanza, y el riesgo con la desviación estándar.

-Existe un activo libre de riesgo, al cual los individuos pueden prestar y/o endeudarse en cantidades ilimitadas. El mercado de activos es perfecto. La información es gratis y está disponible en forma instantánea para todos los individuos.

-La oferta de activos está fija.

Las consideraciones y ajustes para el cálculo de la tasa en economías emergentes

El MEDAF, a pesar de su popularidad en el mundo de las finanzas posee numerosos e importantes problemas, los cuales se detallan a continuación (Pereiro & Galli, 2000):

- No considera el “riesgo hacia abajo” o “Downside Risk” en el análisis. Los inversores conciben al riesgo como el fracaso en obtener la meta, más que como

la dispersión de los resultados obtenidos; el tamaño y probabilidad de la pérdida son más relevantes en la percepción del riesgo que la varianza del resultado.

- El MEDAF argumenta que el mercado solo retribuye el riesgo sistemático dado que el riesgo no sistemático puede eliminarse totalmente mediante la diversificación de la cartera. Sin embargo, el concepto de diversificación es de utilidad debatible en el caso de inversiones reales, ya que no se encuentran allí inversores comprando y vendiendo acciones sino empresarios negociando activos tangibles o intangibles relacionados con la actividad a desarrollar. Por ello, sostienen que el modelo clásico no está diseñado para capturar el riesgo no sistemático de una acción única y no puede detectar las singularidades de una empresa en particular. En el mundo de los activos reales, sea por causa de una diversificación imperfecta, o imposible (caso del activo único), el riesgo no sistemático es un componente importante que debe ser tenido en cuenta a la hora de determinar el costo del capital propio de una empresa.

- El practicante argentino que intenta determinar la tasa, se enfrenta a dificultades del contexto. En primer lugar, la economía local posee una baja capitalización bursátil. En segundo lugar, la alta volatilidad del mercado emergente nacional, altera el concepto y la medición del riesgo respecto al modelo teórico propuesto por las finanzas corporativas de países desarrollados.

1.3.3.1 EL METODO DE PRIMAS Y AJUSTES APILABLES

Según lo desarrollado en los párrafos precedentes, resulta necesario establecer un método basado en el CAPM, con la inclusión de las mejoras apropiadas que permitan obtener una combinación equilibrada entre los últimos adelantos conceptuales del campo académico, y las necesidades reales de los analistas financieros de mercados emergentes. Los autores Luis E. Pereiro y María Galli, en su obra “La determinación del costo del capital en la valuación de empresas de capital cerrado”, año 2000, proponen un “Método de Primas y Ajustes Apilables” (MPAA)⁸, a través del cual intentan:

⁸ En adelante se utilizarán las siglas MPAA, para referenciar al mencionado método.

- Considerar y calcular el riesgo asistemático en la valuación de las empresas de capital privado.
- Proveer sugerencias para resolver problemas metodológicos que entraña la operacionalización del MPAA.
- Realizar ajustes para mostrar el “Dowside Risk”.
- Proveer una guía de operación para la Argentina.

El MPAA es en esencia el CAPM modificado, y se estructura en dos fases:

- En una primera etapa, se calcula el valor del capital utilizando el DCF, con una tasa de descuento que se construye a través del apilamiento de primas.
- En una segunda etapa, se ajusta- hacia arriba o hacia abajo- el valor obtenido en la primera etapa a través de ajustes por riesgo no sistémico no contemplados en la teoría financiera clásica.

CONSIDERACIONES ESPECÍFICAS EN LA ETAPA 1 DEL MPAA

Respecto a la tasa libre de riesgo (R_f) de la ecuación básica del CAPM, se debe tener en cuenta que cualquier inversor que desee invertir en Argentina, entiende que el país es más riesgoso que un país desarrollado. El riesgo soberano, es una prima adicional que debe adicionarse a la tasa libre de riesgo norteamericana.

La tasa de riesgo de default, permite corregir el rendimiento de un bono nacional en caso de que esté garantizado y debe ser también tenida en cuenta.

La sumatoria de la prima por riesgo soberano y del riesgo de default constituye la prima de riesgo país⁹.

Finalmente, la tasa libre de riesgo Argentina (R_{fl}) es igual a la suma de tres primas: la tasa libre de riesgo americana, la prima por riesgo soberano y la prima por riesgo de default.

Otra opción para la Argentina es tomar como tasa libre de riesgo la tasa de las letras del Banco Central.

⁹ El Riesgo País, es la diferencia que existe entre el rendimiento de un título público emitido por el gobierno nacional y un título de características similares emitido por el tesoro de los EE.UU.

CONSIDERACIONES ESPECÍFICAS EN LA ETAPA 2 DEL MPAA

En esta etapa, se realizan los ajustes por riesgo asistemáticos no captados por el método CAPM; este factor de ajuste, puede elevar o disminuir la tasa obtenida en el primer paso.

Los tres componentes del riesgo no sistemático son:

El efecto tamaño de la empresa: el ajuste denota la vulnerabilidad que tiene una empresa pequeña respecto de una grande que suele estar mejor posicionada para enfrentar épocas difíciles. El riesgo de las pequeñas es mayor que el de las grandes.

El efecto minoritariedad en la tenencia accionaria: una porción accionaria controlante es menos riesgosa que una porción minoritaria, puesto que conlleva privilegios de control y reestructuración que la segunda no posee.

El efecto iliquidez: las empresas que cotizan en bolsa son más líquidas que las de capital cerrado en el sentido que sus acciones pueden ser rápidamente negociadas en la bolsa. De esta manera, al invertir en empresas de capital cerrado, el inversor queda sujeto a una traba durante un lapso considerable de tiempo; este efecto por iliquidez agrega un componente de riesgo que debe ser contemplado.

Los ajustes derivados de los efectos tamaño, tenencia e iliquidez, deben ser combinados en una cifra única y el analista debe determinar qué descuentos o incrementos se aplican en su caso individual. El coeficiente de ajuste determinado a través de estos tres efectos, se aplica sobre el valor de capital de la compañía obtenido mediante el CAPM desarrollado en la primera etapa.

CONSIDERACIONES INTEGRALES DEL MPAA

Para concluir, es necesario remarcar la manera en que el MPAA intenta constituirse en una metodología que permita al analista financiero contar con una herramienta de valuación acorde a las características de Argentina, con un mercado bursátil diferente al de las bolsas de países desarrollados y con empresas que en su gran mayoría son de capital cerrado.

Bajo esta línea, la primera etapa del método implica la determinación del riesgo sistemático, y la segunda etapa el reconocimiento del factor asistemático, muy importante en países como la Argentina. De esta manera, se expresan a continuación las fórmulas representativas del MPPA:

Riesgo sistemático:

$$Re: Rfl + \beta * (rml - rfl)$$

Siendo Re: tasa rentabilidad demandada por accionista, Rfl: tasa libre de riesgo local y Rml: rentabilidad del mercado accionario local.

Riesgo no sistemático:

$$AJ: (1 - Ata) * (1 + Ate) * (1 - Ai)$$

Siendo AJ: coeficiente de ajuste final, Ata: ajuste por tenencia accionaria, Ate: ajuste por tamaño y Ai: ajuste por iliquidez.

Valor del capital de la compañía:

$$VALOR ACTUAL: VA (CAPM) * AJ$$

Siendo VA (CAPM): valor actual obtenido mediante el descuento de los flujos de fondos proyectados con la tasa Re obtenida con el CAPM local y AJ: el coeficiente de ajuste final.

1.4 VALUACIÓN DEL CAPITAL DE LA EMPRESA

Una vez confeccionados los flujos de fondos estimados, el valor terminal al final del horizonte de evaluación determinado y estimado el costo de capital propio de la empresa, se procede a valorar el capital de la misma mediante la actualización de los flujos de fondo y el valor terminal con la tasa de rendimiento exigida.

2. PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA Y SU ENTORNO

2.1 Reseña Histórica

Amoblamientos Argentinos SRL nace en 1992 como empresa unipersonal de la mano de sus fundadores José Luis y María Teresa. El domicilio legal de la empresa se establece en calle 9 de Julio N° 841, de la localidad de Villa del Rosario, provincia de Córdoba.

En sus comienzos Amoblamientos Argentinos SRL se inició, fabricando reposeras de caño para la temporada de verano que se avecinaba, esto le permitió incursionar en el rubro metalúrgico y de esta manera, logró sus primeros clientes y proveedores.

Más tarde, alrededor del año 1994 y en búsqueda de equilibrar el carácter estacional de su producción, incorporó a sus productos fabricados, mobiliario escolar y también sillas y sillones de oficina, logrando de esta manera estabilizar la actividad a lo largo de todo el año. Esto le permitió ir acelerando y consolidando su proceso de crecimiento.

Alrededor del año 2003 y junto con la expansión de la economía argentina (post crisis), Amoblamientos Argentinos SRL empieza a notar inconvenientes para seguir creciendo. En sus comienzos la planta fué instalada en el centro de la ciudad, en un galpón que pertenecía a la familia. Con el correr de los años el espacio disponible fue quedando chico y comenzó a alquilar inmuebles cercanos a su planta principal. A fines del 2005 estaba funcionando en 6 edificios separados y el transito permanente de mercadería y los movimientos ordinarios propios del negocio hacían imposible seguir por mucho tiempo más funcionando en estas condiciones.

En año 2007 Amoblamientos Argentinos SRL, termina la construcción de una nueva planta, ubicada en el Parque Industrial, de la misma localidad y el proceso de mudanza concluye a fines de ese mismo año. Ya en la nueva planta y con el

asesoramiento de personal idóneo en el tema, empieza a generar grandes cambios en el sistema productivo, lo que le permite aumentar su eficiencia, acrecentar de manera considerable la productividad y retomar el crecimiento, esta vez de manera más organizada.

De allí en más la permanente actualización de la línea de productos, la inversión, el desarrollo tecnológico, la modernización de la planta, la capacitación al personal y la expansión geográfica son las claves de la gestión la empresa.

En los últimos años y con la incorporación de una nueva generación (hijos de los dueños/fundadores) a la administración de la empresa, se decidió realizar un cambio en la estructura legal de la firma. Se convirtió en una empresa de responsabilidad limitada SRL. Actualmente la Amoblamientos Argentinos SRL continúa con su normal funcionamiento en su nuevo inmueble, con más de 20 años de trayectoria en su actividad y se está analizando desde el grupo societario la apertura del capital a terceros posibles interesados.

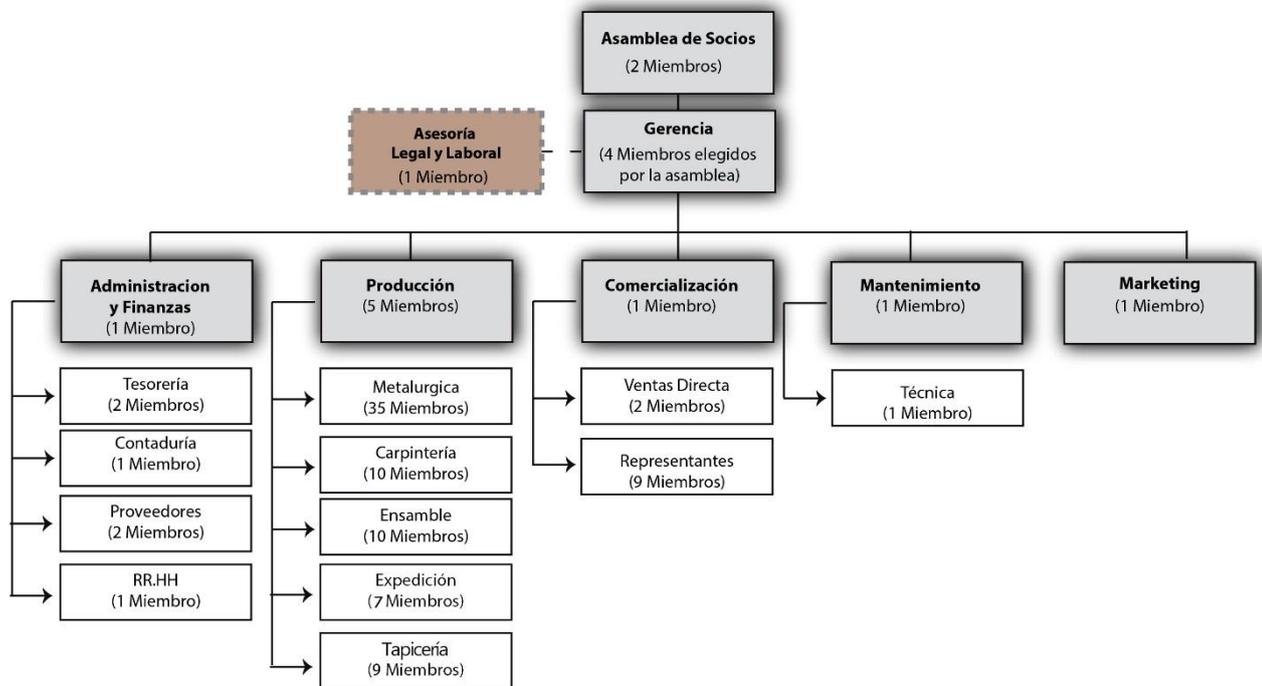
2.2 Estructura Orgánica

La empresa Amoblamientos Argentinos SRL posee 2 socios gerentes. Ellos junto a otros dos miembros, elegido por tales socios, forman la Gerencia de la empresa. De la Gerencia dependen los 94 empleados en relación de dependencia.

La Asamblea de Socios ejecuta las decisiones de elegir a los miembros de la Gerencia, aprobar la gestión del Gerencia, aprobar los honorarios de los Gerentes y aprobar los dividendos. Dos de los miembros de la Gerencia son los socios/fundadores y entre ellos eligen a los otros dos miembros de la Gerencia. Existe 1 asesor que trabaja con la Gerencia en materia legal y laboral. Finalmente existen 9 encargados de los distintas areas de la empresa de quienes dependen todas las actividades operativas y el personal. Por ser Amoblamientos Argentinos SRL una empresa pequeña, algunos de los miembros de la gerencia, también ejecutan funciones como encargados de algunas áreas.

A continuación se presenta el organigrama de la empresa.

Gráfico 2.1 Organigrama de Amoblamentos Argentinos SRL



Fuente: Elaborado por el autor, en base a información de la empresa.

2.3 Estructura Industrial

Como se mencionó al comienzo de este trabajo, Amoblamentos Argentinos SRL, es una empresa puramente familiar y tiene todas las características de una Pequeña y/o Mediana Empresa argentina (Pyme).

Su estructura industrial, está distribuida en 5 sectores productivos:

SECTOR METALÚRGICA

Este es el sector más grande de la empresa, cuenta con 35 empleados en relación de dependencia, más el encargado o jefe de producción. En este sector se procesan todas las estructuras metálicas que componen los distintos productos de la empresa. A su vez a este sector lo podemos ordenar de la siguiente manera:

Área de Corte: En esta área es donde ingresa la materia prima principal del sector (Tubos de acero de distintas medidas y espesores). Aquí es donde comienza el proceso productivo del sector, donde se hace el primer agregado de valor al producto. A través de 3 grandes seccionadoras, se realizan los distintos programas de corte de los tubos, que luego serán provistos a la siguiente área.

Área de Doblado: Aquí ingresa, el material seccionado, a cualquiera de las 4 dobladoras de tubos, y se ejecutan los distintos programas de doblado. Muchas de las piezas que salen de este sector, pasan directamente los box de soldadura y otras piezas, son enviadas al sector de balancines, en donde se les realiza otro proceso, según la pieza.

Área de Balancines: En esta área confluyen las piezas que deben ser perforadas o conformadas con alguna matriz de balancinado. El material procesado de esta área, se junta con el resto de los componentes doblados y toda esta materia prima semielaborada, está lista para ser soldada, conformando los distintos productos de la empresa.

Box de Soldadura: El sector cuenta con 16 boxes de soldadura. En estos espacios, se realiza el armado metalúrgico de los distintos productos. A ellos, llegan todas las piezas previamente procesadas, para ser soldadas en dispositivos dispuestos a tal fin, de manera, que la estructura metálica, quedará lista, luego de ser controlada, para pasar al área de pintado. Aquí es donde se necesita, el personal más calificado y en donde sale el producto final del sector.

Sub-Área de Pintado: Aquí llegan todas las estructuras metálicas, ya conformadas que son colgadas en una cadena transportadora, que trasladará las piezas a través de cuatro diferente procesos:

Lavado/Desengrasado/Fosfatizado: A través de un Túnel de Lavado, se le aplican distintos componentes químicos, que le aportarán a las piezas un tratamiento anticorrosivo y las dejarán condiciones de recibir la pintura.

Secado: Como las piezas salen con distintos grados de humedad del paso anterior, la cadena, transportará las piezas a través del Tunel de Secado, que con aire caliente, secará los restos de agua que todavía permanecen.

Cabina de Pintura: Aquí las piezas toman el color solicitado. Se le aplica una capa de pintura electroestática (Expoxi), que se adhiere al metal por atracción molecular.

Horno de Curado: La pintura electroestática necesita un proceso de curado de 20 min, a una temperatura que varía entre 180 y 220 gr C. El horno, tiene 20 metros de longitud, y las piezas circulan dentro de él, el tiempo necesario, para generar el correcto curado.

Las distintas piezas metálicas que salen de este sector, abastecen al Sector Ensamble.

SECTOR CARPINTERÍA

El sector cuenta con 10 empleados en relación de dependencia, más el encargado del sector.

Aquí, es en donde se elaboran los distintos componentes de madera de los productos. Se fabrican los cascos internos de los sillones ejecutivos, las tapas de las mesas, asientos y respaldos de los amoblamientos escolares, componentes de los apoyabrazos, etc.

La materia prima del sector, es terciado de pino o guatambú de 3mm de espesor, hojas de MDF, lamidos plásticos de distintos colores, y madera dura denominada fenólico de 15 y 18 mm de espesor.

El proceso, se dispone de la siguiente manera:

Corte: En primer lugar, la materia prima, pasa por las escuadradoras o, área de corte, donde se seccionan según las medidas especificadas.

El sector, cuenta con un pantógrafo de control numérico, en donde se cortan las piezas de mayor complejidad.

Laminado: se procede a adherirle el laminado plástico en la superficie de la madera, de manera de otorgarle el color deseado. Este proceso, se realiza en dos prensas, que a través de transferencia de calor, le otorgan la fijación definitiva.

Copiador o Rotador Fresado: Las piezas ya cortadas y laminadas, pasan por un copiador de forma, en donde se fresan los bordes, otorgándole el conformado definitivo al producto.

Lijado: Para aportarle un acabado suave, se realiza un lijado superficial.

Cabina de Pintura y Horneado: Algunas piezas deben llevar un acabado en color (laqueado) o simplemente un sellado en la parte de inferior de las diferentes tapas. En esta área, se le imprime los distintos colores y luego horneadas de manera de fijar finalmente la pintura o sellador correspondiente.

Las piezas elaboradas en el Sector Carpintería, forman parte de los componentes del Sector Ensamble, entonces, son trasladados hacia aquél sector.

SECTOR TAPICERÍA

Este sector, cuenta con 9 empleados en relación de dependencia, más el jefe del sector.

Aquí, ingresan componentes plásticos, que luego de adherirle, la goma espuma, previamente seccionada según la especificación de la pieza a tapizar, se le aporta la tela cortada a la medida, de manera de conformar, otro componente para el Sector de Ensamble.

Aquí se procesa, la goma espuma necesaria para el tapizado y los diferentes tipos de costuras de los sillones.

Algunos modelos de tapizados, requieren de los productos semielaborados de los sectores carpintería y/o metalúrgica, que deben ser provistos, previamente.

SECTOR ENSAMBLE

Este sector, es el cliente de los otros 3 sectores de la empresa. Aquí confluyen todos los productos semielaborados necesarios para el ensamble final del producto.

Cuenta con 10 empleados, más el encargado del sector. Aquí es donde finaliza el proceso productivo, ya que los productos salen embalados y son destinados al Sector Expedición.

SECTOR EXPEDICIÓN

Cuenta con 7 empleados más el encargado del sector y la principal actividad, es la carga de los camiones y expedición final, de manera de realizar la entrega de los productos a los clientes.

Este sector se encarga también de la recepción de la materia prima de la empresa y es la encargada de abastecer a los distintos sectores.

Es el último punto de control de la mercadería, antes de ser despachada.

2.4 Actividad Industrial

La principal actividad industrial de la empresa, puede dividirse en 3 grandes rubros:

- 1) Línea Oficina (Sillas , Sillones y Muebles de Oficina)
- 2) Línea Escolar (Amoblamientos Escolares)
- 3) Línea Hogar (Sillas y Mesas para el Hogar)

Esta actividad representa por encima del 90% de los ingresos de la empresa¹⁰. La línea Hogar es la única que se comercializa exclusivamente a través de los distribuidores que la empresa tiene en todo el país (Venta Mayorista). Tanto la Línea Escolar como la Línea Oficina se divide en dos canales de comercialización diferenciados: Venta Mayorista (a través de los clientes/distribuidores) y Venta Minorista (exclusivamente a través de Licitaciones Públicas y Privadas). Este último canal ha ido ganando cada vez más participación en los últimos años.

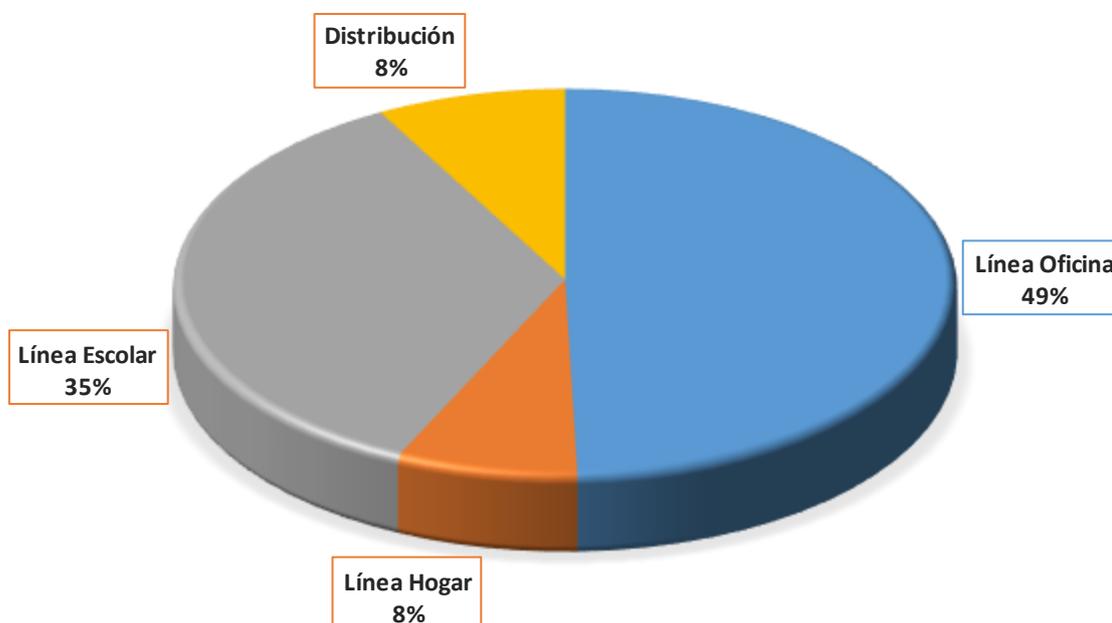
Dentro de la Línea Oficina, Amoblamientos Argentinos SRL distribuye también productos que nos son de fabricación propia (los Muebles de Oficina). Estos productos son comercializados por la empresa a través de acuerdos comerciales con los fabricantes. Estos fabricantes/proveedores, son a su vez

¹⁰ De acuerdo al último estado de resultados presentado por la empresa (2014).

clientes/distribuidores de los productos fabricados por Amoblamientos Argentinos SRL (Sillas y Sillones de Oficina), de tal manera que el acuerdo comercial, funciona como un Canje de Mercadería.

Finalmente el último camino de ingresos con ganancias moderadas para la empresa, es la distribución de los productos comercializados. Es una política establecida por la Gerencia, que dicha distribución, sea un servicio de buena calidad y bajo precio, de manera de aumentar las Ventas Mayoristas.

Gráfico 2.2 Origen de los Ingresos de Amoblamientos Argentinos SRL



Fuente: Elaboración propia, en base a registros contables emitidos por Amoblamientos Argentinos SRL.

Se adjuntan en el Anexo 1, imágenes referenciales de cada tipo de producto elaborado por Amoblamientos Argentinos SRL.

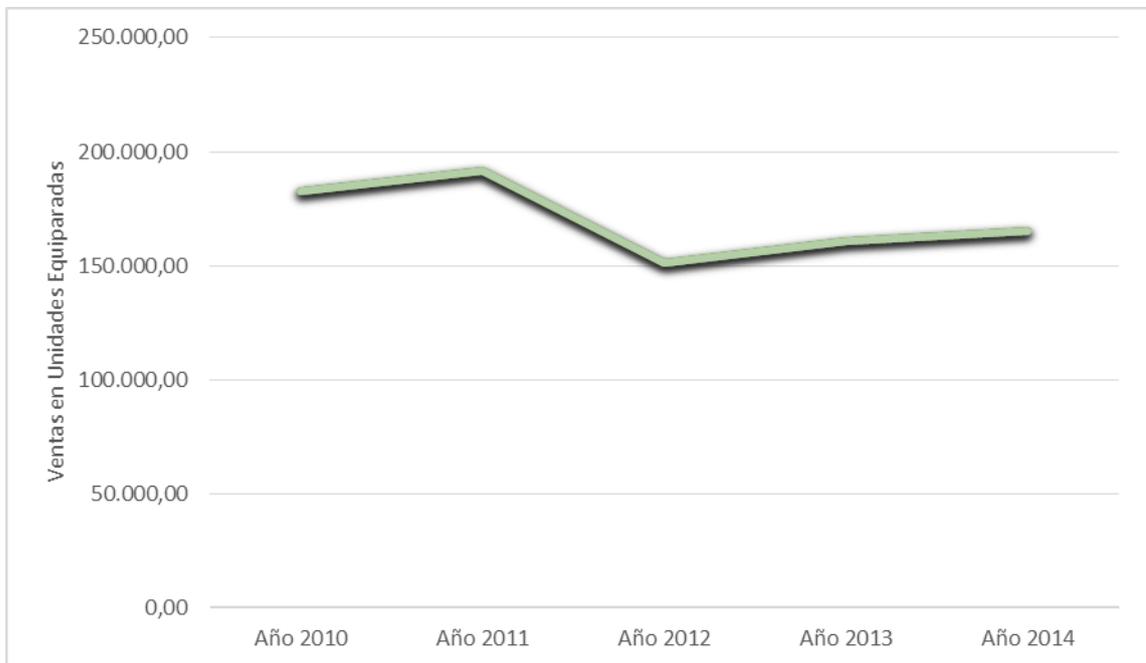
2.5 Evolución histórica de las ventas de Amoblamientos Argentinos SRL en los últimos años

Como analizaremos a continuación, la recesión que atravesó el mundo en el período (2008/2014) impactó fuertemente en la Argentina. A raíz de esto, Amoblamientos Argentinos SRL, decidió cambiar su estrategia comercial, y

comenzó a analizar nuevos nichos de mercado. Así es como a mediados de 2011, se introdujo en el mercado de las Licitaciones Públicas

A continuación se presenta la evolución de las ventas globales de la empresa en los últimos 5 años. Los valores están expresados en unidades equiparadas por año. Amoblamientos Argentinos SRL ha establecido hace varios años como Unidad Equiparada, un producto de referencia, de manera “indexar” los valores expresados en pesos (\$) a lo largo de los años.

Gráfico 2.3 Evolución de las Ventas de Amoblamientos Argentinos SRL expresadas en Unidades Equiparadas



Fuente: Elaboración propia en base a registros de contables emitidos por Amoblamientos Argentinos SRL.

Este cambio en la estructura de las ventas, le permitió a Amoblamientos Argentinos SRL sobreponerse a la recesión, con moderados resultados en algunos casos (2012/2014), y muy buenos resultados en otros (2011). Cabe destacar que en el año 2012, la fuerte caída en las ventas mayoristas, no pudo ser salvada por la participación en este nuevo nicho de mercado.

2.6 Tendencia de ventas del mercado en los últimos 6 años, hasta diciembre de 2014

La recesión que comenzó en 2009, producto en la crisis financiera mundial desencadenada a fines de Octubre del año 2008 y que se propagó primero a España y luego al resto del mundo (Crisis de las Hipotecas Subprime), tuvo un gran impacto en la Argentina. Este impacto negativo, se trasladó rápidamente a las ventas de la empresa, que hasta ese momento dependía fuertemente de las ventas a sus distribuidores (Ventas Mayoristas), que disminuyeron abruptamente.

Así mismo, el gobierno argentino, aumentó fuertemente el gasto público en el período 2009/2014. Dentro de las partidas presupuestarias gubernamentales, el gasto en infraestructura escolar, se vió incrementado fuertemente, y esto aumentó la demanda de Amoblamientos Escolares a través de Licitaciones Públicas, impulsadas por el Ministerio de Educación de la Nación. La incursión en este mercado, le permitió a Amoblamientos Argentinos SRL, atenuar el impacto en la caída de las Ventas Mayoristas que fueron “reemplazadas” por ventas al estado argentino (Ventas Minoristas)

2.7 Estrategia Operativa

Siendo las ventas de sillas y sillones de oficina y escolares la mayor fuente de ganancia de la empresa, las acciones desde la gerencia se encuentran evocadas casi exclusivamente a la atención de este negocio en particular, dejando al resto de las actividades comerciales en su responsabilidad operativa delegado hacia al personal, con órdenes de cumplir los requisitos de funcionamiento ya preestablecidos.

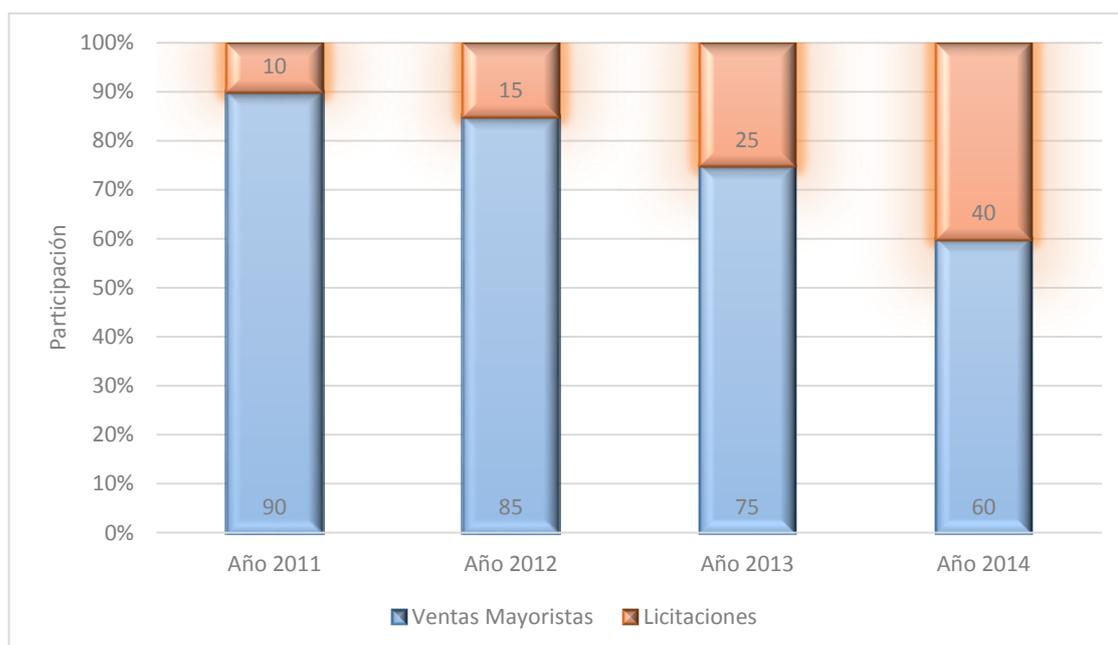
El enfoque hacia las ventas mayoristas, se realiza principalmente en a través de los representantes de la empresa, desplegados en las distintas zonas del país. Para atender este segmento, Amoblamientos Argentinos SRL subcontrató 10 vendedores que trabajan exclusivamente por comisión y operan fuera del lugar físico en donde se encuentra radicada la empresa. Asimismo existe un trato directo con el cliente desde la gerencia, ya que una vez que el cliente comienza a operar, muchas veces el cierre final de las operaciones se concreta con el

personal de ventas de la empresa. y en la mayoría de los casos conociendo a los clientes con anterioridad por los más de 20 años de trayectoria de la empresa. En este caso la principal estrategia de marketing se basa en el trato personal y en la buena atención hacia los clientes.

Por otro lado, la venta a través de Licitaciones Públicas ha ido creciendo en los últimos años. En esta unidad de negocios, los caminos de venta difieren ampliamente de la tradicional venta mayorista. Este segmento, se maneja exclusivamente desde la Gerencia, ya que los procedimientos son muy complejos y las operaciones, son de gran magnitud. Amoblamientos Argentinos SRL, incursionó en este segmento hace pocos años y concretamente en los últimos 2 ha intensificado esta participación llevando a cabo una política muy agresiva en ventas.

La tendencia del mercado creciente en ventas a través de Licitaciones, incentiva a la empresa a la inversión en maquinarias e instalaciones, de manera de ampliar la capacidad instalada, a fin de continuar teniendo y creciendo en la participación en estos mercados.

Gráfico 2.4 Evolución de la composición en las Ventas de Amoblamientos Argentinos SRL (Venta Mayorista/Distribuidores - Venta Minorista/Licitaciones)



Fuente: Elaboración propia en base a información de la empresa.

El gráfico anterior denota el cambio en la composición en las ventas de Amoblamientos Argentinos SRL.

2.8 Segmento de mercado de Amoblamientos Argentinos SRL

El destino principal de las ventas de Amoblamientos Argentinos SRL, se puede ordenar de la siguiente manera:

Tabla 2.1 Segmento de Mercado

Línea Oficina	Empresas de grandes, medianas y pequeñas, dedicadas a la comercialización de amoblamientos de Oficina (Distribuidores)
	Licitaciones Públicas y/o Privadas en Bancos y otros Organismos Públicos y/o Privados.
Línea Escolar	Licitaciones Públicas en el Ministerio de Educación de la Nación y/o de las Provincias y Universidades.
	Empresas de grandes, medianas y pequeñas, dedicadas a la comercialización de amoblamientos Escolares (Distribuidores).
Línea Hogar	Empresas de grandes, medianas y pequeñas, dedicadas a la comercialización de amoblamientos del Hogar (Distribuidores)

Como se mencionó con anterioridad, la empresa analizada opera en todo el territorio de la República, con distribuidores en todas las provincias argentinas.

La región en la cual Amoblamientos Argentinos SRL debe potenciar su penetración, es toda la provincia de Buenos Aires, con mayor énfasis, en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Actualmente es muy fuerte en la capital cordobesa y en las zonas del Litoral y del Norte Argentino.

En los últimos años la gerencia de la empresa, decidió emprender una estrategia comercial agresiva en la provincia de Bs As. Comenzó a participar en Muestras organizadas por las distintas redes de compras. Muchos de los socios de estas

redes o pooles de compras, están localizados en la provincia de Buenos Aires y CABA, objetivo principal de la estrategia comercial lanzada. Esto, trajo muy buenos resultados y los últimos meses, se han logrado fidelizar varios clientes importantes de la zona en cuestión.

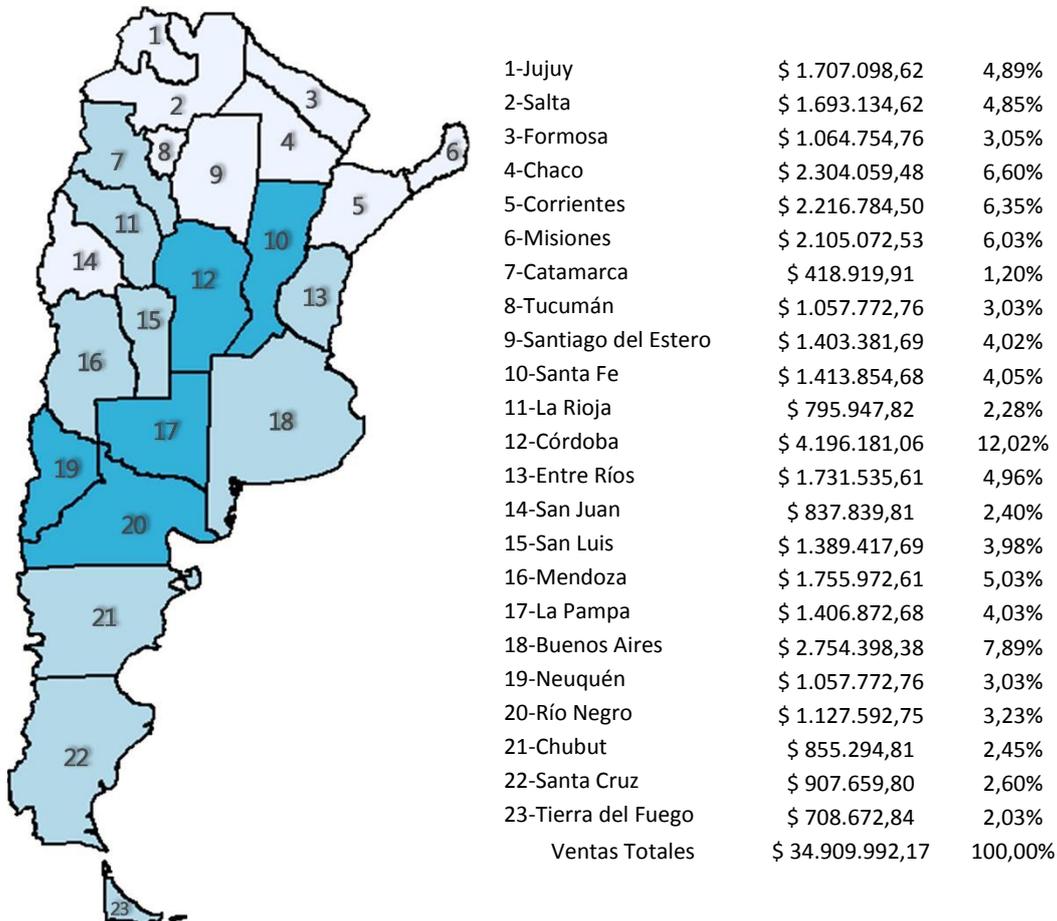
Otra de las zonas en donde se debería poner mayor énfasis, es en la ciudad de Rosario, ya que es la segunda zona en importancia comercial del país. En esta zona, las empresas radicadas en Buenos Aires y que compiten con Amoblamientos Argentinos SRL, tienen una ventaja comparativa, en relación a los costos de transporte.

Así mismo, la empresa cuenta con una flota de 6 camiones propios, para realizar la distribución de sus productos y esto le ha permitido brindar un mejor servicio, ya que se logra disminuir el índice de mercadería devuelta por roturas y también se ha mejorado el tiempo de entrega de los pedidos.

Cabe destacar, que Amoblamientos Argentinos SRL, coloca el 100% de su producción en el mercado argentino y hasta la actualidad, nunca se realizaron operaciones de comercio exterior. Es intención de la gerencia, iniciar relaciones comerciales con países limítrofes en el mediano plazo y para ello, se ha inscripto en un programa de fomento a las exportaciones, a través de la Agencia Pro Córdoba (fomento a las exportaciones).

A continuación, se presenta un informe con el destino principal de las ventas de Amoblamientos Argentinos SRL.

Gráfico 2.5 Presenta las ventas distribuidas por provincia en todo el Territorio Nacional Argentino al 30 de diciembre de 2014



Fuente: Elaboración Propia, en base a registros de la empresa.

2.9 Análisis FODA de Amoblamientos Argentinos SRL

Se realiza un análisis FODA (también conocido como DAFO) de la empresa, a fin de detectar sus fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas y poder planificar una estrategia a futuro. Las fortalezas son todos aquellos elementos internos y positivos que diferencian a la empresa de otra de igual clase, y las debilidades se refieren, por el contrario, a todos aquellos elementos, recursos, habilidades y actitudes que la empresa ya tiene y que constituyen barreras para lograr la buena marcha de la organización. En cuanto a los elementos externos, las oportunidades son aquellos factores positivos que se generan en el entorno y

que, una vez identificados, pueden ser aprovechados, mientras que las amenazas son situaciones negativas, también externas a la empresa, que pueden atentar contra ésta, por lo que llegado al caso, puede ser necesario diseñar una estrategia adecuada para poder sortearlas.

Tabla 2.2 El análisis FODA de la empresa es presentado en forma matricial.

		Fortalezas	Debilidades	
Análisis Interno		Más de 20 años de trayectoria en el rubro, completo know-how de la actividad que realiza.	Es una Pyme ubicada en el interior de la provincia de Córdoba, lejos de los grandes centros de comercialización como Rosario y Buenos Aires.	
		Total conocimiento personal de los consumidores y potenciales consumidores del mercado donde opera.		
		Estructura de capital muy sólida, con buenos índices de liquidez y solvencia, y propietaria de los inmuebles donde opera.		Ineficiencia productiva en algunos sectores de la empresa, en donde la tecnología necesaria para lograr las mejoras, necesita de fuertes inversiones.
		Comercializa una marca reconocida en el rubro, y no otorga exclusividad de venta a ningún cliente.		Conflictos con empleados con mucha antigüedad en la empresa, cuyas indemnizaciones, serían muy elevadas.
		Zonas del país que denota potencial en crecimiento de ventas (Bs As y CABA)		
		Oportunidades	Amenazas	
Análisis Externo		Posibilidad de penetración en el actual mercado con estrategias de marketing, incrementando así el share-market.	Fuerte competencia desde regiones cercanas, con penetración en su mercado por empresas de mayor estructura.	
		Posibilidad de expansión hacia nuevos mercados, utilizando la actual estructura de negocios y los propios recursos.	Inexistencia de ventas fuera de la Argentina.	
		Hace relativamente poco, comenzó a participar en Licitaciones Públicas, obteniendo rápidamente muy buenos resultados, lo que denota potencial de crecimiento.	Empresas proveedoras de Amoblamientos Argentinos SRL, que están integradas hacia adelante	

2.10 ANALISIS DEL ENTORNO

2.10.1 LA INDUSTRIA

Características económicas dominantes:

Radio de influencia: en conjunto, la totalidad de las empresas abastecen a todo el mercado nacional. Sin embargo, las empresas líderes del mercado, con mayor antigüedad y tamaño en el sector, son las que logran colocar sus productos en la mayoría de las zonas del país, dominando las regiones claves del territorio nacional (Buenos Aires, Córdoba, La pampa, Santa Fe y Mendoza)

Las principales empresas que fabrican amoblamientos de Oficina y de Hogar son “Portantino”, “Dakot” y “Simet” y las tres están instaladas en la provincia de Buenos Aires. También son parte de la competencia en este mercado las propias empresas proveedoras de componentes plásticos de Amoblamientos Argentinos SRL, ya que éstas empresas están integradas hacia delante y si bien existe una conducta comercial bastante seria en este sentido, en algunos casos, se dificulta la penetración en el mercado, por tal razón.

Si bien no se cuenta con información cuantificable, en participación de mercado de cada empresa, la gerencia considera, que el mercado está repartido en proporciones similares entre todas las empresas de este mercado, no destacándose ninguna por encima de la otra.

Por otro lado, en el mercado de Amoblamientos Escolares, la competencia es mayor, y las empresas competidoras están localizadas en distintas provincias. Aquí se puede mencionar a Stilnovo SA, que es la empresa de mayor tamaño, y tiene dos plantas industriales, una localizada en la provincia de La Rioja y la otra en Santiago del Estero. También se puede mencionar a Aruba SA, de la provincia de Santa Fé, Tamecas SRL, instalada en la ciudad de Rosario y la empresa Educando SRL, de la provincia de San Luis.

Todas estas empresas, se dedican exclusivamente a fabricar amoblamientos escolares y desde hace mucho tiempo, vienen participando en Licitaciones Públicas en este rubro. Por lo tanto, si bien tampoco hay una base de datos confiable, sobre la participación de cada empresa en este mercado, se puede

inferir, que Amoblamientos Argentinos SRL, en el 2014, sólo accedió al 5% de los montos adjudicados en materia de Mobiliario Escolar, sobre el total de obras licitadas en todo el país.

El factor tecnológico en este ámbito es ampliamente conocido por todos; los avances no son repentinos. Sin embargo, se deben recalcar los recientes avances en la robotización de los procesos, fundamentalmente en lo que respecta a la tarea de la soldadura. Estos nuevos sistemas de soldadura robotizada están siendo adquiridos principalmente por las empresas líderes en el mercado de manera de hacer más eficientes los procesos productivos. Amoblamientos Argentinos SRL, no se ha quedado afuera de esto, y la gerencia ha informado, que se han iniciado las negociaciones para la adquisición de un sistema de tales características.

Adicionalmente, es importante remarcar la presencia en el sector, de cabinas de pinturas con tecnología de la más alta gama, que permite una mayor productividad y mejor calidad de aplicación.

La rentabilidad no es elevada (en el mejor de los casos no supera el 12%); también es cierto que la inversión necesaria es alta, por lo que el ROE y ROA de las empresas no son elevados.

Con respecto a la estructura general de costos de la industria, se puede mencionar que los principales costos fijos y semifijos a cubrir son los de mano de obra y la energía eléctrica y el gas.

Los componentes que representan la mayor parte de los costos variables por unidad son principalmente los tubos de acero, los componentes plásticos, la madera, la goma espuma y las telas.

Es menester remarcar el elevado poder de negociación que poseen los proveedores de chapas y derivados del hierro; este poder, deriva del monopolio que el Grupo Techint ejerce en la industria siderúrgica nacional. Vale la pena subrayar que esta materia prima representa el costo variable más preponderante en las empresas de la industria.

Respecto al poder de los clientes, las empresas grandes como las redes de compras, siempre utilizan su poder de negociación debido a que realizan compras grandes y a que necesitan brindarles beneficios a sus socios. El resto de los clientes, medianos y pequeños, en general no tienen poder de negociación pero al existir competencia inmediata, los precios son similares y los plazos de pago, no superan los 90 días.

La estructura de mercado es un tanto complicada de definir; ésta, es una industria de relanzamientos sucesivos en etapa de madurez; los productos son ampliamente conocidos y la tecnología de fabricación también es identificada por todos los competidores. La industria, se encuentra en una etapa en donde las grandes firmas ya están siendo igualadas en calidad percibida por las empresas medianas y pequeñas; éstas últimas, disminuyen desventajas respecto de las compañías más grandes y antiguas, a través de una alta calidad en sus productos; es decir que el nivel de calidad existente en estos productos en la industria en los aspectos de la fortaleza y durabilidad, se encuentra en un nivel bastante igualado;

Ante esta circunstancia, las grandes firmas- sobre todo en el mercado de las Licitaciones Públicas- tienen ventajas de carácter financiero, ya que las operaciones con el Gobierno, exigen grandes lotes de producción, con plazos de entrega acotados, estrictos controles de calidad y en donde la forma de pago, son generalmente una vez que se termina de entregar el total de la Orden de Compra adjudicada. Por tales motivos, las pequeñas y medianas empresas con limitadas posibilidades de acceder al mercado financiero a tasas de interés aceptables, se encuentran con limitadas participaciones en este mercado.

Son importantes los efectos del aprendizaje y experiencia; esta actividad se caracteriza por requerir ante aumentos en la escala de producción, de una considerable mano de obra, energía y gas; es decir que los saltos en las escalas de costos fijos ante incrementos de la producción, son bastante continuos. Son la experiencia, los efectos aprendizaje y la tecnología los que permiten aumentar la eficiencia.

Factores claves del éxito (FCE):

Calidad en fabricación: el producto debe ser el resultado de una fabricación basada en materiales de gran resistencia y calidad, ya que el usuario del mismo es un consumidor altamente detallista en terminaciones de pintura, cromados y terminaciones de soldadura y acabados sin imperfecciones en materiales como en la tela o en la madera laminada. Cabe destacar, que el consumidor espera que la vida útil del producto sea elevada, por lo tanto el factor “calidad” es esencial en el desarrollo y elaboración del producto terminado.

-Eficiencia y estructura de costos controlados: las empresas establecidas, requieren de eficacia y eficiencia en los métodos de producción para así incrementar los niveles de productividad.

-Experiencia, especialización, conocimientos y habilidades: el conocimiento en este rubro es altamente remunerado sobre todo en materia de soldadura, ya que en ese oficio, hay escasos de personas capacitadas en tal sentido.

La exigencia en personal capacitado y especializado con elevados conocimientos, se debe a que el cliente exige por sobre todo, alta calidad y productos acabados. El conocimiento permite la eficiencia y el ahorro considerable de costos, principalmente en las actividades de corte y doblado, pintura, soldadura y ensamble final del producto.

-Reputación e imagen: el sector requiere de una trayectoria, reconocimiento del producto y de la seriedad de la empresa por parte del cliente.

2.10.2 Breve Análisis de Macroentorno

Aspecto político- económico: la política y las medidas económicas a nivel nacional, representan un factor determinante en el ámbito empresarial. Desde el punto de vista político, cabe señalar la importancia del presente año electoral, a partir del cual se definirán ciertas cuestiones y aspectos propios del partido político que resulte electo; las encuestas señalan que existen 2 posibilidades que

se definirán a último momento. Por un lado está la posibilidad de que el oficialismo gane en primera vuelta, si logra las condiciones necesarias para evitar el Balotage. De no lograr esto, la oposición se encontraría en una segunda vuelta desde una posición más favorable de cara a un eventual desempate. De igual manera, todo indica que el actual modelo económico está agotado y lo más probable independientemente del partido político que gobierne, es que vislumbraremos cambios en el futuro. La incertidumbre radica en si esos cambios en materia fiscal, monetaria, social, cambiaría serán de manera gradual o más al estilo que nuestros gobernantes nos tienen acostumbrados, al shock.

En lo que respecta particularmente al sector empresario y al metalúrgico, se deben esperar de esta manera, incrementos en la materia prima, producto de la inevitable devaluación de la moneda. La magnitud de estos aumentos, va a depender de si el nuevo modelo económico, logra evitar el traslado directo de la devaluación a los precios.

Es menester subrayar la continuidad de las contrataciones en materia de obras públicas, debido a que todos candidatos presidenciables, incluyen en sus propuestas, inversión en Educación, lo que permite suponer la prolongación de las Licitaciones Públicas de Mobiliario Escolar.

El plano económico se encuentra estrechamente relacionado con las medidas de política económica diseñadas por el gobierno; desde hace años la inflación es un fenómeno que preocupa a la totalidad de las personas y organizaciones del país, y es el verdadero desafío de cara a los años venideros. La clave parece estar en el aumento de las inversiones que incrementen la frontera de producción, pero no se debe dejar de tener en cuenta que el aumento en el nivel de precios, es un verdadero instrumento de recaudación impositiva. La disyuntiva transcurre entonces entre la generación de un espacio de seguridad jurídica para los inversores y empresarios que incentive la generación productividad, y la prolongación del presente contexto mediante el cual el gobierno recauda fondos para financiar el gasto público. Vale acotar a su vez, la necesidad del sector empresario de contar con un estado jurídico que permita al sector capitalista encontrar la seguridad y optimismo en las inversiones nacionales.

Cierto es que desde la crisis financiera mundial del 2009, y luego de varios años con altibajos, el país muestra leves señales de mejoría, aun así resulta complicado determinar cifras aproximadas de crecimiento en los años venideros, dado el problema del modelo económico a implementarse y la incertidumbre respecto a las acciones que tiendan a imprimir el cambio.

En el anexo 2, se muestra la curva representativa del PBI de argentina a partir del año 2007.

Acceso al crédito- tasas de interés: si bien se pueden analizar la evolución de los montos otorgados en concepto de préstamos y los niveles de las tasas de interés, resulta complicado determinar la tendencia de estos niveles dado que dependen de múltiples factores económicos y políticos; los niveles de emisión monetaria y la evolución del tipo de cambio (nominal y real), el incremento del nivel general de precios y la liquidez de los bancos- entre otros más- son factores causales de los niveles de préstamos y tasas. De todos modos, volcando el análisis a los préstamos otorgados por entidades financieras al sector privado, se puede evidenciar un aumento sustentable y notorio en el tiempo de los montos en moneda nacional; luego de leves aumentos en los niveles en el período 2008-2009, se constata un incremento importante desde principios del 2011 hasta el presente 2014.

Respecto a las tasas de interés, focalizando el análisis en créditos hipotecarios de hasta 10 años de plazo (tipología de créditos negociada por empresas con bancos), se puede observar que los niveles actuales superan las cifras verificadas a fines del año 2008 y durante el 2009, períodos críticos en donde las tasas rondaban el 15% alcanzando el 17% en determinados meses. Actualmente los niveles tienden a estabilizarse por encima del 20 % anual.

Vale mencionar adicionalmente, la existencia de líneas de crédito con tasas subsidiadas por el estado para compra de capital de trabajo e innovaciones en producción y tecnologías; ejemplo de éstas, son el FONAPYME y el Consejo Federal de Inversiones (CFI), entes estatales destinados a otorgar financiación a empresas calificadas como pequeñas y medianas.

Las Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR), representan en la actualidad un puente para que las empresas Pymes puedan acceder al mercado de valores obteniendo tasas de financiación competitivas (no mayores al 23% anual), a través de la emisión de garantías hipotecarias o el descuento de valores, entre otros.

En el anexo 2, se muestra el cuadro de la evolución de tasas de interés por tipo de préstamo y el gráfico con la evolución de los montos en pesos otorgados por el sistema financiero nacional al sector privado.

Niveles de actividad de la industria en general y de la metalúrgica en particular:

Resulta apropiado realizar un breve análisis del sector industrial y del metalúrgico, ambos obviamente muy identificados con la actividad desempeñada por Amoblamientos Argentinos SRL.

En lo que respecta a la industria en general, el Estimador Mensual Industrial (EMI) referente a la industria metalmecánica, revela una disminución de 8.1% en el período Agosto 2014- Agosto 2015.

En el Anexo 2, se muestra un extracto del informe EMI, emitido por INDEC.

Nivel de Producción y Utilización de la Capacidad Instalada.

Respecto al sector metalúrgico, el cuarto trimestre de 2014 la producción metalúrgica revirtió la caída evidenciada en los trimestres anteriores y no presentó variación respecto a igual período de 2013. Sin embargo, el nivel de utilización de la capacidad instalada (UCI) se ubicó en torno al 68,5%, implicando una reducción promedio anual del -7,5% y del -2,6% para la producción.

Los costos del sector metalúrgico, representan un factor de preocupación dada la imprevisibilidad de niveles elevados de demanda que posibiliten conservar los márgenes a través de la actualización de los precios de los productos. Los incrementos de costos totales se ubicaron en torno al 32%. Exceptuando la mano de obra, entre las mayores subas se señalan los servicios, seguidos por conjuntos y subconjuntos metalmecánicos, El comportamiento de éstos, fue muy similar a

los de la siderurgia, hecho lógico dado el elevado nivel de participación en la estructura de costos de las metalúrgicas que poseen los productos siderúrgicos.

En el anexo 2, se muestran los gráficos representativos el nivel de utilización de capacidad instalada y niveles de producción.

3. ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA

En el desarrollo del presente capítulo, es necesario inicialmente dedicar los párrafos posteriores, a la realización de una serie de aclaraciones respecto a la empresa sujeta a valuación, destinadas a evidenciar ciertas limitaciones en cuanto a la aplicación de determinados índices de desempeño, los cuales serán plenamente suplantados por el extremo conocimiento que el autor del presente trabajo posee a cerca de Amoblamientos Argentinos SRL, dado el desempeño de sus actividades en la mencionada organización.

La empresa bajo análisis no posee en la actualidad información exacta acerca del estado de situación patrimonial; las cuentas patrimoniales no cuentan con registros históricos precisos. Las razones del mencionado hecho, obedecen a la informalidad con la que estuvieron gestionando la organización sus dueños/fundadores hasta hace pocos años atrás. Los propietarios de la explotación, fundaron y desarrollaron a través del tiempo, una Pyme con todas las características de una empresa con bajo nivel de profesionalización. Desde inicios del año 2009, se incorporó a Amoblamientos Argentinos SRL el autor de la presente elaboración, y entre sus tareas y responsabilidades, instauró un sistema de gestión contable y capacitó al personal administrativo con el objetivo de avanzar en un proceso de documentación de la información. La reorganización y parametrización de los nuevos registros contables, no fue tarea fácil, ha llevado mucho tiempo y permanentes correcciones. Actualmente, se dispone información en detalle de los Estados de Resultados de los períodos anuales 2012, 2013 y 2014.

La situación descrita, implica la imposibilidad de utilizar gran parte de los indicadores que utilizan cuentas del estado de situación patrimonial, a diferencia de aquellos ratios que utilizan exclusivamente cuentas del estado de resultados. La ausencia de aplicación y análisis mediante indicadores de desempeño en las

cuentas patrimoniales, será compensada con el extremo conocimiento que el autor posee acerca de la operatoria de la empresa y de la industria.

De esta manera, se realizaron análisis cualitativos y cuantitativos respecto a los aspectos de evaluación limitados por la información disponible, y se llevó a cabo un análisis vertical y horizontal de los EERR de los años 2012, 2013 y 2014.

3.1 Análisis Vertical del Estado de Resultados

En el presente apartado, se han determinado los cocientes entre cuentas y rubros de acuerdo a la ubicación de cada uno de estos en la estructura del estado de resultados. Es decir, que los cocientes se establecieron de manera que el numerador sea un subcomponente del denominador; por ejemplo, el rubro “Ventas Línea Oficina” se dividió por “Ventas Totales” el cuál es la categoría que inmediatamente engloba al rubro del numerador; de la misma manera la cuenta “Mano de Obra Directa” se dividió por el rubro “Gastos Totales” que es el rubro que engloba a la citada cuenta contable.

Tal manera de aplicar el análisis vertical, obedece a que el autor considera que aporta mayor funcionalidad y utilidad al análisis y explicación correspondiente. A los efectos de la proyección posterior de los flujos, se utilizará la participación de cada cuenta, respecto a las Ventas Totales de la empresa de manera de simplificar la proyección, teniendo en cuenta, que tal relación aporta confiabilidad al análisis.

Adicionalmente, en el anexo 4 se explicitan la totalidad de los ratios calculados bajo esta modalidad y las cuentas y/o rubros que componen cada ratio.

Los ingresos provenientes de la Línea Oficina representan la fuente de ingresos más importante para Amoblamientos Argentinos SRL (Ventas Línea Oficina en término del EERR), y justifica en promedio más del 50% de los Ingresos Totales de la empresa. Luego los ingresos provenientes por Línea Escolar, representan en promedio un 30% de los Ingresos Totales, y el resto se divide, un 9% proveniente de las ventas de la Línea Hogar y un 6% provienen de los fletes cobrados por distribución de los productos en todo el territorio argentino.

Si bien el rubro Ventas Línea Oficina, es el más importante dentro de los Ingresos de la empresa, cabe destacar que no es rubro de mejor rentabilidad, ya que el mark-up del mismo es menor que el de la Línea Escolar.

La Línea Escolar, que en el 2014 explicó el 35% de los ingresos de la firma, tiene dos grandes ventajas respecto a la Línea Oficina: por un lado y como se mencionaba en el párrafo anterior, tiene un mejor mark – up, debido a que principalmente se comercializa a través de Licitaciones Públicas y/o Privadas (Venta Minorista). Al eliminar los intermediarios y responder directamente al Organismo contratante, se logra un margen de ganancias mayor, permitiendo de esta manera, mejorar la rentabilidad global de la empresa.

Por otro lado, y como se analizará más adelante, es el rubro de ingresos que más ha crecido en los últimos años y él que tiene más perspectivas de crecimiento hacia el futuro.

La Línea Hogar es un rubro, de baja rentabilidad también y a su vez es el de menor importancia dentro de los ingresos (en el último año representó el 7,5% de los Ingresos Totales). Amoblamientos Argentinos SRL, ofrece una línea limitada de estos productos, y se fabrican y distribuyen como “complemento” a sus productos de oficina y de manera aprovechar los canales de distribución.

El último canal de ingresos de la firma, es a través de la distribución de sus productos. Este rubro, a diferencia de los otros 3, no es una línea de productos, es un servicio que Amoblamientos Argentinos, ofrece a sus clientes. Si bien, genera en promedio 6,6% de los ingresos de la empresa, tiene casi nula rentabilidad. La empresa, brinda este servicio, de manera de aumentar las ventas de los otros rubros, realizando las entregas de los productos, en algunos casos en “la puerta” del cliente. También se llega a muchos clientes, a través de las distintas empresas de transporte de mercaderías y estos casos, el traslado sólo se realiza hasta los depósitos de la empresa en cuestión.

Dependiendo de la zona a distribuir, del cliente y/o de la operación en cuestión, muchas veces, Amoblamientos Argentinos SRL traslada al cliente sólo el costo del servicio de flete (Combustible, Sueldo proporcional del chofer, etc) o

directamente no se cobra nada, financiando los costos del acarreo, con el margen de la venta en cuestión.

En lo que respecta a los egresos, los “Costos Fábrica” representan el 91.2% de los egresos totales, siguiendo los Gastos Comerciales con un 4.1%, y luego los Gastos de Administración y los Financieros con un 2.7% y 2% de participación respectivamente (respecto a los egresos totales).

Los “Materiales” son el rubro más importante dentro de los Costos Fábrica y representan en promedio el 51% de los costos totales. Seguido a estos la “Mano de Obra Directa” representa en promedio el 24% y los Costos Indirectos de Fabricación un 14% de los Costos Totales. Cabe destacar que los Costos por Retrabajos, se han venido disminuyendo en los últimos años, debido a las mejoras en el proceso de control de calidad, no superando en el 2014 el 1% de los costos totales.

Por último, centrando el análisis en los Materiales, se identifica al rubro “Tubos y Chapas” como el más preponderante con una participación promedio del 32%, siguiendo el rubro “Maderas” con un 22%.

3.2 Análisis Horizontal del Estado de Resultados

Al enfocar el estudio en el análisis horizontal del estado del resultados que se detalla en el anexo 4, se observa un aumento de los resultados antes de impuestos a las ganancias; analizando las causas del aumento de más del 33% en las ganancias, se identifica a “Ventas Línea Escolar” como el principal factor de influencia en tal aumento. La citada partida de ingresos, creció cerca del 58% en el período analizado y representa en promedio más del 30% de los ingresos totales de Amoblamientos Argentinos SRL.

Asimismo, se vislumbran incrementos en la Línea Oficina que aumentó un 22% en promedio y Línea Hogar, que lo hizo en un 25%, pero tales aumentos estuvieron por debajo de los incrementaron los Costos Totales (estos crecieron un 34% en el período).

Se evidencia precisamente un aumento en las ventas provenientes de la actividad a la que Amoblamientos Argentinos SRL, direccionó su estrategia comercial. Como se describía al comienzo de este trabajo, hace ya varios años, la firma ha decidido participar directamente en Licitaciones, ya sean de carácter Públicas o Privadas. Anteriormente, Amoblamientos Argentinos SRL, participaba en este tipo de contrataciones, pero lo hacía indirectamente a través de un cliente de la empresa, que era el que finalmente firmaba el contrato con el organismo contratante. De tal cambio, resultaron muchas nuevas operaciones, que ahora sin intermediarios, se lograron concretar y con mayor margen de ganancias para la firma.

En la sección de los egresos, los costos de fábrica se incrementaron alrededor del 34% principalmente debido al incremento en los costos de las materias primas, mientras que los gastos de administración se incrementaron en un 27% debido al aumento de los gastos operativos. Por su parte, los gastos de comercialización se incrementaron también un 45% en promedio y los Costos Totales de Amoblamientos Argentinos SRL, se vieron incrementados en un 34% en promedio, en el período analizado.

Por último, se debe subrayar el marcado cambio en la composición de las ventas de Amoblameintos Argentinos SRL, con una participación cada vez mayor de Ventas Línea Escolar, en detrimento principalmente de Ventas Línea Oficina.

3.3 Análisis Vertical del Activo y del Pasivo

A pesar de que no se cuenta con información contable precisa a cerca de cada uno de los rubros que componen el estado de situación patrimonial, se trabajará en esta sección de acuerdo a la información disponible en las manifestaciones de bienes elaboradas por el contador de Amoblamientos Argentinos SRL para ser presentadas a las entidades financieras con las cuales opera la empresa metalúrgica.

La estructura actual de Amoblamientos Argentinos SRL concentra la mayor composición de sus activos dentro del activo no corriente, con una participación en promedio del 79,23% en el período analizado, compuesto principalmente por

los bienes de uso, en este caso, representados por el inmueble, las instalaciones y los rodados, abocados a la actividad industrial. El rubro Inversiones, representa un lote de campo, ubicado en la provincia de Santiago del Estero que los dueños de Amoblamientos Argentinos SRL, adquirieron a mediados del año 2014, junto a 2 socios más (el 33% cada uno), con el objetivo de ponerlo en actividad dentro de algunos años.

Respecto al activo corriente, tratase de un activo líquido, convertible en dinero en el lapso de un año, con una participación del 20.77%. Una característica en la composición del activo corriente de la empresa, es la gran concentración en el ítem bienes de cambio, que si bien no es el de mayor liquidez*, es el principal componente del capital de trabajo, tan necesario, sobre todo en épocas con altos índices de inflación.

Tabla 3.1 Análisis vertical del activo

	2012	2013	2014	Prom
<u>ACTIVO CORRIENTE</u>				
DISPONIBILIDAD	1,67%	2,33%	3,03%	2,34%
CREDITOS	4,38%	8,23%	9,19%	7,27%
BIENES DE CAMBIO	8,77%	11,73%	12,98%	11,16%
Total Activo Corriente	14,83%	22,29%	25,20%	20,77%
<u>ACTIVO NO CORRIENTE</u>				
BIENES DE USO	85,17%	77,71%	71,57%	78,15%
INVERSIONES			4,32%	1,44%
Total Activo No Corriente	85,17%	77,71%	74,80%	79,23%

Una característica de Amoblamientos Argentinos SRL, es la forma conservadora en que sus socios han venido manejando la empresa. Esto puede verse en el análisis vertical del pasivo + patrimonio neto, donde se refleja la poca aversión al riesgo que se tiene con un total del pasivo en 18,25% y un patrimonio neto de 81,75% a finales de 2014.

Tabla 3.2 Análisis Pasivo + Patrimonio Neto

	2012	2013	2014	Prom
<u>PASIVO CORRIENTE</u>				
DEUDAS COMERCIALES	3,63%	6,71%	8,37%	6,23%
ACREEDORES VARIOS	0,40%	0,48%	0,58%	0,49%
DEUDAS BANCARIAS	0,68%	1,36%	1,34%	1,13%
DEUDAS FISCALES	1,09%	0,85%	0,67%	0,87%
Total Pasivo Corriente	5,78%	9,39%	10,96%	8,71%
<u>PASIVO NO CORRIENTE</u>				
DEUDAS BANCARIAS	5,79%	8,49%	6,75%	7,01%
DEUDAS FISCALES	2,50%	1,34%	0,54%	1,46%
Total Pasivo No Corriente	8,29%	9,83%	7,29%	8,47%
TOTAL DEL PASIVO	14,08%	19,23%	18,25%	17,18%
PATRIMONIO NETO	85,92%	80,77%	81,75%	82,82%

Si se observa la estructura de financiación en la tabla 4.2, en los últimos dos ejercicios se ha incrementado notablemente la participación del pasivo corriente, y esto como puede observarse en detalle en Anexo 4, tabla A.1, es debido a un notable incremento en las ventas para esos dos años. El incremento en las ventas de los distintos productos de Amoblamientos Argentinos SRL requiere de un incremento de deuda de corto plazo con los proveedores de materia primas, quienes acompañaron a la firma, con financiación adecuada, teniendo en cuenta principalmente los mayores plazos requeridos por las licitaciones que se realizaron en estos últimos años.

Por el lado de las deudas a largo plazo, al principio se incrementaron también las deudas bancarias, fundamentalmente, para afrontar la compra de un nuevo camión, que se incorporó a principios del año 2013 y durante el ejercicio siguiente, se fueron pagando las cuotas correspondientes de manera, que el pasivo no corriente, en el 2013 aumentó, respecto al ejercicio anterior y en el 2014 disminuyó nuevamente.

Este último análisis de incremento en las ventas para esos ejercicios, se evidencia claramente en el análisis horizontal del Estado de Resultados, donde desde año

2012 al año 2014 el incremento en ventas de bienes y servicios fue en un 67,80%.

Tabla 3.3 Análisis Horizontal del Estado de Resultados

	2012/2013	2013/2014	Total
Ingresos Totales	41,17%	26,64%	67,80%
Utilidad antes de Impuestos	42,03%	25,95%	67,98%

3.4 Análisis financiero

Se inicia el análisis con el estudio de liquidez de Amoblamientos Argentinos SRL, que cualifica a los activos en cuanto a su rapidez para ser convertidos en dinero efectivo sin pérdida significativa de su valor. Dicho análisis se manifiesta en los indicadores de solvencia de corto plazo.

En primer lugar, es de suma importancia remarcar que capital de trabajo con el cual viene operando Amoblamientos Argentinos SRL es positivo; su activo líquido supera a su pasivo de corto plazo y esta situación se verifica en todos los ejercicios analizados, por otro lado, se comprueba que éste, ha venido creciendo de manera de acompañar el crecimiento en las ventas.

Bajo el análisis de la razón circulante se evidencia la posición de la empresa en una alta liquidez en el ejercicio 2012, donde alcanza un valor máximo de 2,56 y experimenta una baja para los últimos años, debido a un fuerte aumento del pasivo corriente como consecuencia, principalmente por el incremento de las Deuda Comerciales y Bancarias a corto plazo (Véase Anexo 2, tabla A.5).

Seguidamente, bajo un análisis de mayor liquidez, se observa una tendencia similar en los indicadores de *prueba ácida*¹¹ de la empresa, con un valor máximo para el año 2013 de 1,12.

Finalmente, el indicador de mayor liquidez se obtiene cuando se compara el ítem caja y bancos con el pasivo corriente, en lo que se llama *liquidez de tesorería*. Se

¹¹ También denominada, “liquidez seca”, es uno de los indicadores de liquidez frecuentemente usados como indicador de la capacidad de la empresa para cancelar sus obligaciones corrientes, sin contar con la venta de sus existencias, es decir, básicamente con los saldos de efectivo, sus cuentas por cobrar, sus inversiones temporales y algún otro activo de fácil liquidación, sin tocar los inventarios

manifiesta aquí la liquidez financiera de Amoblamientos Argentinos SRL, se ve comprometida, debido a que los principales activos líquidos de la firma, están posicionados en Bienes de Cambio y en Créditos otorgados a los clientes y no así en Disponibilidades de caja y/o bancos.

Tabla 3.4 Indicadores de Solvencia a Corto Plazo

INDICADORES	COMPOSICION	2012	2013	2014
Capital de Trabajo	AC-PC	\$ 2.044.995,28	\$ 3.319.563,73	\$ 3.918.620,19
Razón de Circulante	AC/PC	2,56	2,37	2,30
Prueba Acida	AC-BC/PC	1,05	1,12	1,11
Liquidez de Tesorería	C.Y BCOS/PC	0,29	0,25	0,28

Por último, cabe destacar que Amoblamientos Argentinos SRL, traslada a sus clientes, los plazos de pagos que le exigen sus proveedores. Estos en general no superan los 90 días (Valores a 30, 60 y 90 días)

3.5 Breve análisis de solvencia a Largo Plazo

Debido a la limitación antes mencionada, respecto a la disponibilidad de información, el objetivo entonces se direcciona a realizar un mero análisis de la composición del patrimonio de la empresa, evitando la aplicación exhaustiva de índices que sean la base para la obtención de conclusiones respecto a la solvencia.

En términos generales, entre los períodos 2012 y 2014 no se han producido variaciones significativas en las cuentas y rubros del patrimonio. El patrimonio neto de la empresa, verificó un incremento respecto al 2012 debido fundamentalmente a incrementos en el activo total, verificando aumentos del 13% en el 2013 y un 7% durante el 2014. El pasivo total si bien también aumentó durante el 2013 (un 55%), durante el 2014 prácticamente se mantuvo constante, verificando un aumento en la participación de la porción corriente respecto de la no corriente; este fenómeno obedece a que con las utilidades del ejercicio, se han liquidado las cuotas del crédito hipotecario a 60 meses obtenido en el año 2013.

Por último, centrando el análisis sobre el endeudamiento total, se vislumbra en el año 2014 respecto al período anterior un aumento en la relación "Pasivo

Total/Patrimonio Neto total”; mientras que en el 2012 los pasivos totales representaban cerca del 16% del patrimonio neto, en el año 2014 involucraron cerca del 22% del mismo. Así mismo, se verifican muy buenos índices de solvencia a largo plazo.

Tabla 3.5 Indicadores de Solvencia a Largo Plazo

INDICADORES	COMPOSICION	2012	2013	2014
Razón de Endeudamiento	PT/AT	0,14	0,19	0,18
Razón Pasivo a PN	PT/PN	0,16	0,24	0,22
Solvencia	AT/PT	7,10	5,20	5,48
Multiplicador del Capital Contable	AT/PN	1,16	1,24	1,22

3.6 Análisis de Rentabilidad

En el anexo 4, se muestra el estado de resultados de Amoblamientos Argentinos SRL para los años 2012, 2013 y 2014. Los mismos, fueron exportados del sistema contable de la firma hacia una planilla “Excel” y organizados para realizar los análisis correspondientes. Como se puede observar, los resultados de ambos períodos no toman en consideración las amortizaciones del capital involucrado. La no expresión de estas últimas, obedece al hecho de que no se cuenta con información exacta y útil a cerca de la vida útil restante de los bienes amortizables; ante esta situación, se considera adecuado y lógico no ejecutar acciones tendientes a involucrar el valor de las mismas.

Respecto al impuesto a las ganancias, simplemente se determinó el mismo a través de la aplicación del porcentaje correspondiente a la utilidad expresada según los registros del sistema contable.

De esta manera, se trabajará constantemente con la utilidad antes de amortizaciones y depreciaciones, y cuando sea necesario (de acuerdo al análisis pertinente) con la utilidad antes o después de impuestos.

Por último, y previo a comenzar con el análisis pertinente en vistas a poder obtener indicadores útiles, se ha decidido hacer uso de las cifras del activo total y

patrimonio neto expresadas en la manifestación elaborada por el contador de Amoblamientos Argentinos SRL; esto con el objetivo de poder aplicar indicadores que tienen en cuenta el activo y patrimonio neto de la empresa. Resulta obvio que esta decisión fue impulsada por el hecho de que las cifras y valores disponibles se considera que no distan demasiado de los valores reales aproximados, como para no considerarlos útiles en el análisis.

A continuación, se detalla la aplicación de los indicadores pertinentes, según los cuadros de resultados antes referenciados:

Tabla 3.6 Indicadores de Rentabilidad

INDICADORES	COMPOSICION	2012	2013	2014
Margen de Utilidad Neta	UN/VENTAS	0,096	0,092	0,095
Margen de Utilidad Bruta	EBIT/VENTAS	0,166	0,160	0,161
Rendimiento sobre Activos (ROA)	EBIT/AT	0,143	0,172	0,204
Rendimientos del Capital (ROE)	EBIT/PN	0,167	0,213	0,250

Enfocando el análisis comparativo en los años 2012, 2013 y 2014, se evidencia en primera instancia a través de los indicadores, que en todos los ejercicios se ha mantenido una rentabilidad escueta, ya que el margen neto, nunca alcanza el 10% (debería encontrarse en torno al 15% como para satisfacer al dueño-accionista de la firma).

En primer lugar se analiza el retorno sobre los activos (ROA) "Return on Assets", que indica la rentabilidad que los activos de la firma generan independientemente de su fuente de financiación. La rentabilidad sobre los activos de la empresa es de valores aceptables, rondando alrededor del 15% para el período 2012 y mejorando aún más hacia el último ejercicio alcanzando el valor máximo de 20,4%.

Así mismo, interesa también analizar el rendimiento sobre el capital de la firma, que es reflejado a través del indicador de rendimiento del capital (ROE) "Return on Equity". Siguiendo con el análisis anterior, la empresa ha tenido aquí una evolución similar con aceptables valores de rentabilidad alrededor del 17% y del 20% para los ejercicios 2012 y 2013 respectivamente y alcanzando en 2014 el valor máximo registrado, del 25% en dicho período.

4. VALOR DE MERCADO DEL CAPITAL DE LA EMPRESA

Continuando con la metodológica de evaluación descrita, se retoma el concepto del método de los flujos de fondos descontados, resulta necesario realizar la estimación de los flujos de fondo. Para esto se parte inicialmente del Estado de Resultados histórico de la empresa como referencia operativa, se define un horizonte de evaluación a criterio, posteriormente se proyectan los Estados de Resultados pro forma al horizonte establecido y finalmente se cuantifica un valor terminal para la empresa al final de dicho horizonte de evaluación.

Por último y de manera previa a la aplicación del DCF, es necesario aclarar la decisión del autor a cerca de trabajar con el criterio de los valores reales en detrimento de los nominales; es decir que en la tarea de proyección no se tendrán en cuenta los efectos de la inflación sobre los flujos, descontando a los mismos a través de la tasa de costo de capital real obtenida en base al CAPM.

4.1 PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE FONDO

4.1.1 Horizonte de evaluación

Es criterio del autor y de los gerentes de la firma en estudio, establecer el horizonte de evaluación a 5 años; es decir con el período Diciembre 2015- Diciembre 2019. La utilización de periodos mayores de proyección es considerada una decisión difícil y arriesgada en la tarea de lograr la máxima aproximación a la realidad futura; los aspectos macroeconómicos y políticos esenciales característicos del país, justifican la selección de un horizonte no mayor a 5 años.

En la realización del presente trabajo se toma como partida de referencia para la estimación de los flujos de fondos, al Estado de Resultados correspondiente al ejercicio del año 2014.

4.1.2 Estados de Resultados Pro Forma

A los efectos de considerar la proyección sobre el estado de resultados de la empresa, se da participación al tanto, al resto de los integrantes de la gerencia¹² como así también, al personal de ventas de Amoblamientos Argentinos SRL a fin de aplicar oportunamente su más de 20 años de experiencia. De esta forma, se conforma un equipo que asiste al autor a pronosticar el crecimiento operacional de ventas para los próximos 5 años.

4.1.3 Composición de los Estados de Resultados Pro Forma

Se decide que el pronóstico de los Estados de Resultados Pro Forma para los 5 años mantiene invariables las relaciones de todos sus ítems para un mismo año, conforme el Estado de Resultados del año considerado como base. Así, de la proyección en las ventas esperadas, resulta la composición de todo el Estado de Resultados como se detalla en la Tabla 4.1.

TABLA 4.1: Composición Estados de Resultado Pro Forma

Ítem Estado de Resultado pro Forma	% sobre los ingresos totales
Costos Fábrica	77,64%
Gastos de Administración	2,30%
Gastos de Comercialización	3,96%
Costos Financieros	1,45%
Gastos Totales	85,34%
Utilidad Neta	9,53%

Continuando con el análisis, se determina la ganancia en las ventas esperadas para los próximos 5 años.

4.1.4 Tratamiento de las Depreciaciones

El reflejo de las depreciaciones del activo durable de la empresa según el criterio contable, permite generar ahorros impositivos en el impuesto a las ganancias. No obstante, según las cifras impositivas el ahorro en el pago del impuesto a las

¹² La Gerencia de la firma está integrada por el autor del presente trabajo y otros tres integrantes.

ganancias no es relativamente importante como para derivar en una cifra que genere una modificación determinante en los flujos.

De todas maneras, en el proceso de proyección de los estados, el autor optó por tener en cuenta en futuro desgaste del capital durable en el rubro “Costos Indirectos de Fabricación” en base a la cuenta “repuestos”. Es decir que aprovechando el hecho de que se registren los egresos específicos para reparar las máquinas y equipos, se consideró que el propio nivel del gasto bajo este concepto, revela el deterioro del activo fijo destinado a la operación global de Amoblamientos Argentinos SRL. Este lineamiento, es considerado sumamente adecuado y real, en relación a la selección de alternativas que generarían proyecciones escasamente justificadas respecto a la veracidad de los hechos.

4.1.5 Crecimiento esperado al horizonte de evaluación

La principal fuente de ingresos de Amoblamientos Argentinos SRL, están constituidos por las ventas de las distintas líneas de productos que la empresa ofrece (Línea Escolar, Línea Oficina y Línea Hogar), más los ingresos por la distribución de los mismos.

El incremento en las ventas de estos productos en el período Junio 2014 - Junio 2015 es superior al 30,5%; si se tiene en cuenta una inflación promedio del 26%¹³ en dicho período, se tiene que el crecimiento real en el monto del ventas respecto a 2014 tiende al 4% anual para el año 2015.

El año 2016, está afectado actualmente por algún grado de incertidumbre debido a las elecciones presidenciales y a la preocupación en cómo éstas sanearan el problema de la inflación; sin embargo, todos los candidatos (o por lo menos los 3 con más posibilidades de acceder a la presidencia) destacan en sus propuestas de gobierno, la importancia de la Educación Pública y de un sistema educativo adecuado a la actualidad. Esto, da indicios de que se continuará con el plan de obras de infraestructura en las escuelas públicas de todo territorio argentino. Como Amoblamientos Argentinos SRL, viene creciendo en la participación en este nuevo nicho de mercado (Licitaciones Públicas de Mobiliario Escolar), se estima

¹³ Promedio calculado teniendo en cuenta la inflación “congreso” y la indicada por consultoras privadas.

que continuará la tendencia de crecimiento. Por estas razones, se estima un crecimiento para el año 2016 igual al 6% respecto al 2015.

Respecto a los años 2017 y 2018, se establece un crecimiento del 5% y 4% respectivamente, debido a que la tendencia de crecimiento promedio de Amoblamientos Argentinos SRL- a partir del año 2007 en adelante- revela un crecimiento real promedio cercano al 4.5%.

Por último, para el año 2019 se estipula un crecimiento del 3% por razones de precaución ante el riesgo que supone la prolongación del horizonte temporal en el análisis.

De manera global, analizando diversas variables (la evolución del PBI, el índice de Confianza del Consumidor, los ánimos y creencias del empresariado y la tendencia al aumento de las ventas de Amoblamientos Argentinos SRL) el crecimiento aludido en los ingresos de la empresa resulta firmemente justificado y probable.

4.1.6 Inversiones de capital y flujo no operativo

Resulta importante la aclaración de que el crecimiento anual esperado al horizonte de evaluación detallado, no requiere de inversiones de capital necesarias. Por tal motivo, no se modifican los Estados de Resultados Pro Forma con sustracciones respectivas a inversiones.

Por otro lado, si bien el método de los flujos de fondos descontados detalla que es necesario adherir a los flujos de la actividad principal de la empresa los flujos de fondos no operativos, estos últimos representan un valor casi despreciable para la empresa analizada y no son tenidos en cuenta en la conformación de los Estados de Resultados por forma.

4.2 DETERMINACIÓN DE LA TASA DE COSTO DEL CAPITAL

En la tarea de la obtención de la tasa de rendimiento exigida por los propietarios de Amoblamientos Argentinos SRL, se utilizará el mencionado Método de Primas y Ajustes Apilables (MPAA), basado esencialmente en el modelo CAPM o MEDAF, y ajustado con el objetivo de captar el componente de riesgo asistemático y de adaptar el mismo a las características propias de mercados emergentes. A manera de resumen, se define a la tasa de costo del capital propio de la siguiente manera:

Riesgo sistemático:

$$Re: Rfl + \beta * (rml - rfl)$$

Siendo Re: tasa rentabilidad demandada por accionistas y Rfl: tasa libre de riesgo local y Rml: rentabilidad del mercado accionario local.

Riesgo asistemático: este ajuste, se realizará luego de determinar el valor actual de los flujos proyectados a través de la “Re” que involucra el riesgo sistemático.

$$AJ: (1 - Ata) * (1 + Ate) * (1 - Ati)$$

Siendo AJ: coeficiente de ajuste final, Ata: ajuste por tenencia accionaria, Ate: ajuste por tamaño y Ati: ajuste por iliquidez.

4.3 DETERMINACIÓN DE LA TASA LIBRE DE RIESGO LOCAL

Para determinar la tasa libre de riesgo correspondiente, se ha decidido utilizar la información disponible para la BADLAR a través de las publicaciones del Banco Central de la República Argentina. Aquí, tomando el Informe Monetario Mensual¹⁴ del BCRA, para Agosto de 2015, tiene un valor de 18,00%.

El autor, considera que la tasa que revela el rendimiento pagado por las entidades bancarias a los ahorristas por depósitos en plazo fijo, es una variable suficiente y adecuada como para representar la tasa libre de riesgo en la República Argentina.

¹⁴ Se puede consultar, ingresando al sitio <http://www.bcra.gob.ar/>

A su vez, se considera que la cifra explicitada es representativa de los valores que se verificarán en el futuro. Asimismo, en caso de producirse variaciones significativas, simplemente se procederá a modificar en la fórmula general el valor de dicha tasa.

4.4 DETERMINACIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO DE MERCADO

Para determinar la prima de riesgo del mercado, se ha decidido utilizar el índice BURCAP¹⁵; de esta manera, se determinó el rendimiento promedio anual del mismo, tomando como referencia la serie 1993-2014; el rendimiento obtenido es igual al 24,85%. De esta forma, la prima de riesgo equivale al 6,85%, rendimiento equivalente a la diferencia entre el rendimiento promedio del BURCAP y la tasa libre de riesgo obtenida en la sección anterior.

4.5 CÁLCULO DEL BETA

La “beta” (β) de un activo, se define como la sensibilidad del mismo a los movimientos del mercado y representa la contribución de un título individual al riesgo de una cartera bien diversificada. En términos estadísticos, se define como la covarianza entre la rentabilidad de la acción y la rentabilidad del mercado.

En la determinación del beta (β), se hace uso del trabajo de investigación, realizado por el profesor Aswath Damodaran¹⁶ donde informa un beta para el sector¹⁷ calculado igual a 0,89 valor ya desapalancado con el índice de endeudamiento correspondiente a dicho sector.

El paso siguiente consiste en determinar el beta reapalancado con el target de la empresa y la tasa impositiva, utilizando la siguiente fórmula:

$$B \text{ apalancado} = \beta \text{ desapalancado} (1 + D/E (1-t))$$

¹⁵ La serie de rendimientos del BURCAP, se obtienen ingresando al sitio web <http://www.bolsar.com/>

¹⁶ Aswath Damodaran, es un reconocido profesor de Finanzas de la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York. Es autor de varios textos académicos ampliamente utilizados en Valuación, Finanzas Corporativas y Gestión de Inversiones. Damodaran es ampliamente citado en el tema de valoración, con "una gran reputación como profesor y autoridad".

¹⁷ Se utiliza el criterio de “máxima aproximación sectorial”.

Se toma el índice de endeudamiento del Anexo 4, tabla A.2 para el año de referencia antes mencionado, donde se obtiene un valor para D/E igual a 0,22. Por otro lado, se considera la tasa impositiva a un valor de 35%, siendo este el valor el más utilizado en la Argentina según el estudio realizado por (Pereiro & Galli, 2000).

Finalmente, se obtiene un coeficiente de sensibilización beta reapalancado con la razón valor de la deuda y del capital de Amoblamientos Argentinos SRL igual a 1,02.

$$\beta \text{ reapalancado} = \beta \text{ desapalancado}^{18} * (1 + ((D/E) * (1-t))) =$$

$$1,02 = 0,89 * (1 + ((0,2232 * 0.65))) =$$

4.6 OBTENCIÓN DEL COSTO DEL CAPITAL DE AMOBLAMIENTOS ARGENTINOS SRL

Finalmente, determinados todos los componentes de la fórmula del CAPM, se determina el costo del capital para descontar los flujos proyectados en el apartado anterior:

$$\text{Re: } 18,00\% + 1,02 * (24,85\% - 18,00\%): 25,00\%$$

4.7 OBTENCIÓN DEL VALOR ACTUAL DEL CAPITAL DE AMOBLAMIENTOS ARGENTINOS SRL

Según lo detallado en secciones anteriores, la etapa final del método aplicado, consiste en determinar el valor actual de los flujos proyectados, actualizando los mismos a través de la tasa de costo de capital obtenida anteriormente.

4.7.1 Valor terminal al final del horizonte de evaluación

Debido a que la empresa no agota su existencia al final del horizonte de evaluación, resulta necesario calcular el valor terminal al final del horizonte de evaluación, que representa el valor de todos los flujos de fondos posteriores. De

¹⁸ Este valor se obtiene del blog de Aswath Damodaran, indicado para el sector “Furnishing” o Sector Muebles para el Hogar.

esta manera, en el caso de Amoblamientos Argentinos SRL, se operó con el concepto de las anualidades¹⁹, considerando que a partir del 2019 los flujos de la empresa se estabilizarán con una tasa de crecimiento fija del 3%. Por ende, con un flujo estabilizado igual a \$4.125.739,24, una tasa de costo del capital igual a 25,00% y una tasa de crecimiento constante del 3%, el valor actual de los flujos posteriores al año 2019, se plantea de la siguiente manera:

$$VA_{2019}: \$ 4.125.739,24 / (0.25 - 0.03): \$ 18.753.360,17$$

4.7.2 El Descuento de los Flujos de Fondos

Determinados los flujos totales a descontar, se obtuvo el valor actual de los mismos a través de la actualización financiera correspondiente.

TABLA 4.2 Flujos de Fondos Descontados

Períodos		2015	2016	2017	2018	2019
Flujos parciales		\$ 3.460.477,64	\$ 3.668.106,30	\$ 3.851.511,61	\$ 4.005.572,08	\$ 4.125.739,24
Valor anualidad		\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 18.753.360,17
Flujos totales	SD	\$ 3.460.477,64	\$ 3.668.106,30	\$ 3.851.511,61	\$ 4.005.572,08	\$ 22.879.099,41
Tasa corte	25,00%					
Valor actual flujos	\$ 16.225.649,70					

De esta manera, el valor actual de Amoblamientos Argentinos SRL, sin considerar los ajustes necesarios derivados del riesgo no sistémico, es de **\$ 16.225.649,70**.

4.8 LOS AJUSTES POR RIESGO ASISTEMÁTICO

En el desarrollo del marco teórico, se plasmó como una de las deficiencias del CAPM o MEDAF, el hecho de que el mismo no tiene en cuenta los efectos provenientes del riesgo no sistemático propio de cada inversión o empresa en marcha.

¹⁹ Una anualidad es un activo que produce cada año una suma fija, durante un determinado número de años (Brealey, Myers, & Allen, 2006)

Hasta el momento, se ha determinado el valor del capital de Amoblamientos Argentinos SRL sin considerar los ajustes derivados de tal tipo de riesgo; en consecuencia, se procede a evaluar y analizar la necesidad de aplicación de cada uno de los tres efectos representativos del mismo.

4.8.1 Ajuste por el efecto tamaño

Si bien Amoblamientos Argentinos SRL reúne las características propias de una Pyme, la misma se encuentra firmemente posicionada en su mercado tradicional (el de amoblamientos de oficina y escolares) y ha logrado instalarse favorablemente en toda la república argentina. La empresa, posee una reconocida trayectoria en el mercado, la cual le ha permitido obtener fidelidad en su cartera de clientes identificando nichos de mercado que ha logrado conquistar.

Por estas razones, se considera inapropiado realizar un ajuste por una posición no ventajosa respecto a competidoras de mayor tamaño.

4.8.2 Ajuste por el efecto tenencia

Para el presente trabajo se ha estimado el valor de mercado de la totalidad del capital de Amoblamientos Argentinos SRL. Por tal motivo, no se considera un ajuste aplicable por efecto de tenencia minoritaria.

4.8.3 Ajuste por el efecto iliquidez

La empresa bajo análisis no es cotizante; según esta afirmación, resulta necesario aplicar un ajuste por la posible barrera de salida en la inversión. No obstante, teniendo en cuenta que, más del 95% de las empresas nacionales no son cotizantes, por lo que cualquier inversor decidido a invertir en Argentina y en la industria a la que pertenece Amoblamientos Argentinos SRL, no podrá recurrir en la negociación al recurso de justificar una baja en el precio de la empresa dado que empresas competidoras poseen alta liquidez en el mercado (hecho que no es verídico).

Por lo expuesto, se considera no pertinente la aplicación de un ajuste para esta componente, fundamentando además la subjetividad en los cálculos que tal efecto implicaría.

Finalmente, no se aplica ajuste por riesgo no sistemático en la tasa de costo de capital propio. A sí mismo, en el Anexo VI se presenta computado un ajuste de riesgo no sistemático por efecto iliquidez, el cual se pretende que resulte como una herramienta o referencia más, a los fines de realizar una comparación de cifras.

4.9 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Todo proceso de valuación conlleva un cierto grado subjetividad, motivo de la incertidumbre que presenta la estimación de variables para la valuación. Por tal motivo, resulta importante sensibilizar la valuación antes realizada, tomándola como base a fin de analizar cuán “sensible” resulta el precio estimado ante cambios en las variables consideradas en el proceso de valuación.

A continuación se aplica la condición “ceteris paribus”, donde se aprecia cuál es la variación que producen diferentes escenarios, modificando una de las variables y manteniendo al resto constante.

4.9.1 Tasa de crecimiento esperado (escenario optimista)

Se considera un escenario más optimista en el crecimiento para los años proyectados, iniciando la primera proyección anual con un crecimiento en las ventas a una tasa del 10% anual, y continuando en crecimiento de cayente constante a un 1% por año, llegando al año 5 con un crecimiento del 6 % anual. Cumpliéndose tal pronóstico, el valor del capital de la empresa asciende a \$18.456.020,17.

TABLA 4.3 Flujos de Fondos Descontados (Escenario Optimista)

Períodos		2015	2016	2017	2018	2019
Flujos parciales		\$ 3.660.120,58	\$ 3.989.531,43	\$ 4.308.693,95	\$ 4.610.302,52	\$ 4.886.920,67
Valor anualidad		\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 22.213.275,78
Flujos totales	SD	\$ 3.660.120,58	\$ 3.989.531,43	\$ 4.308.693,95	\$ 4.610.302,52	\$ 27.100.196,46
Tasa corte	25,00%					
Valor actual flujos	\$ 18.456.020,17					

Esta situación optimista se considera probable pero en baja medida, debido a que históricamente en los años de trayectoria de Amoblamientos Argentinos SRL se

dieron situaciones de crecimientos anuales para las ventas similares a los valores aquí estimados.

4.9.2 Tasa de crecimiento esperado (escenario pesimista)

Aplicando el mismo criterio que en punto anterior pero en sentido opuesto, se considera sin crecimiento el primer año proyectado, y un decrecimiento constante a -1% por año hasta el final de horizonte de evaluación, llegando al año 5 con un decrecimiento del -4% anual. En éste caso, el valor del capital de la empresa sería de \$ 13.168.132,74.

TABLA 4.4 Flujos de Fondos Descontados (Escenario Pesimista)

Períodos		2015	2016	2017	2018	2019
Flujos parciales		\$ 3.327.382,34	\$ 3.294.108,52	\$ 3.228.226,35	\$ 3.131.379,56	\$ 3.006.124,38
Valor anualidad		\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 13.664.201,72
Flujos totales	SD	\$ 3.327.382,34	\$ 3.294.108,52	\$ 3.228.226,35	\$ 3.131.379,56	\$ 16.670.326,09
Tasa corte	25,00%					
Valor actual flujos		\$ 13.168.132,74				

Continuando con el análisis histórico del crecimiento en las ventas de Amoblamientos Argentinos SRL, esta situación de decrecimiento en la proyección de las ventas se considera muy poco probable.

4.9.3 Costo de la Mercadería Vendida (mejora productiva)

Suponiendo que una mejora en la productividad logra disminuir “Costos Fabrica” al 74,64% sobre las ventas, es decir considerando una mejora de un 3% (ya que en el año base “Costos Fábrica” representan 77,64%), se tiene que el valor del capital de Amoblamientos Argentinos SRL, asciende a \$ 19.540.076,32.

TABLA 4.5 Flujos de Fondos Descontados (Eficiencia Productiva)

Períodos		2015	2016	2017	2018	2019
Flujos parciales		\$ 4.167.352,21	\$ 4.417.393,34	\$ 4.638.263,01	\$ 4.823.793,53	\$ 4.968.507,34
Valor anualidad		\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 22.584.124,26
Flujos totales	SD	\$ 4.167.352,21	\$ 4.417.393,34	\$ 4.638.263,01	\$ 4.823.793,53	\$ 27.552.631,59
Tasa corte	25,00%					
Valor actual flujos		\$ 19.540.076,32				

Este escenario, es acorde en alguna medida a lo que Amoblamientos Argentinos SRL apunta en los próximos años, y como se mencionaba más arriba, está trabajando en la aplicación de nuevas tecnologías de producción.

4.9.4 Costo de la Mercadería Vendida (ineficiencia productiva)

Aplicando el mismo concepto, pero estimando un Costo de la Mercadería Vendida como un 80,64% de la Ventas, es decir, ahora “Costos Fabrica” representando un 3% más respecto al año base, se obtiene un valor del capital de la empresa igual a \$12.900.906,97.

TABLA 4.6 Flujos de Fondos Descontados (Ineficiencia Productiva)

Períodos		2015	2016	2017	2018	2019
Flujos parciales		\$ 2.751.402,93	\$ 2.916.487,10	\$ 3.062.311,46	\$ 3.184.803,92	\$ 3.280.348,03
Valor anualidad		\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 14.910.672,88
Flujos totales	SD	\$ 2.751.402,93	\$ 2.916.487,10	\$ 3.062.311,46	\$ 3.184.803,92	\$ 18.191.020,92
Tasa corte	25,00%					
Valor actual flujos		\$ 12.900.906,97				

Esta situación se considera muy poco probable.

Cabe destacar que luego de haber realizado un análisis de sensibilización, se obtuvieron posibles precios de venta para el capital de la empresa, de hasta 20,4% superior y hasta 20,5% inferior al precio estimado en primera instancia. Resulta importante que los accionistas tengan presente esta variación a la hora de realizar una negociación por el precio correspondiente a la transferencia de empresa.

CIERRE DEL PROYECTO

Conclusiones Finales

En el proceso por el cual se intentó determinar un valor representativo del capital de AMOBLAMIENTOS ARGENTINOS SRL, fue fundamental y esencial el conocimiento extremo de la empresa y la industria por parte del autor. Los análisis que implicaron la información derivada del patrimonio, constituyen un limitante importante para cualquier valuador ajeno a la organización.

El conocimiento antes explicitado y la disponibilidad de información confiable respecto a los resultados de la empresa, permitieron la aplicación del método propuesto para la determinación del valor posible del capital.

Adicionalmente, se hizo necesaria la consideración y el análisis de los sucesos que caracterizan la propia historia de la organización. De todas maneras, es importante remarcar cómo variables exógenas e imprevisibles, junto a cuestiones administrativas y burocráticas propias de organizaciones del entorno, pueden influir en el desempeño global de una empresa u organización.

En lo que ha transcurrido del año 2015, el autor vislumbra la continuación de la tendencia en la mejora del volumen de ventas acompañada por la mayor participación en Licitaciones Públicas, la política de recorte en los plazos de financiación a clientes y la obtención de fondos a corto plazo a tasas competitivas.

En el proceso íntegro de aplicación de la valuación, se hicieron presentes factores subjetivos: las estimaciones del nivel de crecimiento en las ventas, la aplicación de relaciones entre conceptos del estado de resultados para proyectar determinados flujos, la realización o no de determinados ajustes por riesgo no sistemático, la determinación del patrón de comportamiento futuro del nivel de intereses, entre otros. Sin embargo, las subjetividades fueron siempre fundamentadas y relacionadas a la ventaja que poseyó el autor-evaluador de pertenecer y desenvolver su trabajo en la empresa bajo análisis.

Se estima que en los inmediatos años venideros, nuestro país ya con un nuevo presidente, independientemente de los colores políticos que vista, generará nuevas y mejores expectativas y Argentina generará las condiciones necesarias para atraer nuevas inversiones extranjeras y podrá solicitar financiamiento necesario (a tasas aceptables) para retomar el crecimiento de la economía y del mercado de referencia de AMOBLAMIENTOS ARGENTINOS SRL; para los años más alejados del horizonte, se estima un crecimiento promedio del 3%. Con una tasa de costo del capital determinada en el 25.00%, y a través de una moderada mejora en la forma de financiación de la organización (supuesto conservador), se obtuvo un valor de referencia de **\$ 16.225.649,70** para el capital de AMOBLAMIENTOS ARGENTINOS SRL.

La cifra antes expuesta no constituye de manera obvia un valor exacto, pero sí representa un punto importante de referencia para los socios de Amoblamientos Argentinos SRL a la hora de efectuar futuras negociaciones, siempre que las estimaciones y proyecciones no difieran en demasía y considerablemente de los hechos reales constatados durante el transcurso del tiempo.

Por último, tras el análisis de sensibilización que presentó una buena referencia de cuán sensible es la modificación del precio estimado, dependiendo de la situación coyuntural de la mesa de negociación, se considera que dentro de las condiciones normales en que se ha realizado el presente trabajo, el precio de venta estimado puede incrementarse o disminuir en valores de hasta un 20% aproximadamente. A sí mismo, cuando se computó un adicional por riesgo no sistemático en el anexo VI, el posible precio de venta se vio reducido en valores de hasta un 35%, situación que los socios también deben tener presente en la negociación por la transferencia del capital accionario de la empresa.

Finalmente, es necesario expresar- independientemente de las dificultades que se presentan- la enorme importancia que significa el hecho de poder contar con una herramienta de valuación de empresas que operan en países subdesarrollados y que no cotizan en mercados bursátiles. La disponibilidad de un valor de mercado representativo del capital de una Pyme, se constituye muchas veces en una información de elevada importancia para sus propietarios, y en el caso particular

de Amoblamientos Argentinos SRL la determinación de la cifra de referencia es considerada por el autor como un paso de gran magnitud, ante la ausencia de estimaciones profesionales y fundamentadas verificada hasta el momento.

Con total satisfacción por parte del autor por la realización del mismo, se concluye el presente trabajo

Bibliografía

- ❖ Brealey, R., Myers, S. y Allen, F. (2006)- Principios de Finanzas Corporativas- Madrid-Editorial McGraw Hill. Octava Edición.
- ❖ Hingins, Robert C., Análisis para la Dirección Financiera. Madrid. Editorial McGraw Hill, 2004
- ❖ Macario Alberto J, Macario Gustavo E (1988). Evaluación de inversiones, costo de capital e inflación. Publicación IAEP- Buenos Aires- pp 11-53.
- ❖ Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., Análisis de Acciones. Instituto Argentino de Mercado de Capitales, noviembre 1998.
- ❖ Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., Análisis de Bonos. Instituto Argentino de Mercado de Capitales, julio 1998.
- ❖ Pereiro, L.E. & Galli, M. (2000)- La determinación del Costo del Capital en la Valuación de empresas de capital Cerrado: Una guía práctica-Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas y Universidad Torcuato Di Tella. pp.1-65.

Publicaciones en sitios digitales:

- ❖ Sitio web del “Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, INDEC”. Consultado en Setiembre de 2015. URL: <http://www.indec.gob.ar/>
- ❖ Sitio web del “Banco Central de la República Argentina, BCRA”. Consultado en Agosto de 2015. URL: <http://www.bcra.gob.ar/>
- ❖ Sitio web de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Consultado en Junio de 2015. URL: <http://www.bolsar.com/>
- ❖ Grasso, F (n.d.). Actualidad de la industria metalúrgica: Informes de coyuntura trimestrales. Consultados en Octubre de 2015, en sitio web de la “Asociación de Industriales Metalúrgicos de la República Argentina, ADIMRA”. URL: <http://www.adimra.org.ar/departamento.do?id=4>

- ❖ Blog de Aswath Damodaran “Damodaran On Line”
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- ❖ El Beta Apalancado y otras medidas de riesgo para Mercados Emergentes.
Aswath Damodaran Consultado en Setiembre de 2015. URL:
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- ❖ Wikipedia

ANEXO I

Imágenes de los productos elaborados por Amoblamientos Argentinos SRL.

LÍNEA OFICINA



LÍNEA ESCOLAR



LÍNEA HOGAR



ANEXO II

Micro-Macro Entorno

GRÁFICO A.2.1: Evolución del PBI en los últimos 7 años.



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del INDEC.

GRÁFICO A.2.2: Prestamos de Entidades Financieras al sector Privado (en millones de pesos)



Fuente: Elaboración Propia en base a BCRA.

TABLA A.2.1: Niveles de Tasas de Interés

TASAS DE INTERÉS, promedio mensual en porcentaje nominal anual												
Año	Mes	Tasas de interés										
		Por depósitos en caja de ahorros		Por depósitos a plazo fijo de 30 a 59 días de plazo (3)		Por obligaciones con entidades financieras del exterior (4)	Por préstamos interfinancieros hasta 15 días de plazo		Por adelantos en cuenta corriente al sector privado no financiero		Por préstamos hipotecarios al sector privado no financiero (entre 5 y 10 años)	
		De moneda nacional	De moneda extranjera	De moneda nacional	De moneda extranjera		De moneda nacional	De moneda extranjera	De moneda nacional	De moneda extranjera	De moneda nacional	De moneda extranjera
2011	Ene.	0.29	0.05	9.66	0.29	1.30	9.76	0.80	18.76	-	15.27	-
	Feb.	0.29	0.05	9.49	0.28	1.26	9.68	0.80	18.45	-	15.55	-
	Mar.	0.29	0.05	9.48	0.28	1.27	9.82	0.84	19.17	-	15.00	10.50
	Abr.	0.29	0.05	9.41	0.28	1.37	9.65	0.80	18.98	-	15.56	10.50
	May.	0.28	0.04	9.58	0.28	1.13	9.54	0.75	18.81	-	13.19	10.50
	Jun.	0.28	0.04	9.65	0.28	1.09	9.53	-	18.32	-	14.10	10.50
	Jul.	0.28	0.04	9.68	0.28	1.19	10.18	-	18.53	-	14.16	10.50
	Ago.	0.28	0.04	10.12	0.28	1.25	9.49	-	18.96	-	13.77	10.50
	Set.	0.28	0.04	10.55	0.29	1.81	9.71	-	19.25	-	13.91	9.24
	Oct.	0.27	0.04	12.04	0.28	1.56	11.45	-	21.74	-	14.54	-
	Nov.	0.27	0.04	13.79	0.31	1.85	10.96	1.00	25.61	-	15.08	10.50
	Dic.	0.27	0.05	14.71	0.33	2.56	9.99	-	26.76	-	13.72	10.46
2012	Ene.	0.27	0.05	12.64	0.32	2.96	9.63	-	25.15	-	14.60	10.50
	Feb.	0.27	0.04	12.33	0.33	3.05	9.43	1.81	23.35	-	15.73	-
	Mar.	0.27	0.04	11.79	0.34	3.18	9.70	-	21.94	-	13.11	10.12
	Abr.	0.27	0.05	11.29	0.39	2.80	9.43	2.00	21.50	-	16.10	-
	May.	0.27	0.06	11.32	0.39	2.69	9.30	-	20.98	-	14.81	-
	Jun.	0.27	0.06	11.20	0.45	3.40	9.54	-	20.34	-	17.05	-
	Jul.	0.26	0.06	11.45	0.55	3.32	9.64	-	20.72	-	17.02	-
	Ago.	0.26	0.07	11.77	0.54	3.74	9.83	-	20.80	-	13.68	-
	Set.	0.25	0.07	12.08	0.54	3.60	9.92	-	21.08	-	16.39	-
	Oct.	0.25	0.07	12.29	0.60	3.64	10.18	-	21.44	-	17.66	-
	Nov.	0.25	0.07	12.31	0.61	3.32	10.21	-	21.55	-	18.88	-
	Dic.	0.25	0.06	13.83	0.61	3.60	10.71	-	21.78	-	18.98	-
2013	Ene.	0.25	0.06	13.04	0.60	3.55	10.81	-	21.55	-	18.24	-
	Feb.	0.25	0.06	13.22	0.58	3.63	11.03	-	21.49	-	16.05	-
	Mar.	0.25	0.06	13.65	0.55	2.99	12.01	-	21.34	-	19.91	-
	Abr.	0.25	0.06	13.85	0.51	2.76	11.38	-	21.68	-	15.70	-
	May.	0.25	0.07	14.68	0.52	1.54	13.69	-	22.55	-	17.49	-
	Jun.	0.26	0.06	15.16	0.50	2.00	13.24	-	22.80	-	15.47	-
	Jul.	0.25	0.06	14.82	0.49	3.40	13.64	-	23.17	-	17.52	-
	Ago.	0.23	0.06	15.34	0.49	2.00	11.98	-	23.36	-	18.61	-
	Set.	0.22	0.06	15.40	0.47	3.06	12.19	-	23.54	-	17.41	-
	Oct.	0.21	0.05	15.63	0.41	2.60	12.24	-	25.01	-	18.10	-
	Nov.	0.21	0.04	15.67	0.37	2.37	15.31	-	26.18	-	16.17	-
	Dic.	0.21	0.04	17.80	0.34	3.40	19.67	-	27.58	-	15.69	-
2014	Ene.	0.21	0.04	18.97	0.41	4.20	16.15	-	28.89	-	15.64	-
	Feb.	0.21	0.03	21.15	0.94	2.40	14.66	-	31.61	-	15.94	-
	Mar.	0.21	0.03	21.71	0.97	3.56	19.17	-	33.26	-	22.59	-
	Abr.	0.21	0.03	21.89	0.99	2.82	14.80	-	32.83	-	15.89	-
	May.	0.21	0.03	21.46	0.97	2.51	17.14	-	32.20	-	15.36	-
	Jun.	0.21	0.03	21.05	0.93	1.08	22.51	-	32.19	-	16.87	-
	Jul.	0.21	0.04	20.30	0.92	2.88	15.61	-	30.72	-	17.50	-
	Ago.	0.21	0.04	19.76	0.86	3.46	18.78	-	30.89	-	19.06	-
	Set.	0.21	0.03	19.21	0.88	4.68	13.08	-	28.92	-	18.04	-
	Oct.	0.21	0.03	19.56	0.86	4.32	21.05	-	31.02	-	20.56	-
	Nov.	0.20	0.04	19.90	0.86	5.44	19.99	-	30.80	-	17.77	-

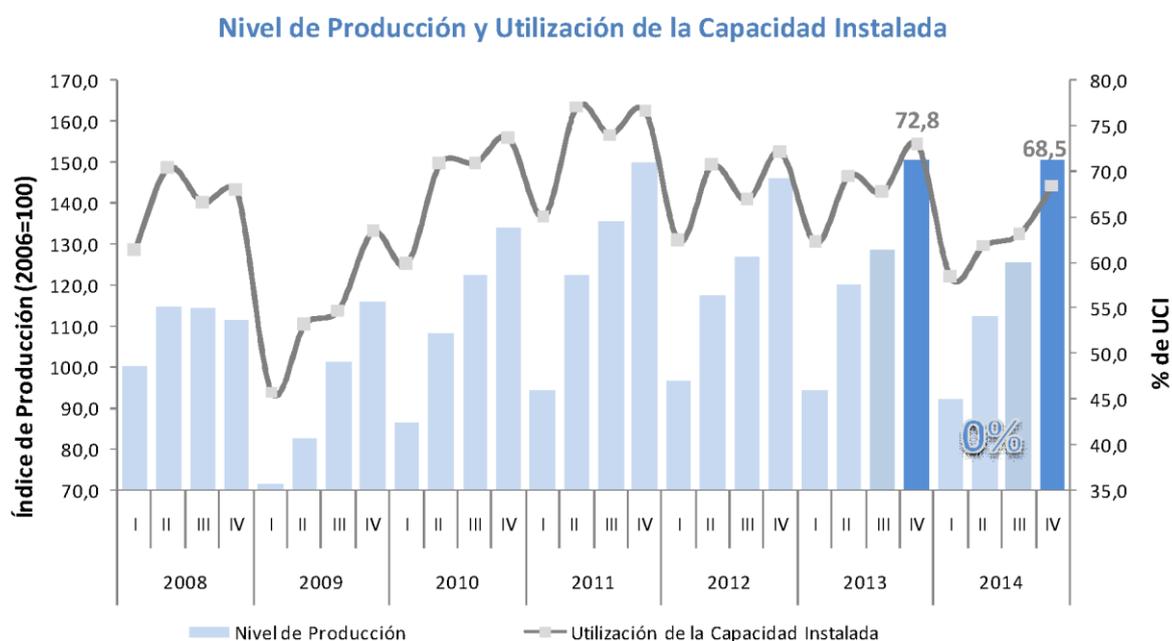
Fuente: BCRA (Banco Central de la República Argentina)

TABLA A.2.2: Estimador Mensual Industrial (EMI) Índice de Bloques

	Sustancias y productos químicos	Caucho y plástico	Minerales no metálicos	Industrias metálicas básicas	Vehículos automotores	Metalmecánica excluida industria automotriz
2012	135,2	137,6	139,3	102,1	183,0	137,2
2013	135,1	136,8	148,0	105,6	189,9	131,8
2014	138,0	129,9	148,3	110,6	149,6	130,3
2014						
Agosto	136,4	136,6	150,5	111,7	133,0	146,0
Septiembre	138,8	129,5	158,2	111,5	167,3	138,8
Octubre	143,2	136,2	162,6	115,5	176,9	139,5
Noviembre	142,6	137,4	155,7	110,6	158,4	138,5
Diciembre	135,3	128,3	146,6	113,9	118,9	136,5
2015						
Enero	132,2	119,4	143,4	95,8	73,3	119,9
Febrero	121,7	122,2	136,2	91,6	132,6	123,3
Marzo	135,9	128,7	156,7	104,4	152,7	124,6
Abril	147,5	133,8	158,1	95,4	136,0	132,3
Mayo	151,8	136,3	159,5	100,0	135,0	131,3
Junio	136,7	137,2	154,0	104,6	158,4	124,6
Julio	140,2	142,6	153,7	101,8	132,6	140,9
Agosto	131,3	140,5	157,6	110,9	142,7	141,8

Fuente: INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos)

GRÁFICO A.2.3: Nivel de Producción y Capacidad Instalada



Fuente: ADIMRA (Asociación de Industriales Metalúrgicos de la República Argentina)

ANEXO III

Estructura Patrimonial y Estados de Resultados de Amoblamientos Argentinos SRL

TABLA A.3.1: Estructura Patrimonial

ACTIVO	2012	2013	2014
ACTIVO CORRIENTE			
DISPONIBILIDAD	\$ 377.622,46	\$ 599.040,23	\$ 833.628,95
Caja	\$ 56.325,00	\$ 86.522,00	\$ 78.965,00
Bancos	\$ 321.297,46	\$ 512.518,23	\$ 754.663,95
CREDITOS	\$ 991.253,29	\$ 2.118.083,50	\$ 2.528.983,24
Cuentas por Cobrar	\$ 720.569,00	\$ 1.750.000,00	\$ 2.050.100,00
Otros Créditos	\$ 270.684,29	\$ 368.083,50	\$ 478.883,24
BIENES DE CAMBIO	\$ 1.983.545,00	\$ 3.019.879,00	\$ 3.573.138,00
Productos Terminados	\$ 895.657,00	\$ 1.700.658,00	\$ 2.058.550,00
Productos en Proceso	\$ 598.236,00	\$ 723.596,00	\$ 854.712,00
Materia Prima	\$ 489.652,00	\$ 595.625,00	\$ 659.876,00
Total Activo Corriente	\$ 3.352.420,75	\$ 5.737.002,73	\$ 6.935.750,19
ACTIVO NO CORRIENTE			
BIENES DE USO	\$ 19.254.873,87	\$ 19.998.141,25	\$ 19.697.341,25
Rodados	\$ 1.974.873,87	\$ 2.518.141,25	\$ 2.317.341,25
Instalaciones	\$ 7.300.000,00	\$ 7.500.000,00	\$ 7.400.000,00
Inmuebles	\$ 9.980.000,00	\$ 9.980.000,00	\$ 9.980.000,00
INVERSIONES			\$ 888.875,00
Par.en Sociedades			\$ 888.875,00
Total Activo No Corriente	\$ 19.254.873,87	\$ 19.998.141,25	\$ 20.586.216,25
TOTAL DEL ACTIVO	\$ 22.607.294,62	\$ 25.735.143,98	\$ 27.521.966,44
PASIVO			
PASIVO CORRIENTE			
DEUDAS COMERCIALES	\$ 819.632,00	\$ 1.725.698,00	\$ 2.302.658,00
Proveedores	\$ 819.632,00	\$ 1.725.698,00	\$ 2.302.658,00
ACREEDORES VARIOS	\$ 89.803,47	\$ 123.658,00	\$ 158.965,00
Acreedores	\$ 89.803,47	\$ 123.658,00	\$ 158.965,00
DEUDAS BANCARIAS	\$ 152.636,00	\$ 349.429,00	\$ 369.875,00
Descuentos de Cheques	\$ 152.636,00	\$ 189.564,00	\$ 369.875,00
Préstamo a Sola Firma	\$ 0,00	\$ 159.865,00	\$ 0,00
DEUDAS FISCALES	\$ 245.354,00	\$ 218.654,00	\$ 185.632,00
Moratoria Impositiva	\$ 245.354,00	\$ 218.654,00	\$ 185.632,00
Total Pasivo Corriente	\$ 1.307.425,47	\$ 2.417.439,00	\$ 3.017.130,00
PASIVO NO CORRIENTES			
DEUDAS BANCARIAS	\$ 1.309.467,86	\$ 2.184.525,21	\$ 1.857.350,00
Préstamos Bancarios	\$ 1.309.467,86	\$ 2.184.525,21	\$ 1.857.350,00
DEUDAS FISCALES	\$ 565.600,00	\$ 345.698,00	\$ 147.632,00
Moratoria Impositiva	\$ 565.600,00	\$ 345.698,00	\$ 147.632,00
Total Pasivo No Corriente	\$ 1.875.067,86	\$ 2.530.223,21	\$ 2.004.982,00
TOTAL DEL PASIVO	\$ 3.182.493,33	\$ 4.947.662,21	\$ 5.022.112,00
PATRIMONIO NETO			
PATRIMONIO NETO	\$ 19.424.801,29	\$ 20.787.481,77	\$ 22.499.854,44
PASIVO +P.N.	\$ 22.607.294,62	\$ 25.735.143,98	\$ 27.521.966,44

Fuente: Elaboración del autor en base a manifestaciones de bienes presentadas por Amoblamientos Argentinos SRL a entidades bancarias.

TABLA A.3.2: Estado de Resultados Amoblamientos Argentinos SRL.

	2012	2013	2014
Ventas Línea Oficina	\$ 11.648.473,40	\$ 14.944.582,50	\$ 17.295.166,31
Ventas Línea Hogar	\$ 1.802.437,71	\$ 2.842.307,37	\$ 2.617.493,22
Ventas Línea Escolar	\$ 4.930.829,06	\$ 8.175.846,58	\$ 12.209.769,76
Ingresos x Distribución	\$ 1.146.295,71	\$ 1.604.484,53	\$ 2.787.562,87
Ingresos Totales	\$ 19.528.035,88	\$ 27.567.220,98	\$ 34.909.992,17
Mano de Obra Directa	\$ 4.092.334,65	\$ 5.700.795,60	\$ 7.352.643,12
Tubos y Chapas	\$ 2.656.153,78	\$ 3.927.107,81	\$ 5.049.045,57
Goma Espuma	\$ 1.462.207,76	\$ 1.846.225,41	\$ 2.249.196,69
Maderas	\$ 1.657.159,61	\$ 2.896.036,82	\$ 3.933.408,15
Telas	\$ 951.517,46	\$ 1.301.735,98	\$ 1.475.729,45
Componentes Plásticos	\$ 1.273.554,15	\$ 1.619.618,96	\$ 1.693.067,55
Otros Componentes	\$ 158.709,59	\$ 204.973,37	\$ 306.949,52
Procesos de Terceros	\$ 457.567,96	\$ 500.415,87	\$ 586.716,38
Materiales	\$ 8.616.870,32	\$ 12.296.114,22	\$ 15.294.113,31
Sueldos Encargados	\$ 744.588,50	\$ 1.047.490,12	\$ 1.297.744,28
Insumos Carpintería	\$ 128.165,43	\$ 220.031,37	\$ 285.098,85
Insumos Metalúrgica	\$ 161.363,95	\$ 258.846,90	\$ 350.719,06
Insumos Tapicería	\$ 39.311,51	\$ 57.268,44	\$ 55.930,75
Combustibles	\$ 778.743,10	\$ 1.309.349,62	\$ 1.666.547,86
Fletes Pagados	\$ 37.029,12	\$ 43.486,28	\$ 44.565,89
Seguros	\$ 19.951,03	\$ 25.861,68	\$ 28.565,73
Gas	\$ 157.309,90	\$ 226.657,85	\$ 239.276,40
Energía Eléctrica	\$ 119.626,07	\$ 173.319,06	\$ 211.334,35
Repuestos	\$ 32.321,00	\$ 43.215,00	\$ 55.698,00
Costos Indir. de Fab. (CIF)	\$ 2.218.409,62	\$ 3.405.526,31	\$ 4.235.481,17
Costos por Retrabajos	\$ 199.621,00	\$ 298.635,00	\$ 220.253,00
Costos Fábrica	\$ 15.127.235,59	\$ 21.701.071,12	\$ 27.102.490,60
Sueldos Administración	\$ 341.034,03	\$ 420.158,78	\$ 565.897,41
Papelería	\$ 25.886,91	\$ 30.815,65	\$ 42.955,64
Limpieza	\$ 30.297,09	\$ 37.486,46	\$ 50.273,70
Teléfono	\$ 32.173,02	\$ 38.797,77	\$ 53.386,55
Impuestos	\$ 48.902,99	\$ 53.414,60	\$ 61.147,55
Otros Egresos	\$ 16.675,52	\$ 20.842,52	\$ 27.670,66
Gastos de Administración	\$ 494.969,56	\$ 601.515,79	\$ 801.331,50
Comisiones Pagadas	\$ 586.895,17	\$ 737.245,45	\$ 1.255.203,26
Movilidad y Viáticos	\$ 25.357,73	\$ 33.897,53	\$ 27.094,93
Gastos Escribanía	\$ 16.872,37	\$ 20.646,57	\$ 19.280,61
Honorarios Profesionales	\$ 25.646,00	\$ 32.383,42	\$ 42.796,54

Gastos Licitaciones	\$ 10.123,42	\$ 17.531,32	\$ 36.848,97
Gastos de Comercialización	\$ 664.894,69	\$ 841.704,30	\$ 1.381.224,31
Costos Financieros	\$ 366.188,00	\$ 508.910,00	\$ 505.896,00
Gastos Totales	\$ 16.653.287,84	\$ 23.653.201,21	\$ 29.790.942,41
Utilidad antes de Impuestos	\$ 2.874.748,04	\$ 3.914.019,77	\$ 5.119.049,76
Impuesto a las Ganancias	\$ 1.006.161,81	\$ 1.369.906,92	\$ 1.791.667,42
Utilidad Neta	\$ 1.868.586,23	\$ 2.544.112,85	\$ 3.327.382,34

ANEXO IV

Índices aplicados en base al EERR

TABLA A. 4.1: Análisis Vertical del Estado de Resultados

	2012		2013		2014		Detalle	Prom
Ventas Línea Oficina	\$ 11.648.473,40	0,597	\$ 14.944.582,50	0,542	\$ 17.295.166,31	0,495	Vtas Oficina / Vtas Totales	0,545
Ventas Línea Hogar	\$ 1.802.437,71	0,092	\$ 2.842.307,37	0,103	\$ 2.617.493,22	0,075	Vtas Hogar / Vtas Totales	0,090
Ventas Línea Escolar	\$ 4.930.829,06	0,253	\$ 8.175.846,58	0,297	\$ 12.209.769,76	0,350	Vtas Escolar / Vtas Totales	0,300
Ingresos x Distribución	\$ 1.146.295,71	0,059	\$ 1.604.484,53	0,058	\$ 2.787.562,87	0,080	Distribución / Vtas Totales	0,066
Ingresos Totales	\$ 19.528.035,88		\$ 27.567.220,98		\$ 34.909.992,17			
Mano de Obra Directa	\$ 4.092.334,65	0,246	\$ 5.700.795,60	0,241	\$ 7.352.643,12	0,247	M.Obra Dir / Gastos Totales	0,245
Tubos y Chapas	\$ 2.656.153,78	0,308	\$ 3.927.107,81	0,319	\$ 5.049.045,57	0,330	Tubos y Chapas / Materiales	0,319
Goma Espuma	\$ 1.462.207,76	0,170	\$ 1.846.225,41	0,150	\$ 2.249.196,69	0,147	G. Espuma / Materiales	0,156
Maderas	\$ 1.657.159,61	0,192	\$ 2.896.036,82	0,236	\$ 3.933.408,15	0,257	Maderas / Materiales	0,228
Telas	\$ 951.517,46	0,110	\$ 1.301.735,98	0,106	\$ 1.475.729,45	0,096	Telas / Materiales	0,104
Componentes Plásticos	\$ 1.273.554,15	0,148	\$ 1.619.618,96	0,132	\$ 1.693.067,55	0,111	Comp Plásticos / Materiales	0,130
Otros Componentes	\$ 158.709,59	0,018	\$ 204.973,37	0,017	\$ 306.949,52	0,020	Otros Comp / Materiales	0,018
Procesos de Terceros	\$ 457.567,96	0,053	\$ 500.415,87	0,041	\$ 586.716,38	0,038	Proc. Terceros / Materiales	0,044
Materiales	\$ 8.616.870,32	0,517	\$ 12.296.114,22	0,520	\$ 15.294.113,31	0,513	Materiales / Gastos Totales	0,517
Sueldos Encargados	\$ 744.588,50	0,336	\$ 1.047.490,12	0,308	\$ 1.297.744,28	0,306	Sdos Encarg. / CIF	0,317
Insumos Carpintería	\$ 128.165,43	0,058	\$ 220.031,37	0,065	\$ 285.098,85	0,067	Insumos Carp / CIF	0,063
Insumos Metalúrgica	\$ 161.363,95	0,073	\$ 258.846,90	0,076	\$ 350.719,06	0,083	Insumos Metal / CIF	0,077
Insumos Tapicería	\$ 39.311,51	0,018	\$ 57.268,44	0,017	\$ 55.930,75	0,013	Insumos Tapic / CIF	0,016
Combustibles	\$ 778.743,10	0,351	\$ 1.309.349,62	0,384	\$ 1.666.547,86	0,393	Combustibles. / CIF	0,376
Fletes Pagados	\$ 37.029,12	0,017	\$ 43.486,28	0,013	\$ 44.565,89	0,011	Fletes Pagados. / CIF	0,013
Seguros	\$ 19.951,03	0,009	\$ 25.861,68	0,008	\$ 28.565,73	0,007	Seguros / CIF	0,008
Gas	\$ 157.309,90	0,071	\$ 226.657,85	0,067	\$ 239.276,40	0,056	Gas / CIF	0,065
Energía Eléctrica	\$ 119.626,07	0,054	\$ 173.319,06	0,051	\$ 211.334,35	0,050	Energía Eléctrica / CIF	0,052
Repuestos	\$ 32.321,00	0,015	\$ 43.215,00	0,013	\$ 55.698,00	0,013	Repuestos / CIF	
Costos Indir. de Fab. (CIF)	\$ 2.218.409,62	0,133	\$ 3.405.526,31	0,144	\$ 4.235.481,17	0,142	CIF / Gastos Totales	0,140
Costos por Retrabajos	\$ 199.621,00	0,012	\$ 298.635,00	0,013	\$ 220.253,00	0,007	C. Retrab. / Gastos Totales	0,011
Costos Fábrica	\$ 15.127.235,59	0,908	\$ 21.701.071,12	0,917	\$ 27.102.490,60	0,910	C. Fábrica / Gastos Totales	0,912
Sueldos Administración	\$ 341.034,03	0,689	\$ 420.158,78	0,699	\$ 565.897,41	0,706	Sdos Adm. / Gtos. Admin	0,698
Papelería	\$ 25.886,91	0,052	\$ 30.815,65	0,051	\$ 42.955,64	0,054	Papelería / Gtos. Admin	0,052
Limpieza	\$ 30.297,09	0,061	\$ 37.486,46	0,062	\$ 50.273,70	0,063	Limpieza / Gtos. Admin	0,062
Teléfono	\$ 32.173,02	0,065	\$ 38.797,77	0,065	\$ 53.386,55	0,067	Teléfono / Gtos. Admin	0,065
Impuestos	\$ 48.902,99	0,099	\$ 53.414,60	0,089	\$ 61.147,55	0,076	Impuestos / Gtos. Admin	0,088
Otros Egresos	\$ 16.675,52	0,034	\$ 20.842,52	0,035	\$ 27.670,66	0,035	Otros Egresos / Gtos. Admin	0,034
Gastos de Administración	\$ 494.969,56	0,030	\$ 601.515,79	0,025	\$ 801.331,50	0,027	Gastos Adm./Gastos Totales	0,027
Comisiones Pagadas	\$ 586.895,17	0,883	\$ 737.245,45	0,876	\$ 1.255.203,26	0,909	Comisiones / Gtos Comerc.	0,889
Movilidad y Viáticos	\$ 25.357,73	0,038	\$ 33.897,53	0,040	\$ 27.094,93	0,020	Mov y Viáticos / Gtos Comerc.	0,033
Gastos Escribanía	\$ 16.872,37	0,025	\$ 20.646,57	0,025	\$ 19.280,61	0,014	Escribanía / Gtos Comerc.	0,021
Honorarios Profesionales	\$ 25.646,00	0,039	\$ 32.383,42	0,038	\$ 42.796,54	0,031	Profesionales / Gtos Comerc.	0,036
Gastos Licitaciones	\$ 10.123,42	0,015	\$ 17.531,32	0,021	\$ 36.848,97	0,027	Gtos. Licitac / Gtos Comerc.	0,021
Gastos de Comercialización	\$ 664.894,69	0,040	\$ 841.704,30	0,036	\$ 1.381.224,31	0,046	Gastos Com. / Gastos Totales	0,041
Costos Financieros	\$ 366.188,00	0,022	\$ 508.910,00	0,022	\$ 505.896,00	0,017	Costos Fros / Gastos Totales	0,020
Gastos Totales	\$ 16.653.287,84		\$ 23.653.201,21		\$ 29.790.942,41			
Utilidad antes de Impuestos	\$ 2.874.748,04		\$ 3.914.019,77		\$ 5.119.049,76			
Impuesto a las Ganancias	\$ 1.006.161,81		\$ 1.369.906,92		\$ 1.791.667,42			
Utilidad Neta	\$ 1.868.586,23	0,096	\$ 2.544.112,85	0,092	\$ 3.327.382,34	0,095	Utilidad Neta / Ingresos Totales	0,094

TABLA A.4.2: Análisis Horizontal del Estado de Resultados

	2012		2013		2014	Promedio
Ventas Línea Oficina	\$ 11.648.473,40	0,2830	\$ 14.944.582,50	0,1573	\$ 17.295.166,31	0,2201
Ventas Línea Hogar	\$ 1.802.437,71	0,5769	\$ 2.842.307,37	-0,0791	\$ 2.617.493,22	0,2489
Ventas Línea Escolar	\$ 4.930.829,06	0,6581	\$ 8.175.846,58	0,4934	\$ 12.209.769,76	0,5758
Ingresos x Distribución	\$ 1.146.295,71	0,3997	\$ 1.604.484,53	0,7374	\$ 2.787.562,87	0,5685
Ingresos Totales	\$ 19.528.035,88	0,4117	\$ 27.567.220,98	0,2664	\$ 34.909.992,17	0,3390
Mano de Obra Directa	\$ 4.092.334,65	0,3930	\$ 5.700.795,60	0,2898	\$ 7.352.643,12	0,3414
Tubos y Chapas	\$ 2.656.153,78	0,4785	\$ 3.927.107,81	0,2857	\$ 5.049.045,57	0,3821
Goma Espuma	\$ 1.462.207,76	0,2626	\$ 1.846.225,41	0,2183	\$ 2.249.196,69	0,2404
Maderas	\$ 1.657.159,61	0,7476	\$ 2.896.036,82	0,3582	\$ 3.933.408,15	0,5529
Telas	\$ 951.517,46	0,3681	\$ 1.301.735,98	0,1337	\$ 1.475.729,45	0,2509
Componentes Plásticos	\$ 1.273.554,15	0,2717	\$ 1.619.618,96	0,0453	\$ 1.693.067,55	0,1585
Otros Componentes	\$ 158.709,59	0,2915	\$ 204.973,37	0,4975	\$ 306.949,52	0,3945
Procesos de Terceros	\$ 457.567,96	0,0936	\$ 500.415,87	0,1725	\$ 586.716,38	0,1331
Materiales	\$ 8.616.870,32	0,4270	\$ 12.296.114,22	0,2438	\$ 15.294.113,31	0,3354
Sueldos Encargados	\$ 744.588,50	0,4068	\$ 1.047.490,12	0,2389	\$ 1.297.744,28	0,3229
Insumos Carpintería	\$ 128.165,43	0,7168	\$ 220.031,37	0,2957	\$ 285.098,85	0,5062
Insumos Metalúrgica	\$ 161.363,95	0,6041	\$ 258.846,90	0,3549	\$ 350.719,06	0,4795
Insumos Tapicería	\$ 39.311,51	0,4568	\$ 57.268,44	-0,0234	\$ 55.930,75	0,2167
Combustibles	\$ 778.743,10	0,6814	\$ 1.309.349,62	0,2728	\$ 1.666.547,86	0,4771
Fletes Pagados	\$ 37.029,12	0,1744	\$ 43.486,28	0,0248	\$ 44.565,89	0,0996
Seguros	\$ 19.951,03	0,2963	\$ 25.861,68	0,1046	\$ 28.565,73	0,2004
Gas	\$ 157.309,90	0,4408	\$ 226.657,85	0,0557	\$ 239.276,40	0,2483
Energía Eléctrica	\$ 119.626,07	0,4488	\$ 173.319,06	0,2193	\$ 211.334,35	0,3341
Costos Ind. de Fabricación	\$ 2.218.409,62	0,5351	\$ 3.405.526,31	0,2437	\$ 4.235.481,17	0,3894
Costos por Retrabajos	\$ 199.621,00	0,4960	\$ 298.635,00	-0,2625	\$ 220.253,00	0,1168
Costos Fábrica	\$ 15.127.235,59	0,4346	\$ 21.701.071,12	0,2489	\$ 27.102.490,60	0,3417
Sueldos Administración	\$ 341.034,03	0,2320	\$ 420.158,78	0,3469	\$ 565.897,41	0,2894
Papelería	\$ 25.886,91	0,1904	\$ 30.815,65	0,3940	\$ 42.955,64	0,2922
Limpieza	\$ 30.297,09	0,2373	\$ 37.486,46	0,3411	\$ 50.273,70	0,2892
Teléfono	\$ 32.173,02	0,2059	\$ 38.797,77	0,3760	\$ 53.386,55	0,2910
Impuestos	\$ 48.902,99	0,0923	\$ 53.414,60	0,1448	\$ 61.147,55	0,1185
Otros Egresos	\$ 16.675,52	0,2499	\$ 20.842,52	0,3276	\$ 27.670,66	0,2887
Gastos de Administración	\$ 494.969,56	0,2153	\$ 601.515,79	0,3322	\$ 801.331,50	0,2737
Comisiones Pagadas	\$ 586.895,17	0,2562	\$ 737.245,45	0,7026	\$ 1.255.203,26	0,4794
Movilidad y Viaticos	\$ 25.357,73	0,3368	\$ 33.897,53	-0,2007	\$ 27.094,93	0,0680
Gastos Escribanía	\$ 16.872,37	0,2237	\$ 20.646,57	-0,0662	\$ 19.280,61	0,0788
Honorarios Profesionales	\$ 25.646,00	0,2627	\$ 32.383,42	0,3216	\$ 42.796,54	0,2921
Gastos Licitaciones	\$ 10.123,42	0,7318	\$ 17.531,32	1,1019	\$ 36.848,97	0,9168
Gastos de Comercialización	\$ 664.894,69	0,2659	\$ 841.704,30	0,6410	\$ 1.381.224,31	0,4535
Total Gastos	\$ 16.653.287,84	0,4203	\$ 23.653.201,21	0,2595	\$ 29.790.942,41	0,3399
Utilidad antes de Impuestos	\$ 2.874.748,04	0,3615	\$ 3.914.019,77	0,3079	\$ 5.119.049,76	0,3347
Impuesto a las Ganancias	\$ 1.006.161,81	0,3615	\$ 1.369.906,92	0,3079	\$ 1.791.667,42	0,3347
Utilidad Neta	\$ 1.868.586,23	0,3615	\$ 2.544.112,85	0,3079	\$ 3.327.382,34	0,3347

ANEXO V

Calculo del Rendimiento de Mercado (Rm)
para la República Argentina

TABLA A.5.1: Valores promedio *BURCAP*, período 1993-2014

Nombre	Período	Índice	Rendimiento Anual
Burcap	1993	789,29	
Burcap	1994	595,01	-0,24614527
Burcap	1995	674,36	0,133359103
Burcap	1996	792,72	0,175514562
Burcap	1997	1016,69	0,282533555
Burcap	1998	783,5	-0,229361949
Burcap	1999	995,15	0,270134014
Burcap	2000	735,16	-0,261257097
Burcap	2001	810,7	0,102753142
Burcap	2002	1560,58	0,924978414
Burcap	2003	2540,19	0,627721744
Burcap	2004	3113,23	0,225589424
Burcap	2005	4601,48	0,478040492
Burcap	2006	7262,85	0,578372611
Burcap	2007	7923,36	0,090943638
Burcap	2008	3993,51	-0,495982765
Burcap	2009	8036,03	1,012272412
Burcap	2010	11857,45	0,475535806
Burcap	2011	8696,53	-0,266576709
Burcap	2012	9777,5	0,124299002
Burcap	2013	16513,17	0,688894912
Burcap	2014	25224,23	0,527521972
Promedio de los rendimientos anuales			0,248530524

Fuente: Elaboración Propia en base a información obtenida de <http://www.bolsar.com.ar>

ANEXO VI

Cómputo del riesgo no sistemático □,
ajuste por efecto de iliquidez

Anexo VI. Riesgo no sistemático. Ajuste por efecto iliquidez.

Come se mencionó en el capítulo 4, las características operativas de Amoblamientos Argentinos SRL, empresa de capital cerrado, no cotizante, hace necesario participar de un ajuste por efecto iliquidez (A_i) en la valoración del riesgo de la empresa analizada. Por tal motivo, para la cuantificar la prima por riesgo no sistemático de esta componente, se aplica un ajuste considerable al valor de 35%, obtenido del estudio realizado por los autores (Pereiro & Galli, 2000). Este valor es el resultado estadístico de los más utilizados en este tipo de ajuste.

Así, incorporando el concepto de ajuste por riesgo no sistemático, el valor de la empresa resulta:

$$AJ = (1+T_a) * (1+T_e) * (1-A_i) = 1 * 1 * (1-0.35) = 0,65$$

VA ajustado: \$ 16.225.649,70 * 0,65: \$ 10.546.672,31

El valor de mercado de Amoblamientos Argentinos SRL resulta de **\$10.546.672,31** un 35% inferior al valor calculado con anterioridad.

ANEXO VII

Estados de Resultados Proforma

Tabla A.7.1: Proyección de los Estados de Resultados al horizonte de evaluación de 5 años.

	2014	% sobre las Ventas	Proyección				
			2015	2016	2017	2018	2019
Indice de Crecimiento			4%	6%	5%	4%	3%
Ventas Línea Oficina	\$ 17.295.166,31	49,54%	\$ 17.986.972,96	\$ 19.066.191,34	\$ 20.019.500,91	\$ 20.820.280,95	\$ 21.444.889,37
Ventas Línea Hogar	\$ 2.617.493,22	7,50%	\$ 2.722.192,95	\$ 2.885.524,53	\$ 3.029.800,75	\$ 3.150.992,78	\$ 3.245.522,57
Ventas Línea Escolar	\$ 12.209.769,76	34,98%	\$ 12.698.160,55	\$ 13.460.050,19	\$ 14.133.052,69	\$ 14.698.374,80	\$ 15.139.326,05
Ingresos x Distribución	\$ 2.787.562,87	7,99%	\$ 2.899.065,39	\$ 3.073.009,31	\$ 3.226.659,78	\$ 3.355.726,17	\$ 3.456.397,96
Ingresos Totales	\$ 34.909.992,17	100,00%	\$ 36.306.391,86	\$ 38.484.775,37	\$ 40.409.014,14	\$ 42.025.374,70	\$ 43.286.135,94
Mano de Obra Directa	\$ 7.352.643,12	21,06%	\$ 7.646.748,84	\$ 8.105.553,78	\$ 8.510.831,46	\$ 8.851.264,72	\$ 9.116.802,66
Materiales	\$ 15.294.113,31	43,81%	\$ 15.905.877,84	\$ 16.860.230,52	\$ 17.703.242,04	\$ 18.411.371,72	\$ 18.963.712,87
Costos Indir. de Fab. (CIF)	\$ 4.235.481,17	12,13%	\$ 4.404.900,41	\$ 4.669.194,44	\$ 4.902.654,16	\$ 5.098.760,33	\$ 5.251.723,14
Costos por Retrabajos	\$ 220.253,00	0,63%	\$ 229.063,12	\$ 242.806,91	\$ 254.947,25	\$ 265.145,14	\$ 273.099,50
Costos Fábrica	\$ 27.102.490,60	77,64%	\$ 28.186.590,22	\$ 29.877.785,64	\$ 31.371.674,92	\$ 32.626.541,92	\$ 33.605.338,17
Gastos de Administración	\$ 801.331,50	2,30%	\$ 833.384,76	\$ 883.387,85	\$ 927.557,24	\$ 964.659,53	\$ 993.599,32
Gastos de Comercialización	\$ 1.381.224,31	3,96%	\$ 1.436.473,28	\$ 1.522.661,67	\$ 1.598.794,76	\$ 1.662.746,55	\$ 1.712.628,94
Costos Financieros	\$ 505.896,00	1,45%	\$ 526.131,84	\$ 557.699,75	\$ 585.584,74	\$ 609.008,13	\$ 627.278,37
Gastos Totales	\$ 29.790.942,41	85,34%	\$ 30.982.580,11	\$ 32.841.534,91	\$ 34.483.611,66	\$ 35.862.956,12	\$ 36.938.844,81
Utilidad antes de Impuestos	\$ 5.119.049,76	14,66%	\$ 5.323.811,75	\$ 5.643.240,46	\$ 5.925.402,48	\$ 6.162.418,58	\$ 6.347.291,13
Impuesto a las Ganancias	\$ 1.791.667,42	5,13%	\$ 1.863.334,11	\$ 1.975.134,16	\$ 2.073.890,87	\$ 2.156.846,50	\$ 2.221.551,90
Utilidad del Ejercicio	\$ 3.327.382,34	9,53%	\$ 3.460.477,64	\$ 3.668.106,30	\$ 3.851.511,61	\$ 4.005.572,08	\$ 4.125.739,24