

METODOLOGÍA DE FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO COMO MEDIDA DE
EFICIENCIA FINANCIERA Y VALORACIÓN DE LA EMPRESA DE CALZADO “LA
MODA”



FABIAN ANDRÉS ACEVEDO PICO

ELIANA ACEVEDO LÓPEZ

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN
FINANZAS CORPORATIVAS**

LUZ HELENA CARVAJAL

DOCENTE

UNAB

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA

1952
UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA

FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA

BUCARAMANGA

2005

**APLICACIÓN DE MODELOS DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS COMO
MEDIDA DE EFICIENCIA FINANCIERA Y VALORACIÓN DE LA EMPRESA DE
CALZADO “LA MODA”**



UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA
BUCARAMANGA

2005

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	
1. OBJETIVOS	2
1.1 OBJETIVO GENERAL	2
1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	2
2. ANÁLISIS CUALITATIVO DE LA EMPRESA DE CALZADO LA MODA	3
2.1 PRESENTACIÓN DE LA ORGANIZACIÓN	3
2.1.1 Reseña histórica	3
2.1.2 Estructura organizacional	6
2.1.3 Producción y ventas	7
3. DIAGNÓSTICO FINANCIERO	11
3.1 LIQUIDEZ	11
3.1.1 Análisis de capital de trabajo	11
3.2 ENDEUDAMIENTO TOTAL	18
3.3 RENTABILIDAD	22
3.3.1 Rentabilidad del patrimonio	23
3.3.2 Rentabilidad del activo	25
4. DIAGNÓSTICO ESTRATÉGICO DOFA	28
4.1 ESTRATEGIAS PLANTEADAS	29

5. ASPECTOS FUNDAMENTALES SOBRE LA APLICACIÓN DEL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA	31
5.1 METODOLOGÍA UTILIZADA PARA ESTIMAR LOS FLUJOS DE CAJA	33
5.1.1 Recopilación de información histórica	33
5.1.2 Formulación de las bases para las proyecciones	34
6. IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS SIGNIFICATIVOS	36
7. CONCLUSIONES	39
BIBLIOGRAFÍA	4

TABLA DE ANEXOS

ANEXO 1. ESTADOS FINANCIEROS

ANEXO 2. INDICADORES

ANEXO 3. CUADROS DE DIAGNÓSTICO

ANEXO 4. INFORMACIÓN BÁSICA PARA PROYECCIONES

ANEXO 5. PROYECCIÓN DE VENTAS

ANEXO 6. PROYECCIONES FINANCIERAS

ANEXO 7. AMORTIZACIONES

INTRODUCCIÓN

En Colombia, especialmente en la ciudad de Bucaramanga, los empresarios de micro y pequeñas industrias ya reconocen la necesidad de buscar alternativas y mecanismos para combatir las deficiencias que no permiten que dichas empresas sean competitivas en el ámbito internacional, lo cual representa una gran preocupación por parte del gobierno nacional y demás entes encargados, por lo que, empresas con gran potencial como las del calzado, teniendo cómo aprovechar un mercado globalizado, no han tomado medidas al respecto.

Cuando se valora una empresa, es más sencillo poder tomar decisiones de adquisiciones o ventas de empresas, fusiones, acuerdos de compraventa, capitalización, valoración de activos intangibles, obtención de líneas de financiación, valoraciones patrimoniales o fiscales, compraventa de acciones, entre otras, y es posible hacerlo por razones tan sencillas como consultar segundas opiniones sobre lo que en realidad vale el negocio. Así mismo, se puede conocer ¿Cuánto vale la empresa?, ¿Cuál ha sido la rentabilidad sobre las inversiones? o ¿Qué se puede hacer para mejorar esa rentabilidad y crear riqueza?

Nuestro proyecto se enfoca en realizar el proceso de valoración para la empresa “La Moda”, la cual actualmente produce zapatillas, sandalias, y bolsos para dama en una amplia gama de diseños y estilos. La empresa en sus puntos de ventas comercializa además, otros productos en cuero como correas y botas, producidos por otras fabricas que pertenecen a familiares de la señora Diana de Angarita.

1. OBJETIVOS

1.1 OBJETIVO GENERAL

Desarrollar una metodología de flujo de caja libre descontado que facilite identificar los aspectos financieros de la empresa y su impacto sobre el desempeño financiero futuro y el valor de la empresa.

1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Realizar un diagnóstico financiero de la empresa, generando indicadores de gestión en el ámbito de liquidez, rentabilidad y endeudamiento que permita medir las tendencias y evolución a la fecha en la eficiencia del negocio, así como establecer las pautas para realizar el análisis prospectivo del mismo.

Analizar la empresa frente al sector de calzado para identificar las amenazas, oportunidades, fortalezas y debilidades en el ámbito financiero, operativo y de mercado.

Identificar los riesgos financieros relevantes en la empresa de calzado que influyen en la toma de decisiones, en las estrategias futuras y en la rentabilidad, liquidez y endeudamiento del negocio.

Medir los costos de la estructura financiera y de capital que ha mantenido el negocio y que se espera conservar para su estructura de apalancamiento futura.

2. ANÁLISIS CUALITATIVO DE LA EMPRESA DE CALZADO LA MODA

El trabajo de investigación se realiza basándose en la empresa de calzado La Moda, el cual permite que los conocimientos logrados en finanzas corporativas unido con el acercamiento a la realidad sean un reflejo de la labor que podrían desempeñar los ingenieros financieros en organizaciones como ésta, con pequeñas dificultades pero que con el paso del tiempo pueden generar problemas de sostenibilidad económica si no se hace algo al respecto.

2.1 PRESENTACIÓN DE LA ORGANIZACIÓN.



2.1.1 Reseña Histórica.

Calzado La Moda surgió con la idea de Ana Francisca Román, quien apoyó al señor **Carlos Augusto Angarita Sánchez** propietario actual de esta empresa y yerno de la señora.

Esta empresa se inició como una sucursal de la fábrica PILATOS, bajo el nombre de PILATOS II, elaborando sandalias para niñas en cueros y sintéticos. En 1993, deciden impulsar la línea de calzado, a través del calzado Sueco con la etiqueta de Calzado PILATOS. Este lanzamiento se desarrolló en asocio con el señor Alirio Gómez, dueño de PILATOS y cuñado del señor Carlos Augusto Angarita.

Al ausentarse de la fábrica el señor Carlos Augusto Angarita debido al cumplimiento de otros compromisos laborales en la ciudad de Bogotá, asume la dirección de la empresa la señora Diana de Angarita, esposa del propietario, la cual proviene de una familia con tradición en esta actividad, en la cual sus hermanos poseen empresas independientes productoras de artículos de cuero.

Al cabo de un año de funcionamiento de esta empresa como sucursal de calzado PILATOS, la señora Diana de Angarita decide que está lista para independizarse debido a que cuenta con los recursos económicos suficientes, una infraestructura adecuada y la experiencia suficiente para llevar a cabo el proyecto; A partir de ese momento, la empresa cambia su razón social a de PILATOS II a lo que hoy se conoce como “LA MODA”.

En su etapa inicial, la fábrica contaba con equipos ya adquiridos, luego, debido a la excelente actividad económica, adquiere mayores recursos combinando los propios con los créditos otorgados por las entidades financieras de la región. Desde hace seis años, LA MODA decide tomar como productos líderes la zapatilla y las sandalias en sus estilos formal e informal enfocados hacia un mercado netamente femenino. Cada uno de los productos líderes va acompañado de su bolso correspondiente.

Parte del éxito comercial de la empresa, comienza en las ferias Nacionales e Internacionales a las cuales ha asistido puntualmente, debido a que permiten crear un mayor número de conexiones con otros productores, con los cuales se crean alianzas e inician a comercializar productos de cuero para aumentar de esta manera su gama de productos ofrecidos a los clientes. Además, los contactos feriales han permitido percibir en primer nivel el modo cambiante de la moda, herramienta clave al momento de innovar y desarrollar nuevos diseños y materias primas para los productos.

Actualmente LA MODA produce Zapatillas, Sandalias y Bolsos para dama en una amplia gama de diseños y estilos. La empresa en sus puntos de venta comercializa además, otros productos en cuero como Correas y Botas, producidos por otras fábricas que pertenecen a familiares de la señora Diana de Angarita. Lo anterior, se ha planteado como una estrategia familiar que busca apoyarse mutuamente para fortalecer el crecimiento de todas las empresas. En resultado a la mutua colaboración, se han establecido claramente tres líneas de Calzado:

- Línea Diana de Angarita.
- Línea Moda Class.
- Línea Moda Kids.

❖ **MISIÓN:**

“Nuestra empresa tiene como propósito diseñar, producir y comercializar calzado que cumpla con todos los requerimientos de calidad buscando con ello competitividad frente a las competencias, proyectándose en el ámbito nacional e internacional. Con el objetivo de ser cada vez mejores nos esforzamos cada día con la convicción de que nuestro grupo de trabajo sea más eficiente para que al final el resultado de nuestro calzado satisfaga la necesidad del mercado al que nos dirigimos.

Nuestras principales cualidades que hacen que nos identifiquemos ante el mercado del sector son: disciplina, calidad, buen servicio y la eficiencia ante todo”.

❖ **VISIÓN:**

“Para el 2006 nuestra empresa quiere crear un producto de alta calidad con el fin de tener una aceptación en el mercado nacional e internacional, al igual que contar con un avance tecnológico y financiero que nos permita garantizar nuestra permanencia en el sector”.

2.1.2 Estructura Organizacional.

A fin de demostrar la organización interna de la empresa, La Moda se basa en la estructura organizacional que corresponde al diseño funcional por áreas. Actualmente la empresa cuenta con tres áreas que son: Producción, Ventas y Contabilidad.

La figura 1. Muestra la Estructura Jerárquica de la empresa el cual esta encabezada por la gerencia, ejercida por su propietario Carlos Augusto Angarita, de su efectiva gestión depende las tres áreas de la empresa.

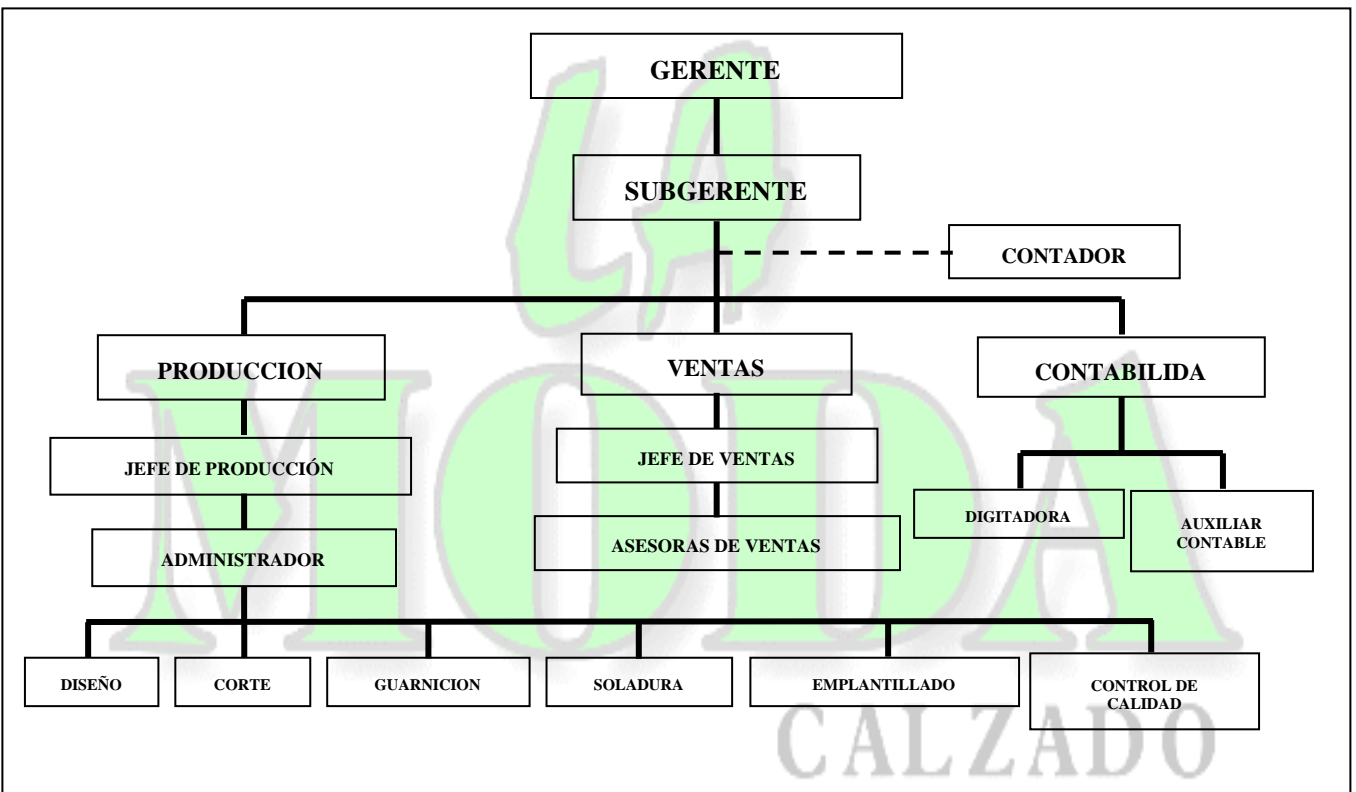


Figura 1. Estructura Jerárquica de la Empresa

2.1.3 Producción Y Ventas.

❖ **¿Qué buscan los clientes de La Moda?** Buenos materiales, diseños, precios, calidad, terminados, amabilidad, ubicación, color, garantía, tallaje, marca, disponibilidad y servicio posventa.

□ **CLIENTES:**

La clientela de calzado La Moda esta constituida por clientes industriales o comerciales como el Hospital Universitario de Santander, Dirección de Transito de Bucaramanga, el Sena, el INPEC, diferentes entidades financieras como Davivienda, Colmena, Banco Unión Colombiano, Colpatria, Diners, entre otras empresas, pero también se encuentran los clientes finales o consumidores finales, personas que se acercan al punto de venta para adquirir algún producto.

Calzado La Moda, puede decir que sus clientes son consumidores, ya que la empresa es productora de bienes (como productos).

Dentro de los tipos de clientes se encuentra que calzado La Moda maneja una clientela heterogénea inestable, donde los clientes son diferenciados y casi nunca modifican sus hábitos de compra. La empresa necesita adoptar varias estrategias diferentes y alterarlas con frecuencia a lo largo del tiempo.

- Clientes minoritarios: los clientes potenciales para La Moda son todas las personas que residen en la región; el calzado que se produce en la empresa va dirigido al mercado femenino.

- Clientes mayoritarios:
 - D´ Moda (Valledupar)
 - Calzatodo S.A. (Barranquilla)
 - Calzado Moreno (Medellín)
 - Calzado Vicky Charles (Maicao)

- Lucia Criales (Barranquilla)
- Comercializadora Danny y asociados S.EN.C (Cali)
- Zapatos Mi Piel Ltda. (Bucaramanga)
- Mis Viejos Zapatos Ltda. (Bogotá)
- Delsa y Ana Maria (Cartagena)
- Calzado Flippos (Villavicencio)
- Passuto (Bogotá)

□ **PROVEEDORES:**

Proveedores de fábrica:

- Topcueros
- Pieles Duarte
- Devastadora la 22
- Fagarcía
- Grupo Nova
- Cueros y accesorios
- Representaciones especiales
- Peletería Damián
- Carbolsas
- Herrajes Dudi
- Skamdya
- Unicur

Proveedores almacén:

- Sandra Benneti
- Modacol Ltda.
- Lisardini Ltda.
- Manuf A.G.B.
- Willcorts
- Jampiers
- Lissany
- Industrias Viane
- Calzado Triunfo
- Moda Bella
- Calzado Chaplins
- Carfell

Los proveedores son parte importante para la producción del calzado. Se afecta la calidad del producto dependiendo de los materiales que sean proporcionados. También la variedad de la materia prima. Los precios varían en el mercado ya que no son estándares. Los plazos de pago o la forma de pago afecta a los proveedores y a la rentabilidad de la empresa.

Se busca en estos proveedores que proporcionen productos de alta calidad, competitivos y que no se salga del mercado.

□ **COMPETIDORES:**

- Davinci
- Veruska
- Sandra Benneti
- B & V Stylos
- Parissoto

Estos son los principales competidores que tiene la empresa. Cada uno tiene excelente calidad en sus productos. Son competidores legales y tiene un mercado objetivo similar al de La Moda.

□ **EMPLEADOS:**

- | | |
|-----------------------------|------------------------|
| • 3 cortadores | • 1 administrador |
| • 1 devastador | • 4 administrativos: |
| • 1 guarnecedora de calzado | - 1 auxiliar contadora |
| • 1 costurera de bolsos | - 1 digitadora |
| • 1 armadora de bolsos | - 1 subgerente |
| • 1 armadora de calzado | - 1 gerente |
| • 3 soladores | • 3 asesoras de venta |
| • 2 ayudantes de soladores | • 1 jefe de ventas |
| • 2 emplantilladoras | |

TOTAL DE EMPLEADOS: 28

La empresa ha realizado un proceso de sensibilización con el fin de crear un sentido de pertenencia y colaboración absoluta para con la empresa.

Se les da capacitación en las diferentes áreas: productiva, personal, de higiene y seguridad industrial, de atención al cliente.

Si alguno de ellos tiene un problema esto afecta la producción.

Si las órdenes de producción no se entienden o no son claras, esto recae sobre el producto final.

□ **GOBIERNO:**

Actualmente no existe una ley que rijan la elaboración del producto. La empresa se está actualizando en el manejo tributario (impuestos) constantemente.

□ **MEDIOS DE COMUNICACIÓN:**

La empresa cuenta con un convenio con Caracol, La Mega y Tropicana, tiene propagandas en el canal TRO. Toda esta publicidad se hace con el fin de dar a conocer la organización y mostrar la calidad de los productos que se ofrecen.

3. DIAGNÓSTICO FINANCIERO

Por diagnóstico financiero se entiende el estudio que se hace de la información que proporciona la contabilidad y de toda la demás información disponible, para tratar de determinar la situación de la empresa o de un sector específico de ésta¹. El principal objetivo de este diagnóstico es detectar si existen problemas en la liquidez, rentabilidad y endeudamiento de la empresa, puntualizar las causas de estos problemas y por medio de una matriz DOFA identificar aquellas situaciones favorables y no tan favorables para utilizarlas como apoyos dentro del desarrollo de las estrategias de gestión.

Para iniciar este diagnostico nos basaremos en el desempeño histórico de la empresa reflejado en los estados financieros de los últimos tres años.

3.1 LIQUIDEZ

Al mencionar el riesgo en el análisis de la liquidez nos referimos al riesgo de que la empresa quede en incapacidad de generar fondos para el pago de sus obligaciones.

3.1.1 Análisis Del Capital De Trabajo:

□ Productividad del Capital de Trabajo (PKT)

Este indicador permite determinar de qué manera la gerencia de la empresa esta aprovechando los recursos comprometidos en capital de trabajo para generar valor agregado para los propietarios y se calcula así:

¹ LEON GARCIA, Oscar. Administración financiera fundamentos y aplicaciones.3ª ed. 1999

KTNO Ventas

La PKT se interpreta como la cantidad de centavos que se requieren en capital de trabajo por cada peso que la empresa vende y es un inductor de valor² en la medida en que mientras menos centavos para KTNO se requieran por cada peso de ventas, mayor será la liberación futura de flujo de caja libre (FCL) para los beneficiarios de la empresa. Ello, como es lógico, implicaría un aumento de su valor, pues el valor de una empresa es igual al valor presente de sus FCL futuros. Utilizando la información relacionada con la estructura de capital de trabajo de la empresa en los años 2001, 2002 y 2003, se deducen los siguientes indicadores PKT:

AÑO	2001	2002	Variaci %	2003	Variaci %
VENTAS	\$ 208.803.807	\$ 275.545.577	31.96	\$ 622.064.681	125.76
CXC	\$ 8.866.345	\$ 34.680.266		\$ 135.713.151	
INVENTARIO	\$ 53.580.000	\$ 73.650.000		\$ 78.000.000	
KT	\$ 62.446.345	\$ 108.330.267	73.48	\$ 213.713.151	97.28
CXP	\$ 21.797.169	\$ 58.877.285	170.11	\$ 130.225.961	121.18
KTNO	\$ 40.649.175	\$ 49.452.982	21.66	\$ 83.487.190	68.82
PKTNO	19.47%	17.95%		13.42%	
PKT	29.91%	39.31%		34.36%	

CUADRO 1

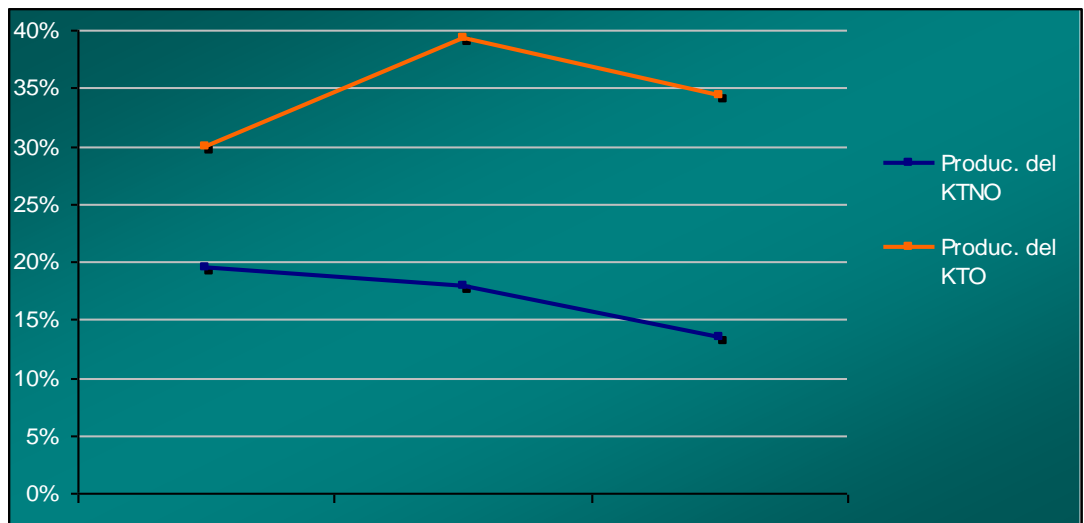
La información del Cuadro 1 sugiere que la empresa año tras año requiere cada vez menos inversión en KTNO con respecto a sus ventas, pues este índice cada vez es menor.

Lo ideal sería que esta mejora se deba a un incremento en el KT y las cuentas por pagar menor que el incremento que presente las ventas, sin embargo, ésta no fue la situación que se dio en el año 2002 pues la disminución de este índice se debió a un incremento inusual de las cuentas por pagar de 170.11% que hizo disminuir

² LEON GARCIA, Oscar. Administración financiera fundamentos y aplicaciones. 3ª ed. 1999

el KTNO reflejando una aparente mejora y suponiendo la presencia de un hecho favorable cuando en realidad es todo lo contrario.

	2001	2002	2003
Produc. del KTNO	19,47%	17,95%	13,42%
Produc. del KTO	29,91%	39,31%	34,36%



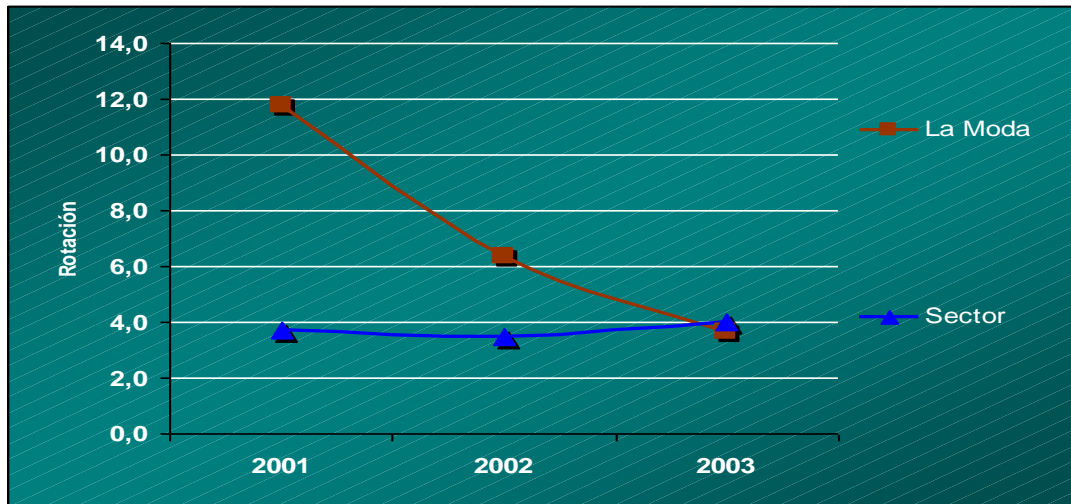
Gráfica 1. Productividad del capital de trabajo

Por lo tanto se recalcula este índice separando las cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios, con lo que el indicador quedaría reflejando solamente el efecto del manejo de las CxC e inventarios y su comportamiento se refleja en la gráfica 1.

Como la Productividad del KTNO recoge las rotaciones de las tres cuentas mencionadas en un solo indicador que sirva como medida del desempeño total de la organización, se analizará las rotaciones individuales de cada una de estas cuentas para conocer su comportamiento.

□ **Análisis de Cartera**

ROTACION EN CXC			
Veces	2001	2002	2003
La Moda	11,8	6,3	3,7
Sector	3,7	3,5	4
Días	2001	2002	2003
La Moda	30,5	57,1	97,3
Sector	97,3	102,9	90,0



Gráfica 2. Rotación de Cartera

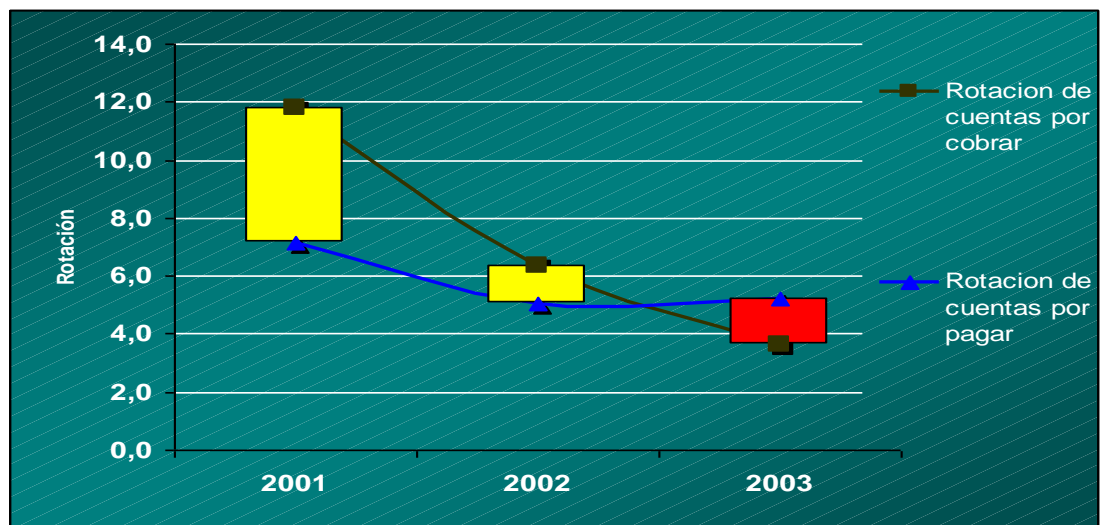
Teniendo en cuenta la Gráfica 2 podemos apreciar un aumento significativo de la cartera, con lo que podemos apuntar que las ventas a crédito han aumentado. Este aumento en la cartera representa un mayor riesgo tanto en la liquidez como en la rentabilidad ya que además de que la empresa se demora mas días en recaudar sus facturas, debe prepararse para cubrir este flotante, financiándolo y asumiendo el costo de esta financiación, además castigar las cuentas que se hagan incobrables.

La rotación de cartera (veces) disminuyó considerablemente debido al aumento en el plazo de crédito otorgado a los clientes, ya que paso de una política de 60 días en 2002 a otorgar 90 días en 2003, pero la principal causa para tomar esta

decisión fue el alto nivel de competencia que se afronta en este sector y no una política con buenas bases para poder otorgar mayores plazos a los mayoristas. En este caso podemos decir que la empresa logró un comportamiento similar al sectorial en este índice, sin embargo aquí se origina uno de los principales problemas de liquidez en la empresa.

□ **Cuentas por Cobrar Vs Cuentas por Pagar**

FLOTANTE DE TESORERIA			
Veces	2001	2002	2003
Rotación CXC	11,8	6,3	3,7
Rotación CXP	7,2	5,1	5,2
Días	2001	2002	2003
Rotación CXC	30,5	57,1	97,3
Rotación CXP	50	70,6	69,2



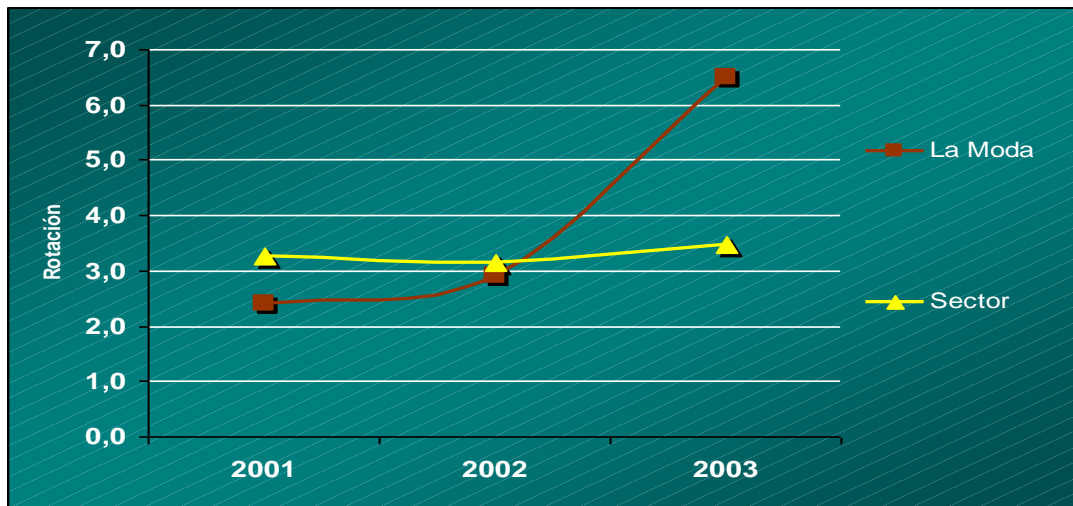
Gráfica 3. Flotante de tesorería

La situación que se aprecia en la Gráfica 3 muestra el crecimiento más acelerado de las cuentas por pagar que la cartera, pues la empresa se ve obligada a conceder mayores plazos a sus clientes mayoristas para mantener y aumentar un poco sus ventas, además, la disminución de los plazos ofrecidos por los

proveedores son los que generan una mayor inversión en el capital de trabajo. Como podemos ver, el año 2003 la empresa apoyó parte de su proceso de crecimiento en la financiación de sus proveedores, situación tanto arriesgada como costosa, ya que no se están aprovechando los descuentos por pronto pago ofrecidos.

□ **Rotación de Inventarios**

ROTACION DE INVENTARIOS			
Veces	2001	2002	2003
La Moda	2,4	2,9	6,5
Sector	3,3	3,1	3,5
Días	2001	2002	2003
La Moda	150	124	55
Sector	109	116	103



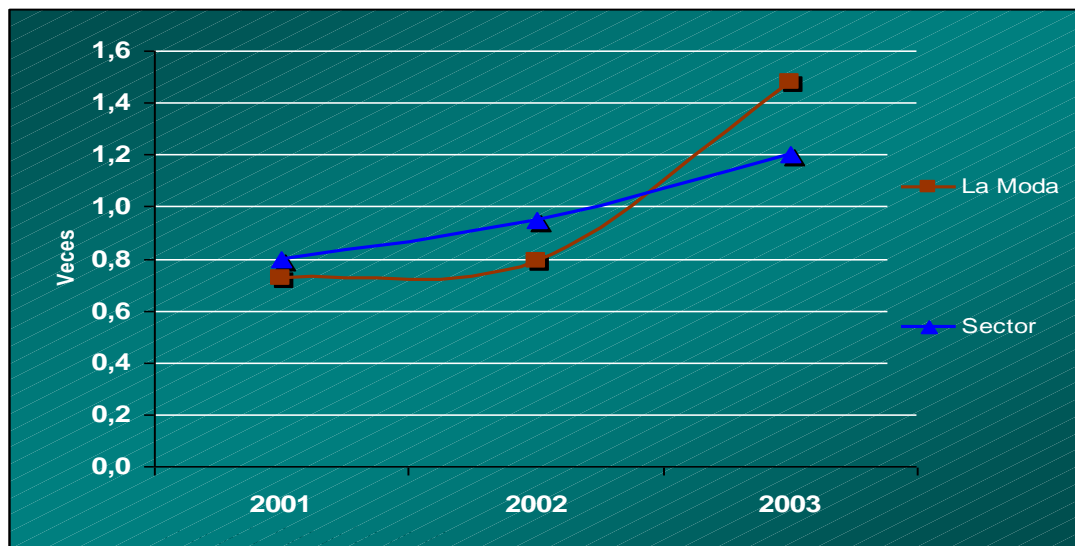
Gráfica 4. Rotación de Inventarios

La rotación de inventarios como podemos observar ha aumentado y sobrepasó los estándares de la empresa. En este caso cabe resaltar que “La Moda”, a pesar de crecer sus ventas para el 2003 en alta proporción, logró mantener el mismo nivel de inventarios que se manejó en los años anteriores.

Para analizar el comportamiento de los indicadores financieros de la empresa, comparamos los de la empresa en el 2003 con los del sector en el mismo año. Los indicadores del sector³ son el promedio de empresas que trabajan con productos derivados del cuero. Se incluyen empresas de calzado santandereanas como: Davinci, Veruska, Sandra Benneti, B y V Stylos, Parissoto, entre otras.

□ Razón Corriente

RAZON CORRIENTE			
Veces	2001	2002	2003
La Moda	0,7	0,8	1,5
Sector	0,8	1,0	1,2
CARTERA			
Días	2001	2002	2003
La Moda	30,57	56,89	98,61
Sector	96,80	103,50	89,60
PASIVO PROVEEDORES			
Días	2001	2002	2003
La Moda	50,35	71,15	69,23
Sector	70,30	69,10	63,40



La razón corriente nos muestra qué tantas veces pueden los activos corrientes cubrir los pasivos corrientes, de igual manera nos muestra la eventualidad del

³ Datos sectoriales obtenidos de la revista La Nota Económica - Primer Semestre 2005

riesgo de liquidez y la efectividad en el capital de trabajo de la empresa⁴. Dentro de este marco podemos percibir cómo para el 2003 se dió una mejora en este indicador, que en los años anteriores había presentado un comportamiento bajo con respecto al sector. Pero esta aparente mejoría no se debe a un evento necesariamente bueno para la empresa ya que fue el resultado de un incremento de los días de cartera, sin lograr una disminución en sus días de cuentas por pagar a proveedores.

Para el 2003 el crecimiento se da principalmente por el aumento tan considerable de las cuentas por cobrar, que pasan de 58 a 97 días, frente a aumentos proporcionalmente menores en cuentas por pagar a proveedores e inventarios.

Dentro de los activos corrientes, el rubro que proporcionalmente tiene mas peso es la cartera que representa para el último periodo de análisis el 25% del activo total y el 63% del disponible.

Las cuentas por cobrar en el año 2003 presentaron un aumento considerable, generado principalmente por el alto grado de competencia y la poca o inadecuada gestión de crédito y cobranzas de la empresa ya que no se ha hecho una buena administración de descuentos por pronto pago que puede compensar las cuentas morosas.

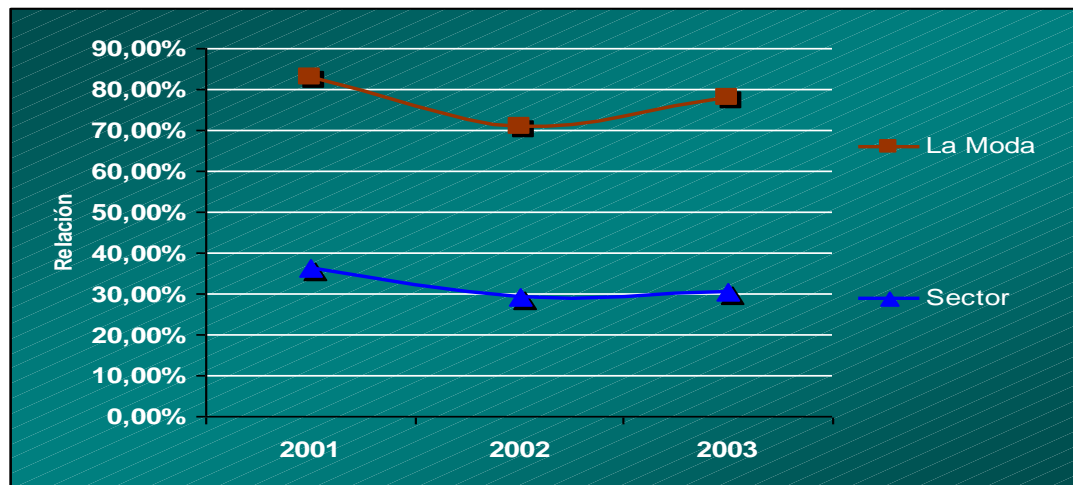
Un alto nivel de la cartera, aumenta considerablemente la necesidad de capital de trabajo de la empresa, porque debe mantener mayor dinero invertido para operar eficientemente; cuando se ve acosado por no tener capacidad de invertir en capital de trabajo debe autofinanciarse a través de sus proveedores, afectando directamente su capacidad de pago en el corto plazo.

3.2 ENDEUDAMIENTO TOTAL

En el caso de “La moda” el índice de endeudamiento ha registrado un aumento en los últimos años como lo muestra la siguiente Gráfica:

⁴ LEON GARCIA, Oscar. Administración financiera fundamentos y aplicaciones.3ª ed. 1999

PASIVO TOTAL			
Miles de \$	2001	2002	2003
La Moda	178.010	218.812	320.552
Sector	234.329	216.100	272.396
PATRIMONIO			
Miles de \$	2001	2002	2003
La Moda	170.909	198.917	226.050
Sector	281.949	291.238	324.690
ENDEUDAMIENTO			
Veces	2001	2002	2003
La Moda	104,15%	110,00%	141,81%
Sector	83,11%	74,20%	83,89%



Gráfica 6. Crecimiento Endeudamiento

Esta mayor proporción de deuda supone un mayor riesgo para la empresa, pues una disminución incontrolable del volumen de operación podría acarrearle una situación grave de iliquidez como consecuencia de la alta carga financiera que dicha deuda implicaría.

	2001		2002		2003	
	Empresa	Sector	Empresa	Sector	Empresa	Sector
Relación Deuda / Patrimonio	83.04%	76.68%	70.96%	74,22%	77.78%	83,82%

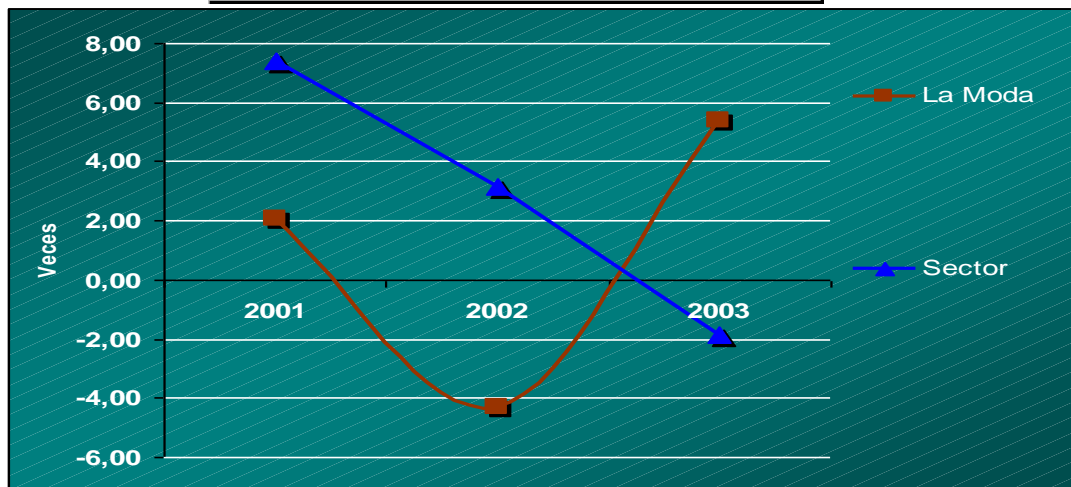
CUADRO 2

Por medio de este cuadro se puede observar el crecimiento que tuvo la relación Deuda / patrimonio de la empresa, de igual forma se aprecia la poca diferencia que guarda la empresa con el sector.

El nivel de apalancamiento de la empresa en 2003 se incrementó en 6.82 puntos con respecto al año anterior, básicamente debido al notable crecimiento de las ventas y la necesidad de contar con una infraestructura acorde al prestigio que la empresa quiere alcanzar; los propietarios han estado promocionando su portafolio de calzado en lugares estratégicos como las ferias de exposiciones que usualmente se realizan en la ciudad de Bogotá y Medellín.

□ Apalancamiento Financiero

UTILIDAD OPERACIONAL			
Miles de \$	2001	2002	2003
La Moda	23.622	39.901	55.107
Sector	26.781	30.754	20.532
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS			
Miles de \$	2001	2002	2003
La Moda	11.346	-9.271	10.201
Sector	3.626	9.760	-11.081
APALANCAMIENTO FINANCIERO			
Veces	2001	2002	2003
La Moda	2,08	-4,30	5,40
Sector	7,39	3,15	-1,85



Gráfica 7. Apalancamiento Financiero

Una herramienta para medir el riesgo financiero de la empresa es el *Apalancamiento Financiero*, que muestra la relación de cambio de Utilidad antes de Impuestos frente a un cambio determinado en la Utilidad Operacional⁵.

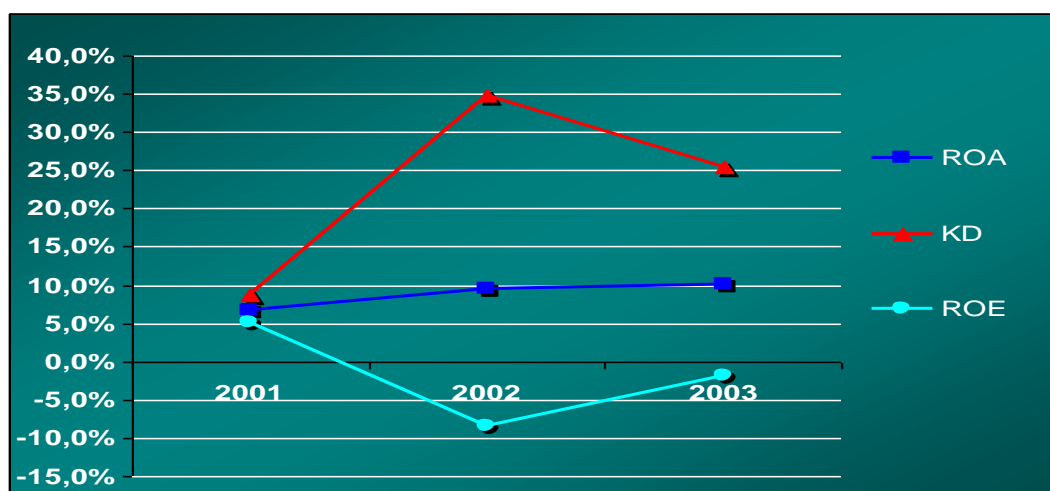
⁵ LEON GARCIA, Oscar. Administración financiera fundamentos y aplicaciones. 3ª ed. 1999

El propósito de este indicador es verificar que el rendimiento del activo supere el costo de la financiación de los recursos invertidos en el mismo. De cumplirse esta condición, el apalancamiento sería considerado favorable.

El grado de apalancamiento financiero obtenido para el año 2003 fue de 2.17, lo cual significa que por cada punto que se aumenten (o disminuyan) la utilidad operacional, habrá un aumento (o disminución) porcentual de la UAI de 2.17 puntos; como se puede apreciar en la Gráfica 8, el grado de apalancamiento es desfavorable porque el costo de la deuda siempre es mayor a la rentabilidad generada por los activos.

Los resultados observados para los años 2002 y 2003 demuestran la gran carga financiera que tiene que soportar tanto la empresa como el sector, afectando la utilidad antes de impuestos. Pero no se debe tanto a que sean altas las tasas de interés que se estén pagando, si no al deterioro del margen operacional ocasionado por los altos costos de la mercancía vendida.

	2001		2002		2003	
	La Moda	Sector	La Moda	Sector	La Moda	Sector
ROA	6,77%	4,96%	9,55%	6,06%	10,08%	3,44%
KD	8,65%	25,52%	34,83%	37,98%	25,54%	35,65%
ROE	5,21%	-2,52%	-8,39%	-3,25%	-1,94%	-6,34%



Gráfica 8. Relación de Tasas de Interés

La relación de tasas de interés que se presenta en la empresa nos muestra el apalancamiento financiero desfavorable que afrontan los propietarios ya que corriendo más riesgo que el acreedor, esta obteniendo una tasa inferior que la de aquél.

Observando la situación del año 2002, donde se contrató deuda al 34.83% para invertirla en activos que producen el 9.55% con lo que la pérdida financiera deben absorberla los propietarios con parte de la utilidad que les compensa el riesgo operativo. En este caso no tendría sentido aumentar el endeudamiento mientras no haya posibilidad de mejorar la rentabilidad del activo o disminuir el costo de la deuda.

3.3 RENTABILIDAD

La rentabilidad es la medida de la productividad de los fondos comprometidos en un negocio⁶. Aumentar su valor asegurando su permanencia y crecimiento es el principal objetivo a tener en cuenta en la empresa. Las causas de los problemas de rentabilidad son estructurales y se resuelven con decisiones estratégicas cuyo efecto se da en el largo plazo.

Nosotros hemos acogido el método de “árboles de rentabilidad”⁷ para explicar la descomposición de la rentabilidad, partiendo de la rentabilidad del patrimonio y ésta, expresada en la rentabilidad operativa y la contribución financiera.

Esta alternativa de análisis de rentabilidad nos permite:

- Identificar cuales son los factores críticos que afectan, favorable o desfavorablemente a los promotores de valor en la empresa: rentabilidad del activo y flujo de caja libre.
- Permitir la comparación con el sector o competidores considerados exitosos

⁶ LEON GARCIA, Oscar. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. 1ª ed. 2003

⁷ Sistema Dupont

- Establecer como ha sido el comportamiento histórico de los diferentes aspectos que afectan la rentabilidad.
- Detectar cuales son las áreas del problema.

3.3.1 Rentabilidad Del Patrimonio

$$\text{RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO} = \text{RENTABILIDAD DEL ACTIVO} + \text{CONTRIBUCION FINANCIERA}$$

Para empezar a analizar la rentabilidad del patrimonio se debe comparar con la rentabilidad del activo.

	2001		2002		2003	
	Empresa	Sector	Empresa	Sector	Empresa	Sector
Rentabilidad del Activo	6,77%	4.96%	9.55%	6.06%	10.08%	3,44%
Rentabilidad del Patrimonio	6,64%	1,29%	-4,66%	3,35%	4,51%	-3,41%
Contribución Financiera	-0.13%	-3.67%	-14.22%	-2.71%	-5.57%	-6.85%

CUADRO 3

Como se aprecia en esta tabla, la rentabilidad del activo siempre fue menor que la rentabilidad del patrimonio, lo que representa una contribución financiera negativa, y por consiguiente la el costo de la deuda es superior a la rentabilidad del activo, lo que representa para la empresa una destrucción de valor, que se agudiza en la medida en que el nivel de endeudamiento aumente.

El deterioro de la rentabilidad generada por el patrimonio en los años 2002 y 2003 obedece en gran parte al alto pago de intereses como consecuencia del mayor nivel de endeudamiento y por la mora que debe pagarse a los proveedores, tanto que en el año 2002 la utilidad operacional solo alcanzó a cubrir el 81.15% de los

gastos financieros. Sin embargo, la empresa presentó una mejoría en el año 2003 con respecto al sector en el ROE, mejoría que obedeció mas a la disminución en el pago de intereses que al aumento del margen operacional ya que este último índice fue el más bajo de la empresa en el periodo de análisis.

	2001		2002		2003	
	Empresa	Sector	Empresa	Sector	Empresa	Sector
Margen Bruto	38,64%	26,90%	33,08%	28,00%	20,84%	24,70%
Margen Operacional	11,31%	4,78%	14,48%	5,94%	8,86%	3,06%

CUADRO 4

Como lo demuestra el Cuadro 4, más que las altas tasas de interés que pagan las empresas sean la causa de la contribución financiera negativa, el deterioro de los márgenes debido al mayor costo de ventas y como consecuencia el decrecimiento de la utilidad operacional, fue lo que llevó a una menor cobertura de intereses y a una perdida en el ejercicio.

Dicho comportamiento se debe al aumento en los costos de la mercancía vendida, que es en gran parte, el principal problema que afrontó el sector; los costos y gastos administrativos se han mantenido estables, influyendo positivamente en el citado margen.

Cabe resaltar que el precio de los productos se ha conservado sin variaciones significativas en los últimos tres años, por consiguiente, la utilidad bruta se percibe deteriorada como resultado del comportamiento de los precios de los insumos que sufren constantes alzas durante los periodos analizados.

Cabe mirar ahora cuales pudieron ser las causas o factores que influyeron en el deterioro de la rentabilidad del activo.

3.3.2 Rentabilidad Del Activo

$$\text{RENTABILIDAD OPERATIVA DEL ACTIVO} = \text{MARGEN DE UTILIDAD OPERATIVA} \times \text{ROTACIÓN DE ACTIVOS}$$

	2001		2002		2003	
	Empresa	Sector	Empresa	Sector	Empresa	Sector
Margen Operacional (%)	11,31%	4,78%	14,48%	5,94%	8,86%	3,06%
Rotación del Activo	0.59	1.03	0.65	1.02	1.14	1.12

CUADRO 5

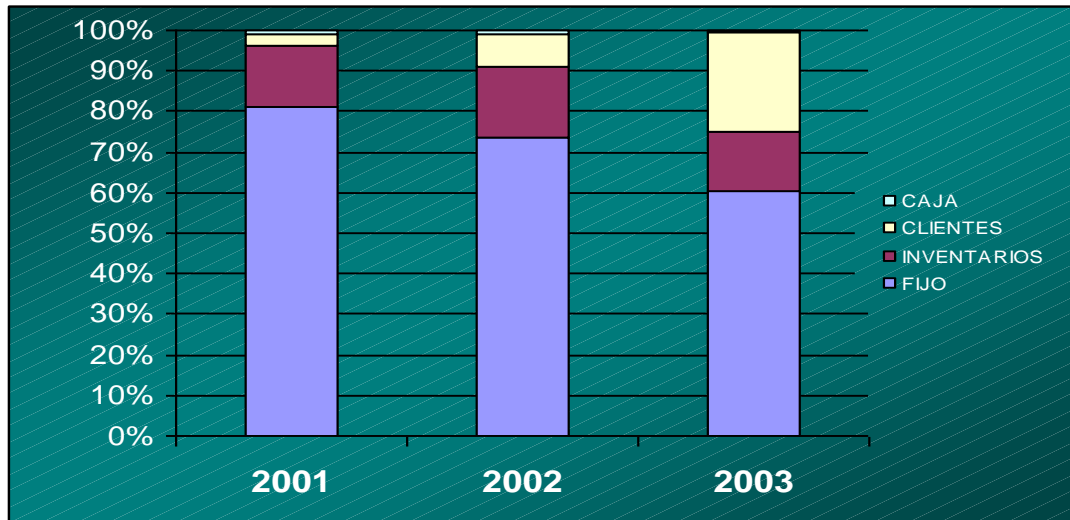
La rentabilidad del activo ha presentado un crecimiento desacelerado en los últimos años; el aumento que la empresa tuvo en este índice en el periodo 2001-2002 se debió al incremento del margen operacional y a un leve crecimiento en la rotación de activos.

Aunque en 2003 se alcanzó un nivel de ventas muy superior al de los años anteriores, el margen operacional no tuvo un buen comportamiento, de hecho, a pesar de ser mayor que el del sector, fue el más bajo en los últimos años y disminuyó en 38.81% con respecto a su año anterior, esto debido a que la utilidad operacional obtenida fue muy baja para el nivel de ventas alcanzado.

Pero esta utilidad no se vio afectada por la carga en los gastos operacionales de la empresa, si no en el mayor costo de la mercancía como se puede observar en el Cuadro 5.

La rotación de activos de la empresa aumentó en los últimos dos años y fue mayor a la del sector en el 2003, esto debido a la gran evolución de las ventas como consecuencia de la mayor inversión en cuentas por cobrar que hizo la empresa.

	2001	2002	2003
FIJO	282.809.059	306.321.338	330.959.096
INVENTARIOS	53.580.000	73.650.000	78.000.000
CLIENTES	8.866.344	34.680.266	135.713.151
CAJA	3.663.989	2.956.725	1.929.688
TOTAL	348.919.392	417.608.330	546.601.935



Gráfica 9. Importancia del Activo Corriente

Esta gráfica muestra la forma como en la empresa se están asignando los fondos entre los diferentes tipos de activos. La empresa ha mantenido alto índice de participación del activo en los últimos años como consecuencia de los altos niveles de cartera, ya es la cuenta que demandó mayor inversión de capital en los últimos años, pasando de ocupar 13% en 2001 a ocupar el 63% del activo corriente en el 2003.

El anterior análisis se pretende resumir en la siguiente figura:

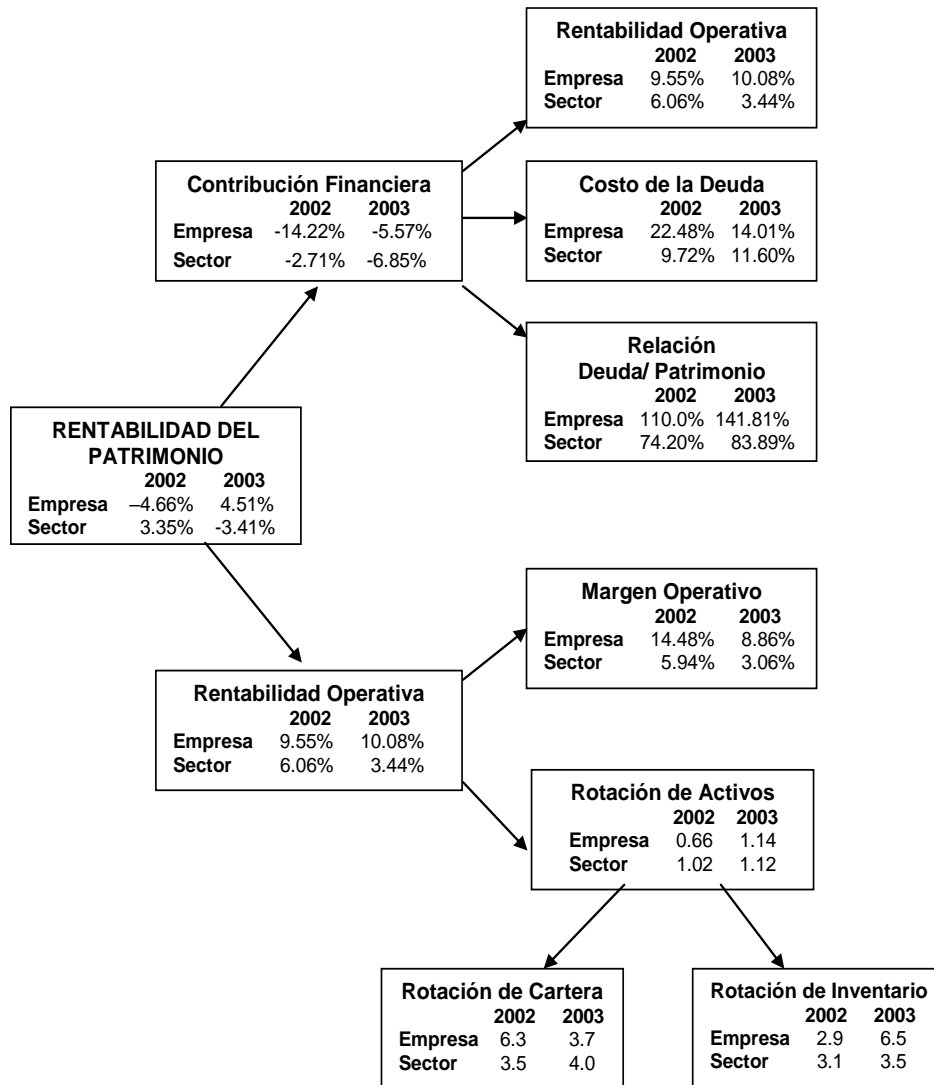


Figura 2. Arbol de Rentabilidad

Después de profundizar sobre estas variables, presentamos la matriz DOFA, donde relacionamos aquellas situaciones que detectamos favorables y desfavorables dentro y fuera de la empresa, para iniciar con la siguiente parte de nuestro proyecto el diseño o formularon de estrategias de gestión financiera conformes a la realidad de la economía.

4. DIAGNÓSTICO ESTRATEGICO DOFA

Para realizar el diagnóstico competitivo de la empresa se hizo necesaria la identificación de los diferentes factores que influyen de manera positiva y negativa dentro de la empresa. Para lo cual se tuvieron en cuenta los aspectos financieros, operativos y económicos.

- 📖 Aspectos Financieros: se entienden como aquellos aspectos que afectan las condiciones de acceso a recursos económicos y financieros. Incluyen aspectos como acceso al crédito, condiciones de comercialización, fomento, etc.
- 📖 Aspectos Operativos: se refieren a los factores internos de la empresa que afectan los principales inductores de valor en la empresa como la Productividad del KT, Margen EBITDA, etc.
- 📖 Aspectos Económicos: cada empresa o sector se desenvuelve dentro de unas condiciones económicas particulares que afectan de manera positiva o negativa su posterior desempeño. Pueden ser factores políticos o sociales, como incentivos a exportadores o situaciones de orden público.

Después de mencionados dichos factores, se procede a clasificarlos dentro de **Debilidades Oportunidades Fortalezas y Amenazas (DOFA)**.

Las debilidades y fortalezas son de carácter interno de la empresa. No dependen de factores externos, pues son habilidades que han sido aprendidas o falencias constantes que no han podido ser superadas.

Las amenazas y oportunidades son de carácter externo pues no son fácilmente dominables por la empresa y representan posibilidades de mejorar o perder posicionamiento.

DEBILIDADES	FORTALEZAS
<p style="text-align: center;">ASPECTOS FINANCIEROS</p> <ul style="list-style-type: none"> - La inexistencia de inversiones que podrían respaldar futuros problemas en materia de capital de trabajo e insolvencia - Ausencia de recursos inmediatos para el pago de obligaciones corrientes - Desaprovechamiento de incentivos y descuentos otorgados por los proveedores por pronto <p style="text-align: center;">ASPECTOS OPERATIVOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Mala gestión de cobros que no permite mantener una cartera sana - Tecnología insuficiente, en lo que involucra la maquinaria utilizada en el proceso de fabricación. - Capacidad subutilizada de la planta - La falta de mecanismos de control sobre los gastos de materiales indirectos de fabricación, hecho que puede generar posibles pérdidas <p style="text-align: center;">ASPECTOS ECONÓMICOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Costos generales por unidad son más elevados en relación con los competidores claves. 	<p style="text-align: center;">ASPECTOS FINANCIEROS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Un gran prestigio e imagen de cumplimiento y seriedad ante el sector financiero y extra bancario, lo que permite recurrir a créditos cuando lo considere necesario. <p style="text-align: center;">ASPECTOS OPERATIVOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Políticas definidas de inventario - Canales de distribución propios <p style="text-align: center;">ASPECTOS ECONÓMICOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Calzado la moda tiene una poderosa imagen de su marca, una reputación que distingue a la compañía. - La empresa se encuentra ubicada en un sector comercial importante para la venta y comercialización del calzado - Certificación ISO 9001 que acredita que sus productos son de excelente calidad - La oferta de productos de diferentes precios, lo que permite satisfacer los consumidores de diferentes estratos económicos
AMENAZAS	OPORTUNIDADES
<p style="text-align: center;">ASPECTOS FINANCIEROS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Los constantes incrementos en el precio internacional del cuero, genera un sobre costo en el producto por lo que al final el consumidor se verá obligado a consumir en menor proporción. <p style="text-align: center;">ASPECTOS OPERATIVOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Disminución de los plazos y garantías por parte de los proveedores, lo que genera una mayor necesidad de trabajo <p style="text-align: center;">ASPECTOS ECONÓMICOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - La libre importación y aranceles más bajos para calzado proveniente de otros países que pueden ofrecerse a menores precios por su alto nivel tecnológico y su producción en serie - Aumento excesivo en los precios del cuero como consecuencia de problemas internacionales - Una amenaza potencial es la entrada constante de competidores al mercado ya que el gremio no tiene barreras grandes de entrada - Los consumidores cambian constantemente de gusto y necesidades de acuerdo al ritmo acelerado de las modas por lo que sus productos se pueden convertir en obsoletos en un periodo corto de tiempo. - Fuerte competencia internacional 	<p style="text-align: center;">ASPECTOS FINANCIEROS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Cambios en las políticas financieras del gobierno con el objeto de ofrecer menos trámites, produciendo menos obstáculos a las empresas del sector <p style="text-align: center;">ASPECTOS OPERATIVOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - La capacitación continua del personal en el sector del calzado lo que permitiría la selección de trabajadores experimentados en labores productivas que evitaría la necesidad de capacitación de la empresa <p style="text-align: center;">ASPECTOS ECONÓMICOS</p> <ul style="list-style-type: none"> - La posibilidad de integrarse a las diferentes alianzas que hace el gremio para mandar sus productos a mercados internacionales - Exponer sus productos en las diferentes ferias nacionales e internacionales para dar a conocer aun más su marca registrada.

Figura 3. Matriz DOFA

4.1 ESTRATEGIAS PLANTEADAS

Las siguientes estrategias han sido formuladas cruzando los factores positivos con los negativos:

		Estrategias Planteadas	
FO	F	Un gran prestigio e imagen de cumplimiento y seriedad ante el sector financiero y extra bancario, lo que permite recurrir a créditos cuando lo considere necesario.	PENETRACIÓN EN EL MERCADO: Ante la buena imagen y prestigio de la empresa es factible la entrada a nuevos mercados. En el momento de pedir crédito se hará con mayor confianza y rapidez.
	O	Exponer sus productos en las diferentes ferias nacionales e internacionales para dar a conocer aun más su marca registrada.	
FA	F	La oferta de productos de diferentes precios, lo que permite satisfacer los consumidores de diferentes estratos económicos.	DESARROLLO DEL PRODUCTO: El ofrecer mayor calidad en el producto a menor precio para que la sociedad menos favorecida tenga el acceso al mercado y así incrementar las ganancias por ventas
	A	Una amenaza potencial es la entrada constante de competidores al mercado ya que el gremio no tiene barreras grandes de entrada.	
DA	D	Mala gestión de cobros que no permite mantener una cartera sana	INTEGRACIÓN HACIA ATRÁS: Hacer un convenio con los proveedores para que se otorgue mayor plazo y así poder a su vez extender más el plazo de pago a los clientes de la empresa
	A	Disminución de los plazos y garantías por parte de los proveedores, lo que genera una mayor necesidad de trabajo	
DA	D	Desaprovechamiento de incentivos y descuentos otorgados por los proveedores por pronto pago.	PLANIFICACIÓN DE LAS COMPRAS A LARGO PLAZO: Implementar una estrategia de descuentos por pronto pago a los clientes mayoristas para así aprovechar los atractivos descuentos ofrecidos por proveedores por pago de contado
	A	Disminución de los plazos y garantías por parte de los proveedores, lo que genera una mayor necesidad de trabajo	
DO	D	Costos generales por unidad son más elevados en relación con los competidores claves.	INTEGRACIÓN HACIA ATRÁS: Crear alianzas para tratar de adquirir algún dominio o un mayor control en los proveedores de la empresa
	O	La posibilidad de integrarse a las diferentes alianzas que hace el gremio para mandar sus productos a mercados internacionales.	
FA	F	Canales de distribución propios	DIVERSIFICACIÓN CONCÉNTRICA: Ya que se tiene un almacén cómodo y agradable como canal de distribución propio se pueden agregar productos nuevos relacionados con el calzado
	A	Los consumidores cambian constantemente de gusto y necesidades de acuerdo al ritmo acelerado de las modas por lo que sus productos se pueden convertir en obsoletos en un periodo corto de tiempo.	
AO	A	Fuerte competencia internacional	ASOCIATIVIDAD: Establecer alianzas de trabajo asociativo que permitan incrementar la capacidad competitiva
	O	La posibilidad de integrarse a las diferentes alianzas que hace el gremio para mandar sus productos a mercados internacionales.	
AO	A	La libre importación y aranceles más bajos para calzado proveniente de otros países que pueden ofrecerse a menores precios por su alto nivel tecnológico y su producción en serie.	REINGENIERÍA: Mejora de procesos y procedimiento orientados a la reducción de costos y aumento de la productividad y competitividad.
	O	La capacitación continua del personal en el sector del calzado lo que permitiría la selección de trabajadores experimentados en labores productivas.	

Figura 4. Estrategias Propuestas

5. ASPECTOS FUNDAMENTALES SOBRE LA APLICACIÓN DEL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA

En las etapas anteriores se identificó la empresa y el sector en el que opera, así como la gestión administrativa por medio del diagnóstico financiero y se han determinado las debilidades, fortalezas, amenazas y oportunidades, que la organización ha venido presentando con su actual manejo financiero; a su vez, se han propuesto una serie de estrategias para planear el desarrollo de la empresa de manera futurista y llegar a una situación deseada y probable.

Las personas que tienen poca relación con las finanzas tienen por lo general una creencia errónea sobre el verdadero significado de las utilidades netas que arroja una empresa en un periodo determinado, tanto así, que son tomadas como base para la toma de decisiones, cuando en realidad la maximización de las mismas no son más que un concepto cortoplacista.

Quizás, los objetivos más importantes que una empresa debe tener presente son el crecimiento y la permanencia, y éstos solo se logran si existe una verdadera sincronización de todas las áreas de la organización encaminadas a la maximización de su valor, es decir, siempre debe estar enfocada en una perspectiva de largo plazo.

“Si el objetivo de todo negocio es crear riqueza o valor económico lo primero que debe interesar a sus propietarios o a los socios es saber cuánto vale, cómo se mide su valor y qué está haciendo para cumplir el objetivo. Determinar el valor permite distinguir si el negocio es bueno o malo”.⁸

⁸ Ingeniera Silvia Iguarán - Catedrática Experta en Valoración de Empresas

Para determinar el alcance del objetivo básico financiero, mencionado anteriormente, es decir, para determinar si el valor de la empresa esta aumentando o disminuyendo, es indispensable remitirnos a la metodología del flujo de caja neto descontado como dicho indicador.

El método de flujo de caja descontado se basa en medir la capacidad de la empresa de generar riqueza futura. “Este método es fácil porque los cálculos se hacen con las matemáticas financieras, y difícil porque SE DEBE SABER PROYECTAR FLUJOS DE CAJA Y CALCULAR UNA TASA DE DESCUENTO. Por ello, no es un resultado exacto y tiene errores. El resultado es una gama de valores posibles del valor de la empresa”⁹.

Pero, ¿qué es el valor de la empresa? Conceptualmente el valor de la empresa esta determinado por los flujos futuros que la misma puede producir; por ello el valor actual de la empresa corresponde al valor presente de los flujos futuros de efectivo descontando pasivos contingentes y ocultos que pudieran existir.

Varias áreas de la Ingeniería financiera requieren habilidades avanzadas de modelación; otras requieren menos, pero todas requieren al menos algunas habilidades de modelación. “Definimos habilidades de modelación como la habilidad de identificar los elementos críticos de una situación compleja con el fin de separar aquellos que son relevantes de los que no los son”¹⁰.

La modelación es un paso necesario en el análisis de problemas y en la prueba de soluciones potenciales a los problemas.

⁹ VÉLEZ PAREJA, Ignacio - Dpto. de Admón. Universidad Javeriana

¹⁰ New York Institute of finance-1992

Hay muchas formas diferentes de modelar, y diferentes ingenieros financieros utilizan diferentes aproximaciones. Algunas aproximaciones son muy intuitivas mientras que otras son estructuradas muy rigurosamente. En tales aproximaciones se comienzan con un grupo de supuestos se deducen relaciones y se logran conclusiones.

En años recientes, esta clase de modelación ha sido adaptada a las hojas de calculo ya que este software permite examinar con gran rapidez como las conclusiones de un modelo cambian al cambiar los supuestos iniciales.

“El pronóstico financiero constituye un proceso en el cual las condiciones económicas que se prevén, las políticas y las decisiones de la empresa, la estadística y los indicadores financieros se combinan y se organizan en una proyección para un periodo futuro deseado”¹¹.

5.1 METODOLOGÍA UTILIZADA PARA ESTIMAR LOS FLUJOS DE CAJA

5.1.1 Recopilación De Información Histórica:

Fue necesario contar con la información de la empresa de calzado La Moda.

📖 Debido a la tendencia estacional en el comportamiento de las ventas en unidades, se utilizó la demanda trimestral en las tres líneas de zapatos vendidos y la línea de bolsos durante los años 2001,2002 y 2003.

📖 El estado de resultados y balance general de los años mencionados anteriormente.

¹¹ ORTIZ ANAYA, Hector- Flujo de Caja y Proyecciones Financieras. 1ª ed. Bogotá: universidad Externado de Colombia

5.1.2 Formulación De Las Bases Para Las Proyecciones:

- 📖 Para estimar las ventas en unidades, se tiene en cuenta la información que inicialmente fue obtenida de la empresa, de esta manera se procede a analizar los datos en el paquete financiero Statgraphics, el cual revela la presencia de estacionalidad en la serie de datos, es decir, brinda contabilidad para ser aplicado dicho modelo de pronóstico. (Ver Anexos)
 - 📖 Para estimar los precios de venta de las diferente líneas se aplico un coeficiente de incremento, el cual depende de la inflación anual proyectada.
 - 📖 El costo de ventas, debido a la complejidad de la información para construir el estado de costos de la empresa, se tomó como premisa de proyección el promedio del comportamiento histórico de la misma, por lo que existe una relación estrecha entre estos dos rubros: ventas y costo de ventas, ya que a medida que aumentan las ventas, el monto del costo de ventas se incrementa en costos variables, pero de igual forma, a futuro se espera que la empresa maneje incremento de costos similares al incremento de precios de productos finales.
 - 📖 En el caso de los gastos de administración y ventas se expresaron como un porcentaje del ingreso por ventas, ya que la mayoría de éstos son variables.
 - 📖 Para la determinación de los gastos financieros se partió de la estructura financiera de cada año tomada del balance general, en el cual se calcula el nivel de pasivos, el cual es distinto en cada periodo de proyección.
 - 📖 Para calcular el valor del impuesto se tomo la tarifa que actualmente aplica según el Estatuto Tributario vigente.
-

- 📖 En el valor del KTNO y la reposición de activos fijos fue propuesto por el propietario en su plan de inversiones.

- 📖 En cuanto a las políticas de repartos de dividendos, la empresa no cree conveniente realizarlo, debido a que los mismos propietarios son empleados directos de la organización por lo cual devengan un salario.

- 📖 WACC: representa el costo las diferentes fuentes de financiación utilizadas por la empresa por su correspondiente participación dentro del pasivo a mediano y largo plazo más el patrimonio.

- 📖 Se aplicó el Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM), de acuerdo a las variables que presenta el mercado nacional. Ya que la estructura de capital no fue constante en los años de proyección, el costo de los recursos propios cambia, pues se apalanca el beta de cada año de acuerdo a su correspondiente estructura de capital, y se recalcula el WACC con este nuevo costo.

6. IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS SIGNIFICATIVOS

“El margen EBITDA se entiende como uno de los indicadores de eficiencia operacional para identificar los riesgos financieros de la empresa y reflejar el efecto de las estrategias enfocadas a incrementar los ingresos o reducir los costos y gastos”⁷. Este margen resulta de dividir esta utilidad entre las ventas del periodo y se interpreta como los centavos que por cada peso de ingresos se convierte en caja con el propósito de atender el pago de impuestos, apoyar las inversiones, cubrir el servicio a la deuda y repartir utilidades.

INDICADORES DE COBERTURA	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas	1.035.659.250	1.345.177.697	1.578.820.244	1.798.266.108	2.043.063.591
EBITDA	113.922.518	155.219.161	184.955.375	213.830.880	246.153.402
Margen EBITDA	11,00%	11,54%	11,71%	11,89%	12,05%
Sd/Ebitda	23,728%	24,320%	21,260%	18,182%	14,981%
Sd/FCL	-63,349%	137,158%	93,178%	74,906%	42,169%

CUADRO 6: INDICADORES DE COBERTURA

Como se aprecia en el cuadro indicadores de cobertura, el margen EBITDA ha crecido en mayor proporción que las ventas, esto significa por ejemplo para el año 2005, que la empresa esté recibiendo 0.54 (11,54% - 11%) centavos más por peso vendido.

Este mayor crecimiento del margen EBITDA está asociado a un incremento en los costos y gastos en efectivo en menor proporción que el crecimiento de las ventas. En la medida en que esta situación se siga presentando en la empresa se estaría incrementando su valor.

Este cuadro también muestra otra aplicación del concepto EBITDA en la identificación de los riesgos financieros de la empresa, y consiste en la cobertura de intereses con base en el EBITDA y no con base en la utilidad Operativa, ya que

⁷ Oscar León García - Valoración de Empresas, Gerencia de Valor y Eva

esta ultima tiende a castigar a la empresa por que considera la depreciación como un desembolso cuando en realidad no lo es.

De acuerdo con estos indicadores se puede apreciar la capacidad que tiene la empresa de cubrir sus intereses sin ningún problema utilizando su EBITDA.

Una mejor medida de la cobertura de intereses es la que se obtiene utilizando el Flujo de caja libre, el cual muestra la capacidad que tiene la empresa de cubrir sus intereses utilizando el efectivo generado por las operaciones.

La evolución de este indicador y su deterioro en los años 2004 y 2005 se originó como consecuencia del flujo de caja libre, ya que fue menor que el servicio a la deuda. En 2005 a pesar de que el flujo de caja bruto soportó la mayor inversión en KTNO y reposición de activos fijos, no alcanzó a cubrir el servicio a la deuda. Situación parecida pero no igual se presenta en 2004, ya que el flujo de caja bruto no garantizó la reposición de KTNO y activos fijos, dando como resultado un flujo de caja negativo. Pero más que la inversión en KTNO, la inversión en activos fijos es la que golpea fuertemente al FCB en los años de proyección.

La otra herramienta para medir el riesgo financiero de la empresa es el *Apalancamiento Financiero*, que muestra la relación de cambio de Utilidad antes de Impuestos frente a un cambio determinado en la Utilidad operacional, y se calcula así:

°AF: UTILIDAD OPERATIVA / UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS

° APALANCAMIENTO FINANCIERO	2004	2005	2006	2007	2008
° Apalanc. Financ.	1,63	1,71	1,58	1,47	1,36

CUADRO 7. Apalancamiento Financiero

El grado de apalancamiento significa, por ejemplo para el año 2004 donde se obtuvo un AF de 1.71, que por cada punto que se aumenten (o disminuyan) la Utilidad Operacional, habrá un aumento (o disminución) porcentual de la UAI de 1.71 puntos.

Este año es el que presenta mayor grado de Apalancamiento Financiero, esto no significa que sea beneficioso o no para la empresa, sino la magnitud del beneficio que podría obtener en caso de una situación favorable en el mercado o la magnitud de los problemas que se podrían presentar en caso de una situación de crisis comercial, pues si la Utilidad Operacional disminuye en un punto en porcentaje, la UAI lo haría en 1.71 puntos.

En las proyecciones se muestra la tendencia de este indicador a disminuir año tras año, dicha tendencia se debe al costo al que se contrata nueva deuda y a la disminución del nivel de endeudamiento de la empresa, por lo que se puede concluir que el RIESGO FINANCIERO de la empresa, medido desde este indicador, cada vez es menor.

7. CONCLUSIONES

Para desarrollar el trabajo de investigación, se contó desafortunadamente, con poca información debido, entre otros, al pensamiento típico de los empresarios micro, quienes aún conservan una cultura cerrada y por ende celosa en cuanto al manejo de la misma, así como de la administración de su empresa en general.

La forma de expresar el Balance General y el Estados de Resultados de los tres años históricos, mostró que éstos son realizados netamente con carácter fiscal; la información presentada en los estados financieros debe ser clara, oportuna y pertinente para que sirva de base a la administración en la toma de decisiones; los propietarios, para conocer el progreso financiero del negocio y la rentabilidad de sus aportes; los acreedores, para conocer la liquidez de la empresa y la garantía de cumplimiento de sus obligaciones; el estado, para determinar si el pago de los impuestos y contribuciones está correctamente liquidado; el mercado, para conocer la situación de la empresa y considerarla en sus portafolios.

Sin embargo, con la información y los estudios realizados a la empresa y al sector del calzado al cual ésta pertenece, fue posible desarrollar con éxito la metodología de flujo de caja libre descontado.

El proceso para llevar a cabo nuestro trabajo de investigación consistió en:

- 📖 La recolección de datos históricos de a empresa de calzado la moda de los años 2001 2002 2003
- 📖 Llevar a cabo un diagnostico financiero que permitió determinar las eventuales necesidades de reestructuración operativa o financiera que requiere la empresa con el fin de incrementar su valor, lo cual quedo plasmado en su plan de desarrollo y cuyo efecto se traduce en unas proyecciones financieras.
- 📖 De estas proyecciones se extrajo toda la información necesaria para estimar, a su vez, el flujo de caja libre, y de esta manera, obtener el posible valor de la empresa.

La empresa analizada, no contaba con unas políticas claras sobre el manejo de ciertos rubro importantes como las cuentas por cobrar, los inventarios o las cuentas por pagar, siendo flexibles al extremo de desconocer el maltrato que le ocasiona a la rentabilidad de la empresa, provocando destrucción del valor de la misma.

La valoración de la empresa se realizó considerándola “así como está”, es decir, sin tener en cuenta ningún tipo de reestructuración.

Esta alternativa de valoración asume que el Margen Ebitda, la Productividad del KT, la Productividad del Activo Fijo y demás Inductores de Valor continúan comportándose en la forma en que lo han hecho en el pasado reciente y que la empresa no emprende alternativas de crecimiento con rentabilidad, es decir, que continúan con su misma participación en el mercado.

¿ CUÁL ES EL APOORTE AL EMPRESARIO?

El aporte de este trabajo de investigación al empresario es ofrecerle un apoyo metodológico en la toma de decisiones estratégicas del negocio basado en indicadores y medidas sobre el flujo de caja libre.

De igual forma, brindarle una herramienta de valoración ajustado a los aspectos específicos presentes en la empresa calzado La Moda, que sirva como herramienta para la evaluación del desempeño de sus negocios y la sensibilización de las diferentes estrategias que podrán ser implementadas para contribuir al mejoramiento de la gestión administrativa.

Al empresario se le facilita con este trabajo de investigación una referencia de metodología necesaria para medir y cuantificar la planeación estratégica que se quiera llevar a cabo.

A través de la metodología aplicada en este trabajo, se pretendió estimar el valor de la empresa calzado La Moda basado en una aproximación del modelo de flujo de caja descontado.

El éxito de este trabajo de investigación yace en que la empresa detecte sus fallas actuales en los diferentes rubros, liquidez, rentabilidad y endeudamiento, en otras palabras, que la organización obtenga y analice la información pertinente, interna y externa, de tal forma que se pueda autoevaluar y conforme toda una planeación estratégica en función de unos objetivos bien definidos que respondan preguntas como ¿Dónde queremos ir?, ¿Dónde estamos hoy? O ¿Cómo estamos llegando a nuestras metas?, Y de ésta manera, se pueda anticipar y decidir sobre el direccionamiento de la organización hacia el futuro.

BIBLIOGRAFÍA

LEÓN GARCÍA, Oscar. Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA. 1ª ed. 2003.

LEÓN GARCÍA, Oscar. Administración financiera fundamentos y aplicaciones. 3ª ed. 1999.

ORTIZ ANAYA, Hector. Flujo de caja y proyecciones financieras. 1ª ed. 1997.

DNP. Serie Microempresa y competitividad; Cuero. <http://www.DNP.gov.co>

Cámara de Comercio de Bucaramanga. <http://www.camaradirecta.com>.

VÉLEZ PAREJA, Ignacio - Dpto. de Admón. Universidad Javeriana