

Roberi, Leandro Carlos

Estructura de financiamiento óptima para el desarrollo comercial de Laboratorios Vita Sua S.A., para el período 2020- 2022

**Tesis para la obtención del título de posgrado de
Magister en Dirección de Empresas**

Director: Spidalieri, Roque Martín

Documento disponible para su consulta y descarga en Biblioteca Digital - Producción Académica, repositorio institucional de la Universidad Católica de Córdoba, gestionado por el Sistema de Bibliotecas de la UCC.



UNIVERSIDAD CATOLICA DE CORDOBA
INSTITUTO DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN



TRABAJO FINAL DE
MAGÍSTER EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS

ESTRUCTURA DE
FINANCIAMIENTO ÓPTIMA
PARA EL DESARROLLO
COMERCIAL DE
LABORATORIOS VITA SUA
S.A., PARA EL PERÍODO 2020-
2022.

AUTOR: LEANDRO CARLOS ROBERI

DIRECTOR: ROQUE SPIDALIERI

CÓRDOBA, 2020

Resumen

En este trabajo se analiza una empresa cuyo objeto social es la producción y comercialización de medicamentos para uso humano.

Este laboratorio se encuentra en la Provincia de Córdoba, República Argentina, y fue fundado en 1993. Comercializa sus productos en el país, y desde el año 2005, mediante exportaciones, a países de Latinoamérica, habiendo creado en ese momento un área especialmente abocada a dicho objetivo.

Desde el año 2018, la empresa decidió profundizar el desarrollo comercial internacional, lo cual se suma al crecimiento de ésta en el territorio nacional, generando la necesidad de financiar dicho incremento de actividad.

Por lo expuesto, se activa la iniciativa de realizar el presente trabajo, cuyo objetivo es conocer la estructura óptima de capital para la empresa, y evaluar las fuentes de financiamiento existentes en el mercado.

Por lo tanto, se realiza el cálculo y el análisis de la estructura de capital por nivel de endeudamiento, teniendo en cuenta el impacto de los distintos niveles en el resultado a obtener del *Economic Value Added (EVA)*, llegando así a la estructura óptima de capital.

Una vez determinada la estructura óptima de capital, se evalúan las distintas alternativas con las cuales se podrá inyectar fondos al proyecto mencionado.

Abstract

This work analyzes a company whose corporate purpose is the production and commercialization of medicines for human use.

The laboratory is located in Cordoba Province (Argentina), and it was founded in 1993. It markets products in the Argentina, and since 2005 also exports to Latin American countries, developing at that time an area specially dedicated to that goal.

Since 2018, the company decided to deepen its international commercial development, which adds to its growth in the national territory, generating the need to finance this increased activity.

Therefore, the initiative to carry out this work was activated, the objective of which is to know the optimal capital structure for the company, and to evaluate the sources of financing existing in the market.

Therefore, the calculation and analysis of the capital structure by level of indebtedness is carried out, taking into account the impact of the different levels on the result to be obtained from the Economic Value Added (EVA), thus reaching the optimal capital structure.

Once the optimal capital structure has been determined, the different alternatives with which funds can be injected into the aforementioned project are evaluated.

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	7
III. DISEÑO METODOLÓGICO	11
IV. MARCO TEÓRICO	13
4.1. Caracterización de las “Pequeñas y Medianas Empresas”	14
4.2. Marco Legal	15
4.3. Estructura de Capital	16
4.4. Teorema de Modigliani y Miller	16
4.5. Teoría del TradeOff o Equilibrio estático	18
4.6. Costo de la Deuda	19
4.7. Costo de Capital Propio	20
4.8. Costo promedio ponderado de capital	21
4.9. Deducción Impositiva de Intereses de Deuda Perpetua	21
4.9.1. Análisis Horizontal y Vertical	22
4.9.2. “Razones o Indicadores Financieros”	23
4.10. Efecto del Apalancamiento	27
4.11. Política de Dividendos	28
4.12. Fuentes de Financiamiento	29
4.13. Factores de la toma de decisiones	31
4.14. Proyecciones Financieras	32
4.15. Presupuesto	34
4.15.1. Presupuesto Económico	35
4.15.2. Presupuesto Financiero	36
V. ANÁLISIS DE SITUACIÓN	37
5.1 Análisis Pestel	38
5.1.1 Factores Políticos	39
5.1.2 Factores Económicos	41
5.1.3 Factores Sociales	42
5.1.4 Factores Tecnológicos	44
5.1.5 Factores Ecológicos / Ambiental	45
5.1.6 Factores Legales	46
5.2. Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter	47
5.2.1. Rivalidad entre Competidores	48

5.2.2.	Amenaza de Entrada de Nuevos Competidores	49
5.2.3.	Amenaza de Ingreso de Productos Sustitutos	50
5.2.4.	Poder de Negociación de los Proveedores	51
5.2.5.	Poder de Negociación de los Consumidores	52
5.2.4.	Conclusiones del modelo de las Cinco Fuerzas de Porter	54
5.3.	Análisis FODA	56
VI.	Análisis de indicadores y estructura de capital de la empresa	62
6.1.	“Indicadores”	62
6.1.1	Indicadores de Liquidez”	62
6.1.2	Indicadores de Rentabilidad	66
6.1.3	“Indicadores de Endeudamiento”	69
6.1.4	“Cálculo y análisis del Economic Value Added (EVA)”	75
6.1.5	Cálculo del ROIC	75
6.2	Estructura Óptima de Capital de Laboratorios Vita Sua S.A.	78
6.2.1	“Análisis de la estructura de capital por nivel de endeudamiento, Kd y Ke invariable. Determinación del WACC por nivel de endeudamiento, Kd y Ke invariable”	80
6.2.2	Cálculo de EVA para los años 2018 y 2019 de Laboratorios Vita Sua S.A.	82
6.2.3	Determinación de la estructura óptima de capital de Laboratorios Vita Sua S.A. por los años 2018 y 2019.	84
6.3	“Estructura de las Fuentes de Financiamiento Externas”	86
6.4	“Análisis de las Fuentes de Financiamiento”	94
VII.	CONCLUSIONES	95
VIII.	RECOMENDACIONES	97
IX.	BIBLIOGRAFÍA	99
X.	ANEXO	104

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1 . Indicadores Financieros.....	24
Ilustración 2. Indicadores de Endeudamiento.....	25
Ilustración 3: Indicadores de Rentabilidad.....	26

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Diseño Metodológico	11
Tabla 2. Categorías Pymes según AFIP.....	14
Tabla 3. Matriz FODA	58
Tabla 4: Indicador capital de trabajo neto.....	63
Tabla 5: Indicador liquidez corriente	65
<i>Tabla 6:</i> Indicador liquidez seca	66
Tabla 7. Indicador rentabilidad sobre activos.....	67
Tabla 8: indicador rentabilidad sobre Patrimonio Neto.....	67
Tabla 9: Indicador rentabilidad sobre ventas	68
Tabla 10: Apalancamiento financiero	69
Tabla 11: Indicador estructura de capital.....	71
Tabla 12: Indicador deuda.....	71
Tabla 13: Indicador pasivos circulantes y pasivo total.....	72
<i>Tabla 14:</i> Indicador pasivos a largo plazo y pasivo total.....	73
Tabla 15: Indicador cobertura de intereses	74
Tabla 16: Indicador financiación interna	74
Tabla 17. Cálculo del NOPAT	76
Tabla 18. Cálculo del Capital Invertido.....	76
Tabla 19. ROICC	77
Tabla 20. Deuda.....	78
Tabla 21. WACC	81
Tabla 22. Cálculo del EVA para los años 2018 y 2019 de Laboratorios Vita Sua S.A.....	82
Tabla 23. estructura óptima de capital de Laboratorios Vita Sua S.A. por los años 2018 y 2019	¡Error! Marcador no definido.
Tabla 24: Estructura de fuentes externas de financiamiento del pasivo corriente	87
Tabla 25: Estructura de fuentes externas de financiamiento del pasivo no corriente.....	88
Tabla 26. Opción descubierto bancario	90
Tabla 27. Opción descuento de cheque	90
Tabla 28. Opción crédito hipotecario y prendario.....	91
Tabla 29. Opción obligaciones negociables.....	93

I. INTRODUCCIÓN

Este trabajo consiste en la investigación de las alternativas existentes para financiar, de manera óptima, la expansión comercial de Laboratorios Vita Sua S.A. en todo el territorio argentino y en países de la región.

Este laboratorio se encuentra en la ciudad cordobesa de Arroyito, República Argentina, y fue fundado en 1993. Desde entonces, comercializa sus productos en el país; y desde el año 2005, mediante exportaciones a países de Latinoamérica, habiendo creado, en ese momento, un área especialmente abocada a dicho objetivo.

La principal actividad de la empresa es la producción y comercialización de medicamentos de uso humano, en diferentes formulaciones farmacéuticas: “sólidos (comprimidos, comprimidos recubiertos y cápsulas), semisólidos (cápsulas blandas y gránulos) y líquidos (jarabes y suspensiones)”. Para ello, la empresa adquiere los principales insumos necesarios de empresas en el extranjero.

Las líneas de productos que comercializa la compañía, a través de sus distintas divisiones, son las siguientes: antialérgica, antiinfecciosa, antirretroviral, cardio metabólico, dolor, gastroenterología, genitourinaria, odontológica, Respiratoria y sistema nervioso central.

Laboratorios Vita Sua S.A. enfoca sus ventas en dos sentidos totalmente independientes uno del otro:

- División nacional: implica el reconocimiento y posicionamiento de las marcas y productos a través del desarrollo comercial tanto a instituciones públicas como a privados en el país. Para ello se desarrollan varios canales de comercialización: consumidores directos (a través de farmacias, por un lado, y a través de recetas médicas por el otro).

- División internacional: actualmente, la compañía está presente en más de 14 países, orientada especialmente en los mercados latinoamericanos. La cartera de clientes actuales puede dividirse según el tipo de negocio, en dos, siendo ellos:

- a. Negocios Industriales: en este negocio la empresa realiza tareas de fabricación para terceros, en la mayoría de los mercados. En algunos casos, vende a representantes con sus propias marcas, pero con el mismo concepto de negocio industrial, donde lo que se prioriza es el precio y no el posicionamiento o desarrollo de la marca.

- b. Filiales: Laboratorios Vita Sua S.A. se está expandiendo internacionalmente a través de filiales en algunos países. La empresa pretende seguir con esta política en otros países de la región. El modelo de negocio en el que se basa para expandirse con estas filiales es a través de la promoción médica, priorizando de este modo el desarrollo de sus marcas propias.

Desde el año 2012 a la fecha, el negocio de tercerización ha representado aproximadamente el 84% del total facturado por exportaciones en el período de tiempo mencionado. El desarrollo de este negocio tiene asociado el riesgo que implica que la empresa como proveedora, pueda ser reemplazada a corto y medio plazo, dado que la titularidad de la marca pertenece al cliente al cual se le fabrica el producto.

A raíz de ello, y asociada a la estrategia de sustentabilidad de la empresa, se ha reformado la estructura de división internacional, para enfocar su esfuerzo comercial en el desarrollo de una marca de alcance regional. De esta manera, se tomó la decisión estratégica de iniciar las primeras cuatro filiales de Laboratorios Vita Sua S.A. en el exterior, siendo los mercados elegidos: Chile, Paraguay, Bolivia y Uruguay. El desarrollo de una filial implica que los esfuerzos de gestión de la empresa se enfoquen en el desarrollo comercial del negocio con marca propia, creando su propia cartera de clientes directos en el exterior, teniendo el control total en la gestión de la cadena de comercialización.

Dado este inicio de desarrollo comercial internacional de la empresa, sumado al crecimiento de ésta en el territorio nacional, es que surge la necesidad de financiar dicho incremento de actividad, y por lo tanto, activa la iniciativa de realizar el presente trabajo, que investiga y evalúa las fuentes de financiamiento existentes para lograr una estructura óptima de recursos financieros.

Como todo plan de negocios, requiere que la empresa dimensione las necesidades financieras requeridas, las cuales no solo deben ser satisfechas, sino que deben ser provistas por herramientas con condiciones adecuadas a tal fin.

Para que el financiamiento sea óptimo, es muy importante que previamente se evalúen las distintas alternativas con las cuales se podrá inyectar fondos al proyecto mencionado, como así también la estructura de capital de la empresa, y así encontrar la mejor fuente de financiamiento posible. No será menos importante la coyuntura por la cual atraviesa el país, ya que puede haber obstáculos a la hora de que los inversores evalúen riesgos.

Se busca analizar todas las alternativas existentes para poder financiar la operación mencionada, evaluar todas las posibilidades en términos de costos, de riesgos, de plazos, etc., de manera que, con toda la información a disposición se logre tomar la decisión adecuada y correcta.

La manera en que en que se puede decidir con éxito y lograr la forma óptima de financiamiento, es tener al alcance y poder evaluar todas las herramientas disponibles en el mercado, como también su impacto en la estructura de capital de la empresa.

II. OBJETIVOS

2.1. Objetivo General

Elaborar una estructura de financiamiento óptima para la empresa Laboratorios Vita Sua S.A, a fin de identificar la/s fuente/s más eficiente/s para la expansión de ésta en el período 2020-2022.

2.2 Objetivos Específicos

- 2.2.1. Analizar el entorno de la empresa Laboratorios Vita Sua, S.A., teniendo en cuenta la coyuntura actual por el COVID-19.
- 2.2.2. Observar los estados financieros actuales de la empresa con el fin de estudiar la información proporcionada por la misma.
- 2.2.3. Investigar y analizar las distintas fuentes de financiamiento que existen al alcance de la compañía.
- 2.2.4. Proponer la alternativa de financiamiento que se adecue a las condiciones y necesidades del proyecto de expansión.

III. DISEÑO METODOLÓGICO

Tabla 1. Diseño Metodológico

<p>Objetivo General</p>	<p>Elaborar una estructura de financiamiento óptima para la empresa Laboratorios Vita Sua S.A, a fin de identificar la/s fuente/s más eficiente/s para la expansión de la misma en el período 2020-2022.</p>			
<p>Objetivos específicos</p>	<p>-Elaborar una estructura de financiamiento óptima para la empresa Laboratorios Vita Sua S.A, a fin de identificar la/s fuente/s más eficiente/s para la expansión de la misma en el período 2020-2022.</p>	<p>-Fuentes primarias</p>	<p>-Fuentes secundarias</p>	<p>- Instrumentos para reunir información</p>
<p>Observar la situación financiera actual de la organización a fin de estudiar la</p>	<p>-Estados Contables de la empresa -Política de endeudamiento -Indicadores de</p>	<p>-Análisis documental - Observación directa</p>	<p>- Información pública Comisión Nacional de Valores</p>	<p>-Guía de análisis documental, guía de pautas, guía de observación</p>

información que provee la misma	endeudamiento -Política de dividendos			sistemática.
Investigar y analizar las distintas fuentes de financiamiento que existen al alcance de la compañía	-Utilidades retenidas -Préstamos bancarios -Mercado de capitales (Obligaciones negociables)	-Análisis documental	-Ley N° 23.576 de Obligaciones Negociables -Ley 26.831 -Comisión Nacional de Valores	-Guía de análisis documental, guía de pautas
Proponer la alternativa de financiamiento que se adecue a las condiciones y necesidades del proyecto de expansión internacional	-Estado de resultados proyectado -Flujo de efectivo proyectado -Indicadores financieros	-Análisis documental - Observación directa	-Niveles de inflación INDEC, revistas empresariales.	-Guía de análisis documental, guía de pautas, guía de observación sistemática.

Fuente: Elaboración propia

IV. MARCO TEÓRICO

Con el marco teórico, se busca orientar y ofrecer una conceptualización adecuada a distintos términos significativos. Los mismos son esenciales para el acompañamiento de cambios e inserción de nuevas formas de operar a través de la tecnología. Por otra parte, se pretende exponer la importancia del análisis financiero en una pyme.

Para ello se exponen distintos conceptos financieros, necesarios para el análisis, a los fines de llegar a las conclusiones del presente trabajo. Teoría relacionada a estructura de capital, costo de capital, endeudamiento, liquidez, entre otros temas.

Cabe destacar, que el desarrollo del marco teórico sirve a la vez de base para conocer el contexto y el ámbito de la empresa de estudio, lo cual facilitará la comprensión del análisis que se realiza para determinar las posibilidades para obtener financiamiento.

Al encontrar una referencia a empresas en general, ya sean de cualquiera de los sectores de actividad económica: comercial, industriales, de servicio, agrícolas, construcción o minero, denota que la gran mayoría son entidades pequeñas y medianas.

La empresa sujeta al presente estudio pertenece a ese grupo, por ello se considera pertinente expresar los criterios y definiciones por los que dicha entidad se encuentra encuadrada en esa sección, y del ámbito en donde interactúa, con el consecuente impacto en el grado de posibilidades que tendrá para poder acceder al financiamiento.

4.1. Caracterización de las “Pequeñas y Medianas Empresas”.

A ese gran colectivo de compañías pequeñas y medianas se lo denomina “pequeñas y medianas empresas (Pymes)”. No hay una definición concreta de las mismas, sino que se las agrupa de acuerdo con algunas variables, entre las cuales, la más común es la escala de facturación.

Por ejemplo, según la “Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)”, en Argentina existen las siguientes categorías de empresas en función a sus ingresos en pesos:

Tabla 2. Categorías Pymes según AFIP

“Categoría”	“Construcción”	“Servicios”	“Comercios”	“Industria y Minería”	“Agropecuario”
“Micro”	15.230.000	8.500.000	29.740.000	26.540.000	12.890.000
“Pequeña”	90.310.000	50.950.000	178.860.000	190.410.000	48.480.000
“Mediana-Tramo I”	503.880.000	425.170.000	1.502.750.000	1.190.330.000	345.430.000
“Mediana-Tramo II”	755.740.000	607.210.000	2.146.810.000	1.739.590.000	547.890.000

Fuente: (AFIP, 2020)

El importe de las ventas se deriva del promedio de los 3 últimos ejercicios económicos o fiscales, excluyendo el IVA, cualquier impuesto nacional aplicable y deduciendo hasta el 75% del importe de las exportaciones.

En anexo I se amplían las variables que inciden en la categorización de las Pymes, y los beneficios que tienen las mismas por tener dicha condición.

4.2. Marco Legal

De acuerdo con lo informado por el “Ministerio de Justicia y Derechos Humanos”, el 15 de marzo de 1995 fue sancionada la “Ley 24.467” y publicada el 23 de marzo del mismo año, que en su artículo 1° establece: “La presente ley tiene por objeto promover el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas impulsando para ello políticas de alcance general a través de la creación de nuevos instrumentos de apoyo y la consolidación de los ya existentes” (Infoleg, 2005).

Con el propósito de apoyar a las “Pymes”, la mencionada ley crea, entre otras herramientas, a través de su artículo 32, las Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.) “con el objeto de facilitar a las PYMES el acceso al crédito”.

En su artículo N ° 33, la ley establece el objeto de las S.G.R.: “El objeto social principal de las sociedades de garantía recíproca será el otorgamiento de garantías a sus socios partícipes mediante la celebración de contratos regulados en la presente ley”.

Además, en la ley se encomienda “definir las características de las empresas que serán consideradas micro, pequeñas y medianas empresas, pudiendo contemplar, cuando así se justificare, las especificidades propias de los distintos sectores y regiones del país y con base en alguno, o todos los atributos de éstas o sus equivalentes, personal ocupado, valor de las ventas y valor de los activos aplicados al proceso productivo”.

En este contexto, Laboratorios Vita Sua S.A., desarrolla sus actividades, con todo lo que ello implica, por ejemplo, sus posibilidades de financiamiento, con distintos niveles de acceso al crédito, con beneficios o restricciones por parte de los bancos y del mercado de capitales.

4.3. Estructura de Capital

Para abordar este trabajo será necesario analizar algunas teorías relacionadas a la estructura de capital en las empresas.

Así que, “Los primeros estudios sobre estructura de capital basaron sus supuestos en ambientes que se acercan a mercados perfectos, dando soporte teórico a estudios posteriores que luego se analizaron ya con las características de mercados imperfectos” (Zambrano & Acuña, 2011, pág. 85).

Seguidamente se exponen otras enunciaciones de autores publicadas con relación al tema tratado:

Las propuestas de Modigliani y Miller se evidenciaron con el artículo titulado “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of the Firm” (1958), en el que los autores probaron que en los mercados de capitales perfectos (sin impuestos, costos de transacción y otras imperfecciones del mercado) las consideraciones sobre la estructuración financiera no son pertinentes (Berk, DeMarzo, & Hardford, 2010).

4.4. Teorema de Modigliani y Miller

Modigliani y Miller plantearon en la Propuesta MM I, que el apalancamiento simplemente cambia la distribución de los flujos de caja entre la deuda y los fondos propios sin alterar los flujos de caja totales de la empresa en un mercado de capital perfecto.

Es decir que, el valor total de una empresa es igual al valor de mercado de los flujos de caja generados por sus activos y no resulta afectada por su estructura de capital. (Rivera, 2002).

$$V^L = V^U$$

$V^L = Valor\ total\ de\ la\ empresa\ con\ apalancamiento$

$V^U = \text{Valor total de la empresa sin apalancamiento}$

Esta teoría fue rechazada generalmente, ya que los mercados no son perfectos, y el apalancamiento sí afecta la estructura de capital.

Entonces, la propuesta MM II incorpora la deuda al modelo, y es el costo del capital del patrimonio neto con deuda, es decir, el costo del capital del patrimonio neto con deuda es igual al costo del patrimonio neto sin deuda más una prima, que es proporcional a la tasa de endeudamiento (calculada con valores de mercado) (Berk, DeMarzo, & Hardford, 2010).

$$rS = rO + \frac{B}{S} (rO - rB)$$

$rS = \text{Costo del capital de la empresa}$

$rO = \text{Costo del capital de la empresa sin apalancamiento}$

$rB = \text{Costo de la deuda}$

$\frac{B}{S} = \text{Ratio entre deuda y capital propio de la empresa}$

En un artículo posterior, Modigliani y Miller (1963) plantean una 3ª proposición, en la que desarrollan el efecto fiscal sobre el supuesto de la financiación de los acreedores. Como los intereses son deducibles del impuesto sobre la renta, parte del costo del préstamo es sufragado por el Estado y el valor de la empresa se incrementa por el efecto del impuesto (Perez, Sattler, Bertoni, & Terreno, 2015).

4.5. Teoría del Trade Off o Equilibrio estático

La teoría del trade off o equilibrio estático toma en cuenta el riesgo de que una empresa sufra dificultades financieras si sólo se tiene en cuenta la ventaja fiscal de la deuda y la empresa se endeuda sin tener en cuenta un límite, alcanzando el nivel máximo apoyado por Modigliani y Miller en su tesis (Sansano, 2015).

Mientras, que la teoría del equilibrio estático de la estructura de capital propuesta por Kraus y Litzenberg “se basa en el equilibrio entre los costos previstos de las diversas dificultades financieras y los incentivos fiscales que generan los pagos del servicio de la deuda. La teoría del equilibrio estático revela la existencia de una estructura de capital óptima con un indicador de deuda óptimo”. El aprovechamiento idóneo de la deuda se produce en el momento en que la existencia de una deuda adicional haría que los costos de las dificultades financieras fueran más elevados que el beneficio de la protección fiscal adicional (Vargas & Mostajo, 2014).

Se puede observar que, “El costo real de la deuda se reduce y el nivel de beneficio fiscal para una empresa se incrementa, conclusión que es conocida como la Proposición I de MM con impuestos” (Vargas & Mostajo, 2014, pág. 47).

Como sugiere la siguiente ecuación:

$$V^L = V^U + T \times D$$

Donde T = tasa de impuestos a las utilidades

Y D = se conoce como el escudo fiscal de la deuda

Mientras que, “La teoría de equilibrio estático pone de manifiesto la existencia de una estructura de capital óptima, con una proporción óptima de deuda. El uso óptimo de la deuda se encuentra en el punto donde cualquier deuda adicional haría que los costes de insolvencia financiera

sean superiores al beneficio de la protección fiscal adicional” (Vargas & Mostajo, 2014, pág. 55).

$$V^L = V^U + T \times D - VP(cdf)$$

Donde $VP(cdf)$ = valor presente de los costos de dificultades financieras

A continuación, es necesario definir algunos conceptos referidos al costo de la deuda, del patrimonio, el costo promedio ponderado de capital y deducción de intereses por impuestos.

4.6. Costo de la Deuda

El costo de una deuda es el retorno que los acreedores de una empresa exigen para los nuevos préstamos. Es decir, el interés que la empresa tiene que pagar sobre los nuevos préstamos. Pero hay que ser cautelosos, porque la tasa de la deuda residual de una empresa es intrascendente, porque podría ser diferente de la tasa actual. Se utilizará rD para denotar el costo de la deuda (Ross, Westerfield, & Jaffe, Finanzas corporativas, 2010).

Este caso aplica cuando la empresa recurre a la financiación por medio de préstamos bancarios, en el cual debe aceptar las condiciones ofrecidas en el mercado. Si la organización genera una deuda, como pueden ser los bonos o títulos, las condiciones como la tasa de interés y el plazo son definidas por la misma. Más adelante se profundizará sobre las fuentes de financiación disponibles para PyMEs (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2010).

Además, retomando el costo de la deuda, “el desempeño que recibe el acreedor de la deuda no es el mismo costo que la empresa pagaría por esa deuda, ya que los intereses son deducibles de los impuestos. El costo efectivo de la deuda es el costo neto de los intereses sobre la deuda después de impuestos” (Berk, DeMarzo, & Hardford, 2010, pág. 433).

$$rD \times (1 - Tc)$$

$rD =$ Costo de la deuda

$Tc =$ Tasa del impuesto a sociedades

4.7. Costo de Capital Propio

“El coste del capital social tiene en cuenta el riesgo de invertir en una empresa, en un sector económico determinado y para su país de origen. El modelo más utilizado para determinarlo es el CAPM (Capital Assets Pricing Model), que especifica que se puede obtener considerando el método beta apalancado y el método de contribución financiera” (Diez, 2016, pág. 36).

Se denota de la siguiente manera:

$$ke = rf + \beta (E(rm) - rf) + rp + rr + ri$$

Dónde:

$$rf = \text{tasa libre de riesgo}$$

$$ke = rf + \beta (E(rm) - rf) + rp + rr + ri$$

$\beta =$ beta (riesgo sistémico del patrimonio) es el coeficiente de volatilidad del activo, el cual nos muestra cuánto varía el rendimiento del activo en función de las variaciones del rendimiento del mercado en el cual se encuentra dicho activo.

$$E(rm) - rf = \text{prima por riesgo de mercado}$$

$$rp = \text{prima por riesgo país}$$

$$rr = \text{Prima por riesgo regulatorio}$$

$$ri = \text{prima por riesgo de iliquidez}$$

4.8. Costo promedio ponderado de capital

“El WACC (Weighted average cost of capital) para toda firma es el costo promedio ponderado de una deuda y el patrimonio” (Diez, 2016, pág. 36).

$$WACC = ke \frac{E}{(D+E)} + kd \frac{D}{(D+E)}$$

Donde, $ke = \text{Costo del equity}$

$kd = \text{Costo de la deuda, después de impuestos}$

$E = \text{Patrimonio}$

$D = \text{deuda}$

4.9. Deducción Impositiva de Intereses de Deuda Perpetua

El modo justo de valorar una deuda, es tomando el principio que indica que el valor de mercado de la misma hoy, debe ser igual al valor actual de los pagos de intereses futuros (Berk, DeMarzo, & Hardford, 2010).

$$\text{Valor de mercado de la deuda} = D = VA(\text{pagos futuros de intereses})$$

Si el impuesto marginal de la empresa (T_c) es constante, se obtiene la fórmula general siguiente:

Valor de la deducción de intereses de la deuda perpetua

$$VA(\text{deducción de intereses}) = VA(T_c x \text{pagos futuros de intereses})$$

$$= VA(T_c x \text{pagos futuros de intereses})$$

$$= T_c x VA(\text{pagos futuros de intereses})$$

$$= Tcx D$$

4.10. Análisis financiero

Puede definirse como: “Un proceso que implica la compilación, interpretación, cotejo y análisis de los estados financieros y los datos operativos de una empresa. Esto supone calcular e interpretar porcentajes, tasas, tendencias, indicadores y estados financieros complementarios o auxiliares”, que sirven para la evaluación del rendimiento financiero y operacional de la empresa ayudando a los gestores, inversores y acreedores a tomar sus decisiones (Prieto, 2010, pág. 16).

4.10.1. Análisis Horizontal y Vertical

El análisis vertical, “consiste en tomar un solo estado financiero (puede ser un balance general o un estado de pérdidas y ganancias) y relacionar cada una de sus partes con un total determinado, dentro del mismo estado, el cual denominamos cifra base” (Prieto, 2010, pág. 49).

Es un análisis estático ya que se realiza sobre el estado de un solo periodo y permite calcular el porcentaje que representa una cuenta dentro de cada rubro de ese estado.

A diferencia de lo anterior, el análisis horizontal sí toma las variaciones temporales. Según el autor, “el análisis horizontal se ocupa de los cambios en las cuentas individuales de un periodo a otro y, por lo tanto, requiere de dos o más estados financieros de la misma clase, presentados para periodos diferentes. Es un análisis dinámico, porque se ocupa del cambio o movimiento de cada cuenta de uno a otro periodo” (Prieto, 2010, pág. 56).

4.10.2. Razones o Indicadores Financieros

Los indicadores financieros representan la forma más común de análisis financiero. El resultado de la determinación de la relación numérica entre dos cantidades se conoce como la relación, en este caso dos cuentas diferentes en el balance o en la cuenta de resultados y ganancias (Prieto, 2010, pág. 61).

En este caso, solo se utilizarán los principales indicadores considerados necesarios para realizar el análisis previo a la confección de la planeación.

Los indicadores seleccionados nos brindarán la información básica relacionada a los aspectos financieros y patrimoniales críticos de la empresa. Nos indicarán si Laboratorios Vita Sua tiene la suficiente caja para afrontar sus obligaciones (liquidez), en qué medida se encuentra endeudada (endeudamiento), si los márgenes de ganancias son los pretendidos (rentabilidad) y, además, si cuenta con un financiamiento adecuado en relación con la generación de valor, considerando su costo financiero (apalancamiento).

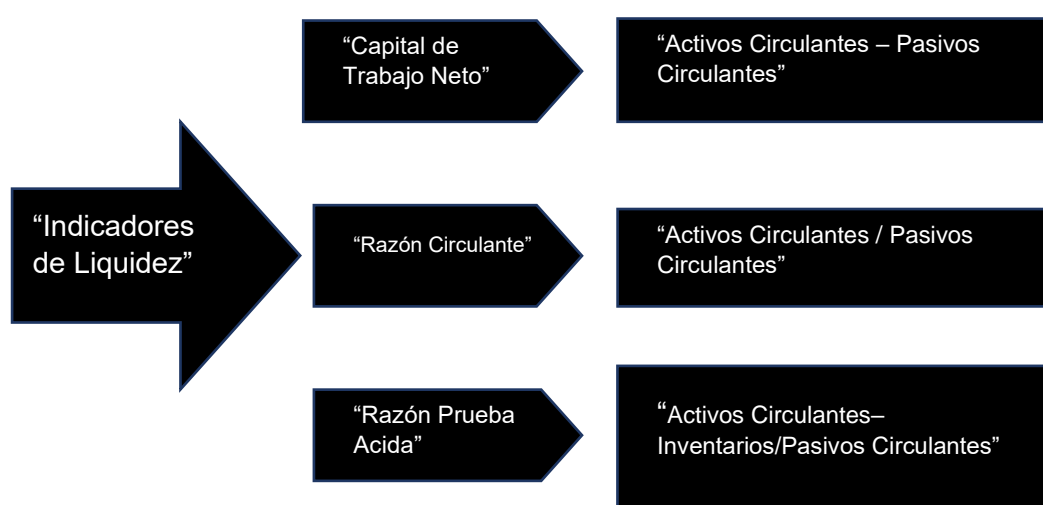
4.10.2.1. Indicadores de Liquidez

- Razón Corriente: “Se denomina también relación corriente y trata de verificar las disponibilidades de la empresa, a corto plazo, para afrontar sus compromisos también de corto plazo” (Prieto, 2010, pág. 46).
- Razón rápida o prueba ácida: “Se trata de una prueba o ensayo mucho más riguroso, cuyo objetivo es verificar la capacidad de la empresa para liquidar sus compromisos corrientes, sin recurrir a la venta de sus existencias, es decir, sus saldos de caja,

generados por la producción de sus cuentas por cobrar, sus inversiones transitorias y algunos activos fácilmente liquidables que la empresa pueda tener” (Baena, 2010, pág. 140).

- Capital de trabajo neto: “es la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente; constituye los recursos reales con los cuales cuenta la empresa para cancelar su pasivo a corto plazo” (Baena, 2010, pág. 131).

Ilustración 1 . Indicadores Financieros



Fuente: Elaboración propia.

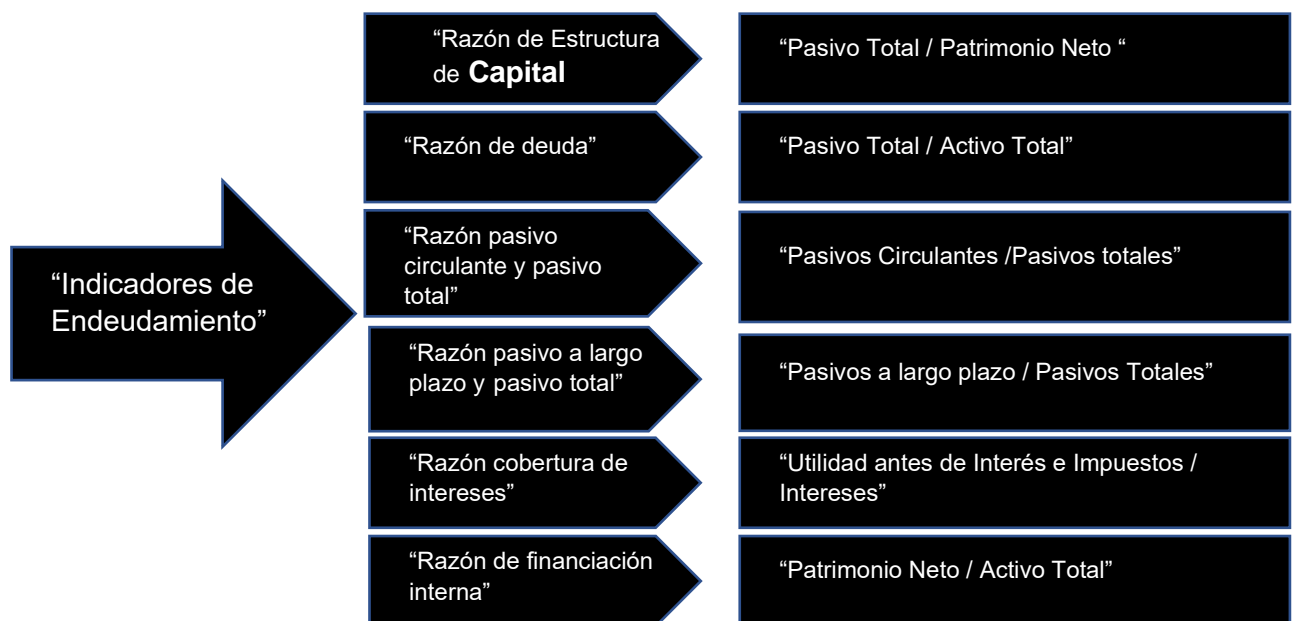
4.10.2.2. Indicadores de Endeudamiento

“Es el cociente que muestra el grado de endeudamiento con relación al patrimonio”. Se calcula dividiendo el total del pasivo por el patrimonio neto (Aching, 2006, pág. 25).

- Razón de deuda o nivel de endeudamiento: “representa la relación entre el pasivo y el activo totales, es la proporción del endeudamiento de una empresa” (Baena, 2010, pág. 169).

- Razón pasivo circulante y pasivo total: Expresa la proporción de los pasivos totales correspondientes a las deudas o pasivos cuyo vencimiento es menor a un año (Nava, 2009, pág. 10).
- Razón pasivo a largo plazo y pasivo total: “Indica la proporción de los pasivos totales contraída por obligaciones a ser canceladas en un lapso de tiempo mayor a un año” (Nava, 2009, pág. 10).
- Razón cobertura de intereses: “Arroja un valor que refleja la capacidad de la empresa para cancelar los intereses del endeudamiento incurrido, mientras más alto sea este valor mayor será la capacidad de la empresa para pagar” (Nava, 2009, pág. 10).
- Razón de financiación interna: “Indica el porcentaje en que la empresa financia sus recursos con su propio patrimonio” (Nava, 2009, pág. 10).

Ilustración 2. Indicadores de Endeudamiento

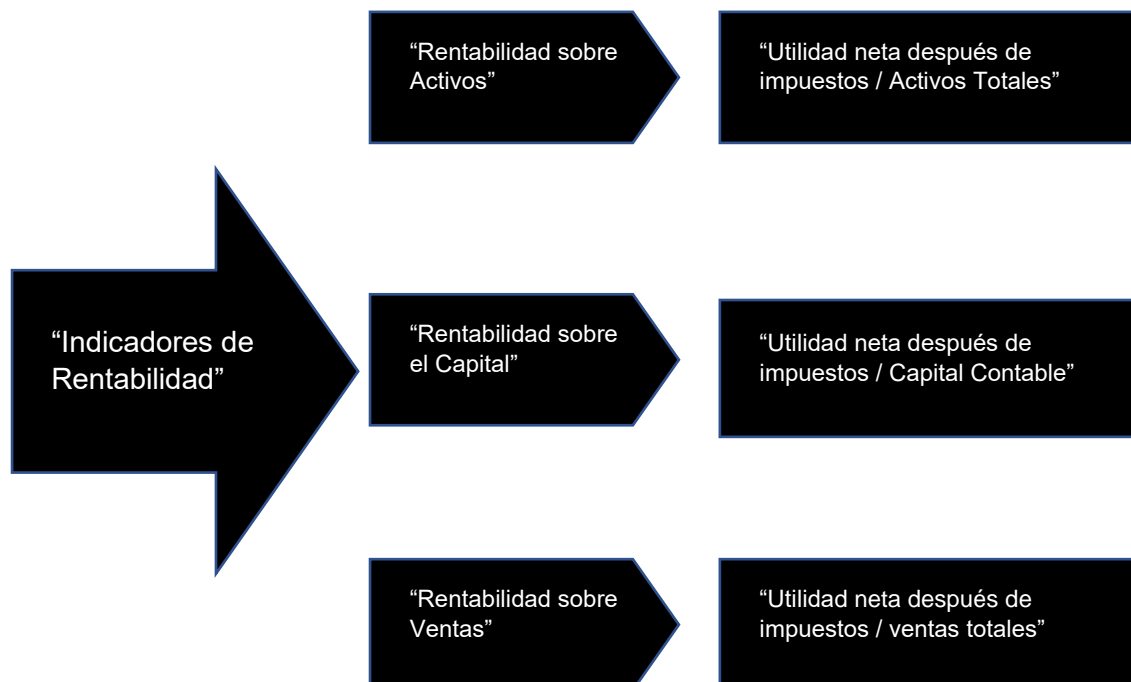


Fuente: Elaboración propia.

4.10.2.3. Indicadores de Rentabilidad

- Rentabilidad sobre los activos: “El rendimiento sobre los activos (ROA, siglas de *return on assets*) es una medida de la utilidad por peso de activos” (Ross, Westerfield, & Jaffe, Finanzas corporativas, 2010, pág. 62).
- Rendimiento de los capitales propios (ROE) es una medida del rendimiento de los accionistas durante el año. Dado que el objetivo es beneficiar a los accionistas, la rentabilidad, en términos contables, es la verdadera medida del rendimiento de referencia (Ross, Westerfield, & Jaffe, Finanzas corporativas, 2010).
 - Rendimiento sobre las ventas: Este indicador “Expresa la utilidad que obtiene la organización en relación con sus ventas e indica el costo de las operaciones y las fluctuaciones que pueda sufrir tanto el precio como el volumen de los productos” (Nava, 2009, pág. 619).

Ilustración 3: Indicadores de Rentabilidad



Fuente: Elaboración propia.

4.11. Efecto del Apalancamiento

Cuando las empresas toman decisiones de apalancamiento, deben equilibrar el valor de la mejoría con los efectos de apalancamiento de los intereses deducidos de los impuestos con el impacto negativo de los costos de las dificultades financieras o la quiebra. A medida que aumenta el apalancamiento, los nuevos incrementos del valor de la empresa se verán totalmente compensados por los efectos negativos del apalancamiento. Esto se conoce como la estructura óptima de capital (Vargas & Mostajo, 2014).

Según (Zamora, 2019) la fórmula para calcular el apalancamiento financiero es:

$$\text{“Apalancamiento financiero} = (\text{Activo} / \text{Fondos Propios}) \times (\text{EBT} / \text{EBIT})\text{”}$$

Donde:

“Activo: Importe total de la inversión”

“Fondos Propios: Capital propio invertido”

“EBT: Beneficio antes de impuestos”

“EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos.”

Con relación a políticas de endeudamiento, (Larsen, Vigier, Guercio, y Briozzo , 2014) mencionan en su artículo que dentro de las decisiones de

financiación de las PYMES se sitúan ancladas sobre la base de la Jerarquía Financiera (Donaldson, 1961; Myers y Majluf, 1984; y Myers, 1984) y allí se establece que las decisiones de financiación dan prioridad a los fondos propios (reinversión de los beneficios, este es el caso de los resultados no asignados). Ello se debe a la trascendencia que los administradores atribuyen a la privacidad de la información, pero también a la ausencia de costos administrativos o de emisión que tienen las fuentes de financiación externa.

Además, los mismos autores comentan que “luego de la retención de beneficios, podrían ubicarse las fuentes de financiamiento restantes en el siguiente orden: Capitales familiares, Financiamiento de proveedores, Financiamiento bancario, Financiamiento a través del mercado de capitales”.

En la administración de toda empresa, hay dos decisiones que son el eje por donde deben enfocar sus prioridades sus responsables: la inversión y el financiamiento. Las compañías, sea cual fuere su objeto social, debe adquirir bienes tangibles o intangibles para poder cumplir con el mismo. Con esa adquisición de activos la empresa podrá generar beneficios económicos futuros.

Por lo expuesto es importante que la empresa pueda determinar en qué activos debe invertir y cuál es el valor de esos activos en el mercado. Una vez definido esto, es estratégico identificar las distintas fuentes de financiamiento, para establecer la estructura óptima del mismo.

4.12. Política de Dividendos

El principal propósito de una empresa u organización es generar valor a sus accionistas, por lo tanto, es necesario que se fije una política de dividendos. Como lo establece (Ross et al., 2010, p. 547) “dividendo se refiere por lo general a dinero en efectivo pagado de las utilidades”.

Si se realiza algún pago a partir de otras fuentes que no sean las utilidades actuales o las retenidas acumuladas, se usa el término distribución, en lugar de dividendo”. Coincidiendo con los autores, el pago directo realizado a sus accionistas puede considerarse un dividendo o una parte de la política de dividendos.

Hay diferentes tipos de dividendos, como dividendos ordinarios en efectivo, extraordinarios, especiales y de liquidación. Según (Berk et al.,2010), los dividendos por lo general reducen los beneficios retenidos actuales (o acumulados) de las empresas. Y también están los casos en los que las empresas deciden no repartir las ganancias para que puedan ser reinvertidas y así utilizarlas como fuentes de financiamiento.

Según menciona (Gonzalez - Moneta Pizarro, 2016), la decisión de una empresa de que se distribuyan sus dividendos es el resultado de una serie de factores conexos, que van desde las limitaciones jurídicas hasta cuestiones relativas a la estructuración financiera de la entidad y su condición de liquidez, la eficacia de la empresa para la generación de beneficios de forma sostenida y los requisitos de financiación impuestos por sus proyectos de inversión.

La política de dividendos se encuentra relacionada con la de endeudamiento, ya que está en la empresa la decisión de optar por profundizar el crecimiento reinvertiendo las utilidades o distribuir las.

4.13. Fuentes de Financiamiento

Según (The World Bank, 2008; Zevallos, 2007) citado por (Vera-Colina & Melgarejo-Molina, 2014) el acceso al financiamiento por parte de una empresa es la forma de obtener recursos para llevar a cabo cualquier actividad de su interés, es decir, que se apruebe oportunamente la viabilidad de su solicitud para obtener nueva deuda o capital social.

En el caso de las PYMES, se trata de agentes económicos cuyo acceso a la financiación supone reinvertir sus beneficios de explotación, aprobar préstamos financieros (de fuentes públicas o privadas), emitir títulos o garantizar medios financieros para sus operaciones a corto plazo (proveedores, líneas de crédito, entre otros).

En la misma publicación se menciona que, los niveles de accesibilidad a la financiación se establecerán en función de la composición de las fuentes de financiamiento que componen el balance, es decir, la estimación de la ponderación de los pasivos corrientes, los pasivos a largo plazo y los recursos propios, que en la práctica constituyen la estructura financiera y patrimonial de la empresa.

Según los autores (Berger & Udell, 1998), se propone un modelo en torno al concepto de ciclo financiero en el que no existe una única estructura financiera óptima para una empresa, ya que depende de dónde se encuentre en el ciclo en un momento dado.

En la actualidad una empresa dispone de diferentes opciones de fuentes de financiación, como crédito bancario, emisión de obligaciones negociables, leasing, factoring, descuento de cheques, descubierto bancario, prenda, entre otras.

A continuación, se definen las principales opciones:

- Leasing: La ley N° 25.248 define a dichos contratos como aquellos en los que el dador conviene en transferir al tomador la tenencia de un bien cierto y determinado para su uso y goce, contra el pago de un canon, confiriéndole asimismo una opción de compra por un precio, que podrá estar fijado en el mismo contrato o ser establecido de acuerdo a procedimientos o pautas pactadas. (Infoleg, 2000)
- Obligaciones Negociables: Cuando una entidad privada requiere fondos los puede pedir prestados a través de la emisión de obligaciones negociables. Así la sociedad contrae deuda con los obligacionistas, que son los inversores que adquirieron esos títulos, y la entidad se compromete a cancelar esa deuda en el plazo

pactado junto a sus respectivos intereses.(Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2019).Prenda: Según (Ley N° 15.348/46, 2019) la prenda con registro se constituye para asegurar el pago de una suma de dinero, a las que los contrayentes le atribuyen, a los efectos de la garantía prendaria, un valor consistente en una suma de dinero. Los bienes afectados a la misma garantizan al acreedor el importe de la obligación asegurada.

- Factoring: Se puede utilizar para generar la liquidez necesaria mediante la “venta anticipada” de las facturas de la empresa, con la cual se pueden obtener los recursos necesarios para la continuidad de las operaciones de esta. (Pastrana, 2015).
- Descuento de cheques: es un sistema de descuento de cheques en el mercado de capitales por el cual quien tiene cheques a cobrar en un futuro puede adelantar su cobro vendiéndolos en el mercado, mientras que quien posee fondos líquidos puede comprar estos cheques a cambio de atractivas tasas de interés futuras.(Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2019).
- Descubierta bancario: se produce cuando el saldo de una cuenta corriente no es suficiente para hacer frente a un pago y el banco autoriza a cubrir el desfasaje. Por la misma se cobran intereses.(BBVA, 2019) .

4.14. Factores de la toma de decisiones

Las empresas han de conceder gran importancia a diversos factores, como el riesgo comercial y los posibles costos de las dificultades financieras, para determinar su configuración de capital. La gerencia utiliza estos instrumentos para decidir el adecuado nivel de endeudamiento de una empresa (Vargas & Mostajo, 2014).

Los beneficios fiscales de la deducción de los gastos de intereses de la deuda han de equilibrarse con el riesgo relacionado con el uso de la deuda.

El nivel de apalancamiento va a depender de la aversión al riesgo de la dirección y, por consiguiente, si la participación de una empresa en la deuda aumenta, es probable que los costos de la deuda y el capital también aumenten.

Según (Larsen, Melisa; Vigier, Hernan Pedro; Guercio, Mar, 2014) “uno de los factores claves en las decisiones de financiamiento son los costos asociados a cada instrumento utilizado. La principal variable es la tasa de interés”. Además, agregan que hay costos extras que se deben afrontar para tener acceso al financiamiento, dependiendo del instrumento en cuestión.

Según los mismos autores, en el caso de las “Obligaciones Negociables en Argentina”, la dimensión de esos costos de emisión y sus repercusiones en el costo financiero total representan una limitación fundamental para el acceso a los mercados.

Además, hay otros costos como los de la contratación de una agencia de calificación de riesgos y/o la obtención de una garantía, que son opcionales en la práctica pero que se convierten en obligatorios debido a las características del mercado financiero.

Ello se debe a que la falta de información completa se traduce principalmente en tasas de interés más altas para las PYME y en la obligación de presentar informes mediante clasificaciones de riesgo y garantías fiables como las que ofrece la SGR.

Aunque las señaladas tienen efectos positivos en las distintas posibilidades de financiación de las PYME, representarán un alto costo para los emisores de este tipo de deuda a largo plazo.

4.15. Proyecciones Financieras

Como menciona (Baena, 2010), las técnicas de predicción son una herramienta necesaria para la planificación financiera de una empresa. El gerente es el que toma las decisiones, una situación que se da todos los días en su actividad, y cuya reflexión tendrá repercusiones futuras, no inmediatas. Debe hacer proyecciones de lo que cree que sucederá en el futuro.

Con un amplio conocimiento de la organización, debe proponer varios escenarios alternativos que le permitan anticiparse a los posibles acontecimientos, especialmente en el análisis de las decisiones de inversión.

Las ventajas de este proceso son que permite verificar con antelación la posibilidad financiera de los diferentes planes y programas antes de tomar decisiones irreversibles; es un instrumento de control que posibilita las rectificaciones; actúa como mecanismo de obtención de fondos de inversión; permite la generación de una mayor rentabilidad en la disposición de los recursos debido a los excedentes de efectivo; y cuando hay falta de efectivo, permite financiar o impulsar procesos de reordenación de su capacidad financiera.

Según (Ross & Wester, Fundamentos de Finanzas Corporativas, 2010), la planificación financiera consiste en un balance provisional, una cuenta de resultados y un estado de flujo de caja. Estas son conocidas como declaraciones proforma. En los modelos de planificación descritos, los estados proforma son el producto del modelo de planificación financiera. El usuario suministrará una cifra de ventas y el modelo generará la correspondiente cuenta de resultados y el balance. Será necesario tener en cuenta, y como lo mencionan los mismos autores, se comenzará con los "requerimientos de activos": El plan detallará los gastos de capital previstos. Como mínimo, el balance general proyectado incluirá los cambios en los activos fijos y el capital de explotación neto proyectados. En realidad, estos cambios son el balance total del capital de la empresa. Por lo tanto, los gastos de capital propuestos en las distintas esferas deben conciliarse con

los aumentos totales logrados en el plan a largo plazo. Luego, los “requerimientos financieros”: el plan contendrá una sección sobre los arreglos de financiación necesarios.

Esta parte del plan debería cubrir la política de dividendos y la política de deuda, como ya se ha mencionado. Y por último "el ajuste": una vez que la empresa tenga una previsión de ventas y una estimación de los gastos necesarios para los activos, a menudo se necesitará una cierta cantidad de nueva financiación porque el total de los activos superará el total de los pasivos y el capital previstos. Es decir, que el balance ya no estará equilibrado.

Dado que pueden necesitarse nuevos fondos para abarcar todos los gastos de capital previstos, es preciso seleccionar una variable financiera de "ajuste". El ajuste es la(s) fuente(s) destinada(s) a la financiación externa necesaria para hacer frente a cualquier déficit (o superávit) de financiación y así equilibrar el balance.

De acuerdo con lo mencionado en (Ross & Wester, 2010), el plan debe indicar explícitamente el contexto económico en el que la empresa prevé estar durante la vida del plan. Entre los argumentos económicos más importantes que cabe adoptar se encuentran el nivel de los tipos de interés y el tipo impositivo de la empresa. En economías como la de Argentina, se considera añadir el efecto de la inflación.

4.16. Presupuesto

“Es una representación en términos contables de las actividades a realizar en una organización, para alcanzar determinadas metas, y que sirve como instrumento de planificación, de coordinación y control de funciones.” (Fagilde, 2009, pág. 6). En el presupuesto a largo plazo, se trata de estimar las ventas que se correspondan con la visión estratégica de la empresa. Se busca analizar la proyección de la organización en el futuro. La estimación de las cantidades de los productos que se venderán se elaborara sobre la

base de la performance histórica y de la proyección futura de la misma (Lavalpe & Capasso, 2009).

A través de los presupuestos económicos y financieros se determinará la necesidad de financiamiento requerido para alcanzar los objetivos de ingresos de la empresa.

4.16.1. Presupuesto Económico

El presupuesto económico es una pieza clave en el proceso de planificación empresarial y muestra las ganancias o pérdidas previstas para un período determinado. Es posible cuantificar todo lo que la empresa planea hacer, y luego evaluar con exactitud el negocio en general para tomar las mejores decisiones.(Lavalpe & Capasso, 2009)

Cuando se realiza un planeamiento a largo plazo, resulta útil contar con un presupuesto económico. Son evidentes las bondades de este tipo de presupuesto para llegar al futuro que anhela la empresa y el camino que se debe transitar para llegar al escenario deseado.

Es decir, las acciones que se tomarán en el mañana deben ser decididas antes, lo que exige tener pautas mínimas de la repercusión económica de todo lo que el ente va a desarrollar.

Según los autores (Lavalpe & Capasso, 2009), para hacer un seguimiento a estos presupuestos, se utilizarán indicadores económicos, relativos a aspectos de resultados económicos. Algunos de los más usuales son:

- “Porcentaje de utilidad neta antes de impuestos a las ganancias”: muestra cuántos céntimos de beneficio neto antes de impuestos quedan por cada peso neto de las ventas.

- “Porcentaje de contribución marginal sobre ventas”: cuántos céntimos deja la empresa por cada peso de las ventas netas para cubrir los costes fijos y proporcionar un beneficio.
- “Rentabilidad o utilidad sobre el capital invertido”: las fórmulas posibles para este índice serían: “rentabilidad de los activos = (utilidad neta / activos totales) o rentabilidad del patrimonio neto = (utilidad neta / patrimonio neto)”.
- EBIT, “beneficio antes de intereses e impuestos”: muestra los ingresos netos antes de la deducción de los intereses y el impuesto sobre la renta. Refleja el resultado del negocio independientemente de las fuentes de financiación.
- EBO, “Beneficio Bruto Operativo”: presenta el resultado sin la deducción de los intereses, el impuesto sobre la renta, la depreciación, la amortización y las reducciones de valor.
- “E.V.A.” (*economic value added*): es la diferencia entre el beneficio neto tras los impuestos y el coste financiero del capital.

4.16.2. Presupuesto Financiero

El presupuesto financiero es uno de los soportes fundamentales del sistema presupuestario de la empresa. Es la extrapolación de los ingresos y gastos de diferentes fuentes en un período determinado y define las líneas de acción de carácter financiero y económico. (Lavalpe & Capasso, 2009)

Entonces, la contribución de este balance a largo plazo es la situación neta de los ingresos y gastos de las partidas que no se ajustan a las del balance económico, como las cancelaciones de préstamos bancarios, la contratación de nuevos préstamos, la emisión de obligaciones negociables, el programa de inversiones en bienes de utilidad pública y la investigación y el desarrollo, etc.

En la etapa de elaboración de la proyección financiera hay dos momentos diferenciados que dan como resultado dos presupuestos financieros diferentes, pero vinculados directamente. Por un lado, está el presupuesto

financiero base, en adelante "PFB", que es la versión inicial del movimiento de fondos previsto, y servirá como punto de partida para el marco del presupuesto financiero operacional, en adelante "PFO". El PFB es una estimación mensual de apertura de ingresos y gastos para el período, convirtiendo todos los hechos de la empresa, con implicaciones financieras, en proyecciones.

En base a los resultados que muestre, se tomarán varias decisiones para equilibrar las posiciones negativas o definir el uso de los excedentes fondos.

V. ANÁLISIS DE SITUACIÓN

Con la finalidad de conocer el entorno de la empresa, teniendo en cuenta la situación especial presentada por la presencia del COVID-19, se considera pertinente analizar la situación de la compañía, pues, aunque muchos sectores de la economía se encuentran en una etapa de recesión, este no es el caso del sector farmacéutico.

El mundo está siendo azotado por una pandemia provocada por el virus COVID 19. En tal sentido, el día 20 de marzo de 2020, la Presidencia de la Nación publica el decreto N° 297/2020.

Laboratorios Vita Sua, al ser una industria de medicamentos, se encuentra dentro de las actividades exceptuadas de la cuarentena dictada por el "Gobierno de la Nación" mediante el decreto mencionado, y por tal motivo no ve afectada su actividad industrial y comercial, siendo esto un factor muy importante para mantener su situación económica y financiera en niveles normales.

Los productos farmacéuticos están al tope de las necesidades de los ciudadanos por la crisis sanitaria producida por el COVID 19, lo que ha llevado a muchas empresas al vaciamiento completo de sus stocks, sin

embargo, las farmacias siguen subiendo sus facturaciones y las empresas productoras tienen exceso de demanda.

Si bien las especialidades medicinales producidas por la compañía, al igual que el resto de los laboratorios argentinos no corresponden a ningún medicamento aplicable a la enfermedad producida por COVID 19, las unidades vendidas por la compañía siguen con un leve incremento.

Se prevé que el consumidor, que habitualmente ante un menor síntoma no consultaba al médico ni iba a una farmacia, en este contexto de pandemia, lo hará en un gran porcentaje de probabilidad. Por lo tanto, es una buena oportunidad para los laboratorios en el sentido que aumentarán sus ventas.

Para realizar este análisis de situación se utilizará el análisis PESTEL, la “teoría de fuerzas de Michael Porter” y el análisis FODA.

5.1 Análisis Pestel

El análisis PESTEL permite describir el escenario en el que operará la empresa. Es una técnica basada en la descripción del entorno externo a través de factores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, ecológicos y legales. Si se puede describir el entorno sobre la base de estas variables, se hará un trabajo de introspección que podría aportar algunos datos interesantes sobre el comportamiento del mercado en un futuro próximo (Parada, 2017).

Esta herramienta es una forma de análisis que supone identificar y reflexionar, sistemáticamente, sobre los diferentes factores estudiados con el objetivo de analizar en qué ámbito operará la empresa, para luego poder actuar sobre ellos de forma estratégica.

En otras palabras, se trata de entender lo que sucederá en el futuro inmediato y lo utilizaremos en beneficio de la empresa. A continuación, se presentan los factores a estudiar:

- Factores políticos. Aquellos factores relacionados con la clase política que pueden condicionar e influir en los negocios de la empresa en el futuro.
- Factores económicos. Supone analizar, pensar y estudiar las circunstancias económicas actuales y futuras que pueden influir en el desarrollo de la estrategia.
- Factores sociales. El interés en este caso es considerar qué elementos de la sociedad pueden influir en el proyecto y de qué manera están cambiando (porque ciertamente están cambiando). La finalidad es identificar las corrientes de la sociedad actual.
- Factores tecnológicos. Es más complejo, pues, aunque los cambios tecnológicos siempre han existido, la rapidez con que se producen hoy en día es francamente desconcertante. En este sentido, es interesante considerar cómo las tecnologías que aparecen hoy en día pueden transformar la sociedad en un futuro cercano. Especialmente, es interesante estudiar los factores que más pueden influir en nosotros.
- Factores ecológicos. A primera vista, puede parecer que estos factores únicamente afectan a las empresas de determinados sectores, cuando en realidad ocurre lo contrario. Es interesante ser consciente no sólo de los posibles cambios de regulación en el campo de la ecología, sino también de la conciencia social que tiene este fenómeno.
- Factores legales. Se trata de todos aquellos cambios en la legislación relacionada con el proyecto que pueden influir en él de manera positiva o negativa. Obviamente, si se participa en una actividad internacional, es interesante estudiar los aspectos jurídicos tanto del país de emisión como del de destino (Parada, 2017).

A continuación, se desarrollan cada uno de los factores expuestos para la empresa.

5.1.1 Factores Políticos

Entre los factores políticos, el gobierno reinicia el programa "Remediar" que distribuirá drogas gratis en todo el país. Fue creado en

2002 durante la presidencia de Eduardo Duhalde, el ejecutivo comunicó que 15 millones de personas se verían favorecidas por él. (Infobae, 2020).

El acto tuvo lugar en la Quinta de Olivos, donde el presidente acogió al ministro de Sanidad Ginés González García y a un grupo de gobernadores. Una primera distribución comprenderá la distribución de 14.000 botiquines de primeros auxilios en los casi 8.500 centros de asistencia primaria de todo el país. Según el Ejecutivo, el plan comprende 50 medicamentos que cubrirán el 80% de las enfermedades.

En otro contexto, el diario Clarín, publicó un artículo en el cual, la Iglesia solicitó a Alberto Fernández que pida un amplio acuerdo para superar la crisis. Se preguntan si no debería llamar a varios sectores para discutir la post pandemia (Rubin, 19 de abril 2020).

Dejando claro que el sector religioso ha contribuido, el sacerdote jesuita Padre Rodrigo Zarazaga, que lleva a cabo una campaña de solidaridad interreligiosa para distribuir un millón de cajas de alimentos y productos de limpieza en las aldeas, expresando el sentimiento de la Iglesia. El obispo de Quilmes y presidente de Cáritas, Carlos Tissera, afirmó esta semana que, si bien su institución ha incrementado la ayuda alimentaria en todo el país en un 50 por ciento, ha sido superada por la fuerte demanda. Puso como ejemplo su populosa diócesis, donde -subrayó- el 40% de la población vive en changas (Rubin, 19 de abril 2020).

Además, la industria farmacéutica se reunió con Alberto Fernández: se comprometieron a mantener los empleos y a hacer donaciones a los hospitales. Ellos contribuirán con 14 millones de pesos a la creación de dos centros de salud que el PAMI administrará en Ituzaingó y Esteban Echeverría. Esto ocurrió el 22 de abril de 2020, según informó (Perfil, 2020).

Lo mismo ocurre con la "Cámara Argentina de Medicamentos Especializados (CAEME)", la cual se ha comprometido a mantener las fuentes de empleo, en el contexto de la crisis económica y social desencadenada por la pandemia del coronavirus, y ha acordado el

compromiso de la industria de participar en una mesa de apoyo a la investigación clínica en el país, lo que promoverá el desarrollo económico, el empleo calificado y el ahorro significativo para el sistema de salud, así como otros beneficios.

5.1.2 Factores Económicos

Con respecto a los factores económicos, el diario Clarín publicó el 26 de marzo de 2020 que el gobierno nacional tomó medidas para atenuar los efectos económicos del COVID19, cuyo costo será el 1% del Producto Bruto Interno (Diario Clarín, 2020).

Los costes fiscales de las medidas serán más elevados que los de Brasil y México en lo que respecta al Producto Interno Bruto. "Las respuestas (del Gobierno de Alberto Fernández) se enfocaron en un mayor gasto en el sistema de salud; apoyo para trabajadores informales y sectores vulnerables, incluyendo transferencias de emergencia a familias de bajos ingresos y pagos especiales a jubilados con pensiones mínimas; apoyo a sectores duramente golpeados por la crisis, incluyendo exenciones en los aportes patronales, préstamos para la construcción; apoyo de la demanda a través de obra pública", caracteriza el Fondo Monetario Internacional.

Adicionalmente, la oposición pidió al presidente, otras medidas para asegurar la protección de las PYMES (pequeñas y medianas empresas). La presidencia se compromete hoy a estudiar la creación de un consejo económico y social que diseñe una nueva estrategia consistente que permita salir de la crisis económica que la pandemia del coronavirus dejará atrás (La Nación, 2020).

Si la idea se hace realidad, dijo el gobierno, será después de que lo peor de la emergencia sanitaria haya pasado. Alberto Fernández pronunció su discurso durante la teleconferencia que mantuvo con los jefes del bloque en la Cámara de Diputados, desde la residencia de Olivos (La Nación, 2020).

"La pandemia sanitaria tiene una continuación en la pandemia económica y esto se ha convertido en un problema que nos exige equilibrio para salir de la crisis cuidando la salud y a la vez protegiendo a las empresas y el empleo", destaca Mario Negri, presidente del interbloque de "Juntos por el Cambio" (Bermudez, 2020).

De acuerdo con un informe publicado por el diario Clarín (Bermudez, 2020), los precios de las medicinas se incrementaron más que el dólar en 2019. El incremento promedio fue de 85%, y la del dólar no llegó al 63%. Estamos hablando de productos de uso prioritario con materia prima importada.

Por otro lado, en otra publicación del Portal (Infobae, 2020), se menciona que el 80% de los medicamentos vendidos en la Argentina están elaborados con materias primas importadas. Un informe del "INDEC" dio cuenta de "la singular dependencia de las "drogas madre" provenientes del exterior".

5.1.3 Factores Sociales

Entre los factores sociales, el impacto de la pandemia en la sociedad, conlleva a hipótesis, tales como: "Los nuevos pobres y el pronóstico negro que alertan al Gobierno" publicado el 18 de abril de 2020 (Fioriti, 2020), existen nuevos pobre en la Argentina en el contexto actual de la pandemia, y esta situación plantea una situación de alerta para el gobierno nacional. La presidencia de la república se aferra a su estrategia de priorizar la salud. Los comedores están llenos de gente y las tensiones podrían aumentar.

A la vez, en los comedores comunitarios el número de participantes se ha multiplicado. La pandemia está exacerbando la recesión y provocando situaciones inimaginables: en esa piel ahora hay personas que hasta hace poco miraban hacia otro lado a quienes pedían comida o exigían planes sociales. El Ejecutivo ha puesto en marcha, entre otras iniciativas, una bonificación de 10.000 pesos para aliviar las molestias.

El plan podría repetirse en los próximos meses si fuera imperativo. No parece ser suficiente. "Ha habido un severo choque de empobrecimiento. La transferencia de recursos por parte del Estado no elimina la profundización de los ya pobres.

Por lo que, el 30 de marzo el presidente Alberto Fernández llevó a cabo una reunión con las instituciones que crearon la red social "Seamos Uno". Es un plan para distribuir alimentos en los barrios pobres (Wiñazky, 2020).

Así que, el presidente escuchó atentamente los detalles de esta organización, que incluye, entre otros, a la AMIA, Cáritas Argentina, la Alianza Cristiana de Iglesias Argentinas, la Compañía de Jesús, la ONG Banco de Alimentos, el Consejo de Pastores de la Capital Federal y el Centro de Investigación y Acción Social, controlado por un sacerdote jesuita, Rodrigo Zarázaga (Wiñazky, 2020).

El año 2019, la pobreza cerró con un aumento anual de 3,5 puntos porcentuales hasta el 35,5%. En medio de la pandemia de coronavirus, y de la crisis social y sanitaria que el país deberá enfrentar en las próximas semanas, este problema afecta a por lo menos 14,4 millones de argentinos, según las cifras conocidas hoy, publicadas por el diario La Nación (Jueguen, 2020).

Se trata de casi un millón y medio más de pobres que hace un año, si la estimación oficial se proyecta a toda la población urbana del país (excluyendo la población rural). La Encuesta Permanente de Hogares (EPH)

indicó que la pobreza, por su parte, alcanzó el 8% a finales del año pasado y mostró un salto significativo, siendo en 2018 6,7% (Jueguen, 2020).

5.1.4 Factores Tecnológicos

Para dar contexto al tema factores tecnológicos, se destaca información en la que se advierte que en Escobar, Provincia de Buenos Aires, se abrieron las puertas de un nuevo proyecto que producirá más drogas biosimilares para el tratamiento de cánceres; mabxience produce anticuerpos monoclonales de alto costo a un precio más bajo que los medicamentos de referencia. Asimismo, se utilizan en la artritis y la degeneración macular. La empresa de biotecnología se ha convertido en la primera en producir anticuerpos monoclonales en América del Sur en 2012 (Cunzolo, 2020).

La nueva planta instalada en Garin - llamada La Linda - duplica la capacidad de la de Munro y podría potencialmente producir hasta ocho veces más. Este es un ejemplo de la expansión local, regional y mundial del mercado de biosimilares, que empezó a gestarse con la caída de las patentes de medicamentos innovadores (originales o de referencia) y que permite a otros laboratorios producir las moléculas, con una importante reducción de los costos. Según (Quesada, 2019).

El laboratorio británico AstraZeneca lanzó a su filial local como hub de investigación con una inversión de 80 millones de dólares (Quesada, 2019).

El objetivo de la empresa es trabajar desde Argentina en el desarrollo de medicamentos y soluciones de medicina de precisión, estrategia que busca adaptar los medicamentos a las necesidades específicas de pequeños grupos de pacientes.

Por lo tanto, el país albergará un grupo que ya emplea a 450 personas y tratará de fortalecer la relación con los investigadores locales.

Para ello, ha firmado un acuerdo con la "Secretaría Nacional de Ciencia, Tecnología e Innovación (Secyt) y el Consejo Nacional de Investigación Científica y Técnica". La elección de Argentina, subrayó el ejecutivo, obedece a la importancia de la industria farmacéutica en el país y a la calidad de los recursos humanos. Esto último es también un elemento clave de los estudios clínicos realizados por la empresa, con una inversión anual de 11 millones de dólares al año.

5.1.5 Factores Ecológicos / Ambiental

Entre los factores ecológicos, las empresas en acción: proyectos sociales y culturales, acciones ambientales, resultados de la gestión de la Responsabilidad Social Corporativa, obras y otro tipo de iniciativas en las que las empresas locales demuestran que están comprometidas con la comunidad y el medio ambiente.

El laboratorio Savant ha presentado recientemente su segundo informe de sostenibilidad, centrándose en varios objetivos para conseguir los resultados a los que se ha comprometido.

La organización invirtió más de 12.150 horas en la capacitación, tratando de mejorar sus conocimientos, sus aptitudes y su bienestar, en un contexto de motivación y compromiso con la comunidad. También ha seguido colaborando activamente con su comunidad a través de "ActivaRSE", el programa que centra todas las actividades que le permiten satisfacer su compromiso con los pacientes, las comunidades, los empleados, los clientes y los proveedores.

Durante su desarrollo, se llevaron a cabo 12 proyectos, con más de 270 horas de trabajo voluntario involucrado. En la misma línea, ha ampliado el alcance de su "Política Ambiental", válida para todas sus actividades en la Argentina, que pretende la minimización del impacto ambiental

cooperando en la conservación de los recursos naturales (Ambito Financiero, 2018).

5.1.6 Factores Legales

Por último, están los factores legales que afectan el entorno de la empresa, entre los cuales, está que el gobierno siguió adelante con un paquete de medidas para ayudar a las empresas a hacer frente a la crisis resultante de la emergencia del coronavirus del país. No es posible que las empresas utilicen la pandemia como excusa de "fuerza mayor" para deshacerse del personal, pero contarán con la ayuda del Gobierno para pagar los salarios, así como un aplazamiento y/o reducción de las cargas de los empleadores durante abril de 2020.

Las autoridades confirman la creación del "Programa de Asistencia de Emergencia para el Trabajo y la Producción". Lo hizo por medio del Decreto 332/2020 publicado el 1 de abril de 2020 (Infobae, 2020).

Algunas de las medidas son:

- a) "postergación o reducción de hasta el 95% del pago de las contribuciones patronales al Sistema Integrado Previsional Argentino";
- b) "asignación compensatoria al salario, para todos los trabajadores en empresas de hasta 100 empleados";
- c) "asistencia por la emergencia sanitaria para los trabajadores en relación de dependencia del sector privado en empleadores que superen los 100 trabajadores, y d- sistema integral de prestaciones por desempleo".

Se encuentran excluidos de los beneficios del presente decreto aquellos sujetos que realizan las actividades y servicios declarados esenciales, por lo tanto, Laboratorio Vita Sua no se ve beneficiado por estas medidas por ser una industria que produce medicamentos.

El “Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (Pami)”, informó de que el reciente vademécum de medicinas indispensables gratuitas es una lista que contiene 170 principios activos incluidos en 3.600 presentaciones de marca comerciales (La Voz, 2020).

"Una comisión de expertos será la encargada de su permanente supervisión y de evaluar criterios de uso, racionalidad, efectividad y oportunidad. Los medicamentos fueron seleccionados en función de su impacto, seguridad y eficacia comprobada según la Organización Mundial de la Salud, evidencia científica nacional, internacional y estadísticas propias" (La Voz, 2020).

Con el fin de garantizar el derecho a la salud de los ancianos, la “Ley de Solidaridad Social y Reactivación de la Producción” financia los medicamentos esenciales gratuitos (Impuesto País).

5.2. Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter

Dividir una industria en estas cinco fuerzas permite un mejor análisis del grado de competencia en el sector y, por lo tanto, una apreciación más precisa de su atractivo; mientras que para una empresa del sector, un mejor análisis de su entorno y, por lo tanto, una mejor identificación de las oportunidades y amenazas.(crecenegocios, 2015).

Este análisis se presenta como complemento del PESTEL y con la finalidad de demostrar que en los actuales momentos el entorno de la empresa es favorable para solicitar un financiamiento que le permitirá aprovechar la demanda e incrementar las ventas.

A continuación, se presenta un resumen de cada una de estas fuerzas:

5.2.1. Rivalidad entre Competidores

En general, la fuerza más poderosa de todas se refiere a la rivalidad entre empresas que compiten directamente en el mismo sector, ofertando el mismo tipo de producto.

La fuerte rivalidad que se establece entre los competidores se podría interpretar como un gran número de estrategias destinadas a aventajar a los demás, estrategias que tratan de aprovechar cualquier signo de debilidad en ellos, o reacciones inmediatas a sus estrategias o movimientos.

La rivalidad entre los competidores tiende a crecer principalmente con el aumento del número y el incremento del tamaño y la capacidad.

La rivalidad entre competidores también suele aumentar cuando:

- “La demanda por los productos de la industria disminuye.
- Existe poca diferenciación en los productos.
- Las reducciones de precios se hacen comunes.
- Los consumidores tienen la posibilidad de cambiar fácilmente de marcas.
- Los costos fijos son altos.
- El producto es perecedero.
- Las fusiones y adquisiciones en la industria son comunes” (Porter, 2008).

Conforme se intensifica la rivalidad entre los competidores, los beneficios de la industria disminuyen, haciéndola menos atractiva y reduciendo así la entrada de nuevos competidores.

El análisis de la rivalidad entre competidores nos permite comparar nuestras condiciones competitivas con las de otros competidores, y luego elaborar estrategias para sobrepasarlas.

Algunos ejemplos de estas estrategias son:

- “Aumentar la calidad de los productos.
- Reducir los precios.
- Dotar de nuevas características a los productos.
- Brindar nuevos servicios.
- Aumentar la publicidad.
- Aumentar las promociones de ventas” (Porter, 2008).

5.2.2. Amenaza de Entrada de Nuevos Competidores

Se refiere a la posible entrada en la industria de empresas que producen o comercializan productos similares.

Cuando las empresas logran entrar fácilmente en un sector, se incrementa la densidad de la competencia; sin embargo, la entrada en un mercado no suele ser fácil debido a la existencia de obstáculos a la entrada.

Algunos ejemplos de estas barreras de entradas son:

- “La necesidad de lograr rápidamente economías de escala.
- La necesidad de obtener tecnología y conocimiento especializado.
- La falta de experiencia.
- Una fuerte lealtad del consumidor hacia determinadas marcas.
- Grandes necesidades de capital” (Porter, 2008).
- Falta de canales adecuados de distribución.
- Políticas reguladoras gubernamentales.
- Altos aranceles.
- Falta de acceso a materias primas.

- Posesión de patentes. Saturación del mercado” (Porter, 2008).

No obstante, pese a estas barreras, en ocasiones las empresas pueden ingresar fácilmente en una industria cuando tienen productos de mayor calidad, con precios inferiores o mejor publicidad.

El análisis de la amenaza de nuevas empresas nos permite estar alerta a su entrada, y así poder elaborar estrategias que nos permitan reforzar las barreras de entrada, o enfrentarnos a los competidores que entren.

Algunos ejemplos de estas estrategias son:

- “Aumentar la calidad de los productos.
- Reducir los precios.
- Aumentar los canales de ventas.
- Aumentar la publicidad.
- Ofrecer mejores condiciones de ventas, por ejemplo, ofrecer un mayor financiamiento o extender las garantías” (Porter, 2008).

5.2.3. Amenaza de Ingreso de Productos Sustitutos

Se refiere a los ingresos posibles de las empresas productoras o vendedoras de productos de sustitución de los del sector.

Como ejemplos de productos sustitutos se pueden citar las aguas minerales en sustitución de los refrescos, las mermeladas en sustitución de la mantequilla y los portales de Internet en sustitución de los periódicos y las revistas.

La presencia de sustitutos en general establece un límite al precio que se puede aplicar a un producto (un precio superior a este límite podría llevar a los consumidores a elegir el sustituto).

Los productos sustitutos penetran fácilmente a una industria cuando:

- “Los precios de los productos sustitutos son bajos o menores que los de los productos existentes.
- Existe poca publicidad de productos existentes.
- hay poca lealtad en los consumidores.
- el costo de cambiar de un producto a otro sustituto es bajo para los consumidores” (Porter, 2008).

El análisis de la amenaza de entrada de productos sustitutos posibilita la formulación de estrategias para evitar la entrada de empresas que produzcan o vendan dichos productos o, al menos, estrategias que nos permitan competir con ellos.

Algunos ejemplos de estas estrategias son:

- “Aumentar la calidad de los productos.
- Reducir los precios.
- Aumentar los canales de ventas.
- Aumentar la publicidad.
- Aumentar las promociones de ventas” (Porter, 2008).

5.2.4. Poder de Negociación de los Proveedores

Hace referencia al poder con que cuentan los proveedores de la industria para aumentar sus precios y ser menos concesivos.

Por lo general, mientras menor cantidad de proveedores existan, mayor será su poder de negociación, ya que, al no haber tanta oferta de materias primas, éstos pueden fácilmente aumentar sus precios y ser menos concesivos.

Pero además de la cantidad de proveedores que existan en la industria, el poder de negociación de éstos también tiende a aumentar. Se

refiere al poder de los proveedores de la industria para aumentar sus precios y ser menos complacientes.

En general, cuantos menos proveedores haya, mayor será su poder de negociación, ya que, a falta de un gran suministro de materias primas, pueden aumentar fácilmente los precios y ser menos complacientes.

Pero además del número de proveedores del sector, su poder de negociación también tiende a aumentar cuando:

- “Existen pocas materias primas sustitutas.
- El costo de cambiar de una materia prima a otra es alto.
- Las empresas realizan compras con poco volumen” (Porter, 2008).

El análisis del poder de negociación de los proveedores nos permite formular estrategias destinadas a reducir su poder de negociación, y así lograr mejores condiciones o un mayor control sobre ellos.

Algunos ejemplos de estas estrategias:

- “Adquirir a los proveedores.
- Producir las materias primas que uno necesita.
- Realizar alianzas estratégicas con los proveedores que permitan, por ejemplo, reducir los costos de ambas partes” (Porter, 2008).

5.2.5. Poder de Negociación de los Consumidores

Hace referencia al poder con que cuentan los consumidores o compradores de la industria para obtener buenos precios y condiciones.

Cualquiera que sea la industria, lo usual es que los compradores siempre tengan un mayor poder de negociación frente a los vendedores; sin embargo, este poder suele presentar diferentes grados dependiendo del mercado.

Por lo general, mientras menor cantidad de compradores existan, mayor será su capacidad de negociación, ya que, al no haber tanta demanda de productos, éstos pueden reclamar por precios más bajos y mejores condiciones.

Pero además de la cantidad de compradores que existan en la industria, el poder de negociación de éstos también tiende a aumentar. Se refiere al poder que tienen los consumidores o compradores del sector para obtener los mejores precios y condiciones.

Independientemente de la industria, los compradores suelen tener más poder de negociación que los vendedores; sin embargo, este poder suele tener distintos niveles según el mercado.

En general, cuantos menos compradores haya, mayor será su poder de negociación, puesto que al ser menor la demanda de productos, pueden exigir que los precios sean inferiores y las condiciones mejores.

Además del número de compradores del sector, su poder de negociación también tiende a aumentar cuando:

- “No hay diferenciación en los productos.
- Los consumidores compran en volumen.
- Los consumidores pueden fácilmente cambiarse a marcas competidoras o a productos sustitutos.
- Los consumidores están bien informados acerca de los productos, precios y costos de los vendedores.
- Los vendedores enfrentan una reducción en la demanda.” (Porter, 2008)

Un análisis del poder de negociación de los consumidores permitiría definir estrategias para la reducción de su poder de negociación y, por lo tanto, para atraer más clientes u obtener una mayor lealtad de los mismos.

Algunos ejemplos de estas estrategias son:

- “Buscar una diferenciación en los productos.

- Ofrecer mayores servicios de postventa.
- Ofrecer mayores y mejores garantías.
- Aumentar las promociones de ventas.
- Aumentar la comunicación con el cliente.”

5.2.4. Conclusiones del modelo de las Cinco Fuerzas de Porter

El modelo de las Cinco Fuerzas de Porter hace posible que se analice una industria identificando y estudiando cinco fuerzas: “la rivalidad entre competidores, la amenaza de entrada de nuevos competidores, la amenaza de entrada de productos sustitutos, el poder de negociación de los proveedores y el poder de negociación de los consumidores” (Porter, 2008, pág. 2).

Las fuerzas de la amenaza de entrada de nuevos competidores, la amenaza de entrada de productos sustitutos, el poder de negociación de los proveedores y el poder de negociación de los consumidores influyen en la fuerza de la rivalidad entre los competidores, por lo que suele ser la más poderosa de las cinco fuerzas.

El análisis de estas fuerzas permite, sobre todo, determinar el nivel de competencia en la industria, y por lo tanto saber cuán atractivo es, e identificar las oportunidades y amenazas, y así elaborar estrategias que nos permitan explotar estas oportunidades y/o enfrentar estas amenazas.

Se mencionan a continuación las cinco fuerzas aplicadas a la industria farmacéutica.

- La rivalidad entre las empresas que compiten:

La empresa se encuentra inmersa en una industria con muchos competidores, las cuales ofrecen productos similares, esto tiene un impacto negativo para la misma. Laboratorios Vita Sua cuenta con ventajas competitivas como la calidad (basados en las más estrictas normas

internacionales *Good Manufacturing Practices*), la tecnología (cuenta con un complejo industrial modelo y una infraestructura con la más alta tecnología de la industria farmacéutica mundial), y el cuidado del impacto ambiental en la elaboración de sus productos.

- La entrada potencial de competidores nuevos:

De acuerdo con el análisis se considera que hay baja probabilidad de ingreso de nuevos competidores, ya que para comenzar a producir se necesitan pasar varios procesos de aprobación de los organismos públicos que son muy complejos, y además se necesitan grandes inversiones.

Laboratorios Vita Sua cuenta con prestigio que ha logrado a lo largo de sus más de 25 años de vida, por lo cual a un potencial ingresante le llevaría mucho para desarrollar un nivel adecuado para competirle.

- El desarrollo potencial de productos sustitutos:

Un bien es considerado una sustitución de otro, ya que uno puede ser consumido o utilizado en lugar del otro. Se refiere a los ingresos potenciales de las empresas que fabrican o comercializan productos alternos a los del sector.

Las posibilidades que hay rondan en torno a productos de efectos similares, por lo tanto, existen siempre medicamentos que irán reemplazando a otros de generación anterior, y que curarán el mismo mal. Pero eso ocurrirá en todas las industrias de la competencia, entonces siempre se deberá estar actualizado en los nuevos descubrimientos.

Laboratorios Vita Sua cuenta con una amplia cartera de productos, que son similares a los ofrecidos por otros laboratorios, pudiendo así hacer frente a la demanda del consumidor.

- El poder de negociación de los proveedores:

La empresa tiene proveedores internacionales en distintos países, por lo cual no se detecta que cada proveedor individualmente tenga un poder significativo de negociación con la empresa. Ellos se encuentran en

una situación moderadamente difícil de entrar al negocio con la empresa ya que hay mucha variedad para elegir a quien comprar y conseguir los mejores precios, teniendo esto un gran impacto positivo, ya que los costos de insumos tienen influencia significativa en los costos totales de los productos terminados.

Se puede destacar que Laboratorios Vita Sua es una empresa con trayectoria, que tiene experiencia en planificación y negociación con los proveedores, además del personal capacitado, lo que afecta favorablemente.

- El poder de negociación de los consumidores:

Los compradores son aquellos a los que van destinados los productos y se dividen en dos grandes grupos, las droguerías y las farmacias (las que realizan grandes compras). Las droguerías se encargan de su posterior venta a las farmacias donde acuden los consumidores del producto para su compra. Pero para que esto suceda es de suma importancia que exista la receta de un médico, siendo esto una barrera para la venta del producto bajo receta y no para la línea de OTC, la cual es de venta libre.

También existe la sustitución por recomendación del farmacéutico. Es decir que cuando el consumidor llega a la farmacia con una receta de otro competidor de Laboratorios Vita Sua, el farmacéutico recomienda un producto de Laboratorios Vita Sua. Actualmente, la empresa negocia con diversas droguerías sobre el posicionamiento de sus productos en el mercado. A su vez, la oferta de otros laboratorios es amplia.

5.3. Análisis FODA

El FODA es un instrumento de análisis y diagnóstico que constituye una base fundamental para la elaboración del plan estratégico, que formará parte de nuestro esquema de negocios.(Parada, 2017),.

Es una técnica de planificación estratégica utilizada por las empresas y los empresarios, que intenta literalmente identificar los puntos fuertes, las oportunidades, las debilidades y las amenazas de la empresa. El FODA es un elemento clave para establecer las bases de un buen plan estratégico de marketing.

El objetivo principal del análisis FODA es la identificación de las directrices y planes estratégicos necesarios para la consecución de los objetivos de la empresa, mediante una metodología fundamentada en la individualización de los elementos internos y externos que afectan a nuestra empresa, en la agrupación por parejas de estos elementos para establecer las líneas de actuación, y en el desarrollo de estas estrategias o planes.

El análisis debe llevarse a cabo desde una postura totalmente realista y hay que asignar el tiempo necesario para llevarlo a cabo en detalle. De ser posible, realice el análisis en colaboración con otras personas de perfiles diferentes y dé prioridad a los 4 a 8 elementos de cada categoría (puntos fuertes, puntos débiles, oportunidades, amenazas) que puedan tener mayor impacto en la organización.

Tabla 3. Matriz FODA

DEBILIDADES	FORTALEZAS
<ul style="list-style-type: none"> - La empresa es tomadora de precios, por lo que es inflexible a los mismos. - Al ser una empresa familiar, los conflictos entre ellos no benefician el buen manejo de la toma de decisiones. - Centralización de actividades y decisiones en el dueño mayoritario (presidente de la compañía). 	<ul style="list-style-type: none"> - Laboratorios Vita Sua cuenta con amplia trayectoria en la industria farmacéutica. - La empresa posee área de control de calidad, lo que implica que se evalúan los principios activos (insumo básico), la producción en proceso y el producto terminado. - Buena comunicación y clima laboral entre los distintos niveles jerárquicos. - Cuenta con un complejo industrial estratégicamente ubicado y equipado con la más alta tecnología, que permite asegurar la calidad de los medicamentos. - Producción basada en estándares internacionales de calidad, asegurando la excelencia de los procesos y productos. - Actualmente posee una gran cartera de productos, en todas las especialidades medicinales. - Acceso a las grandes cadenas de farmacias. - La empresa cuenta con amplia variedad de productos en todas las especialidades medicinales. - Imagen consolidada y marca respetada en el mercado. - Tasa de crecimiento en facturación superior a la media de

la industria.

- La compañía vende a nivel nacional e internacional, llevando sus medicamentos actualmente a más de diez países en mercados de Latinoamérica, Asia y Europa.
- Ubicación de la planta productiva en el centro del país, lo que favorece una buena distribución de los productos.
- Facilidad para obtener financiamiento bancario y mercado de capitales.

AMENAZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none">- Volatilidad cambiaria. El costo de los insumos está dolarizado, por lo tanto, hay riesgos en caso de devaluación.- Tomadores de precios, ya que los precios son colocados por los grandes laboratorios. Laboratorios Vita Sua debe adecuarse a los precios de sus competidores.- Alta presión tributaria.- Riesgos por posible crisis social y económica.- Existencia de productos sustitutos que satisfacen necesidades similares.- Solo los productos de venta libre son los que se pueden promocionar libremente, el resto	<ul style="list-style-type: none">- Un complejo industrial equipado con la más alta tecnología, con eficiencia productiva y en costos.- Capacidad instalada ociosa suficiente como para proveer a nuevas demandas.- El proceso de obtención de los productos es un proceso totalmente 'verde', es decir, absolutamente limpio, no produce efluentes contaminantes, ya sean sólidos, líquidos o gaseosos.- Gran potencial de innovación en el sector.- Posee una máquina que fabrica cápsulas blandas, siendo la única empresa con elaboración propia y venta de este tipo de producto.- Aumento de la demanda de

solo lo tiene permitido en ciertos productos farmacéuticos. ámbitos.

- Los actuales competidores siguen expandiéndose.
- La mayoría de los principios activos (insumo básico), son importados, por lo que una demora o cierre de importaciones ocasiona un gran problema para la misma.

Fuente: Elaboración propia

Como conclusión se puede advertir que Laboratorios Vita Sua cuenta con amplia trayectoria en la industria farmacéutica, con productos de gran calidad, con imagen consolidada gracias a las excelentes marcas, las cuales son muy respetadas en el mercado.

Su complejo industrial estratégicamente ubicado y equipado con tecnología de avanzada que le permite certificar la calidad de los medicamentos y poder competir así con los laboratorios de más alto prestigio.

Por lo tanto, todas estas buenas cualidades relacionadas con el producto y lo comercial, hacen que sus ventas vayan creciendo constantemente con tasas superiores a la media de la industria, y a su vez con una rentabilidad muy atractiva.

Este posicionamiento de Laboratorio Vita Sua ha sentado las bases para seguir aprovechando las oportunidades de crecimiento y financiamiento, ya que reúne todas las condiciones para ser considerado

objeto de crédito. Su excelente trayectoria en el mercado de capitales y en bancos, como su importante posicionamiento de sus marcas, con excelentes productos, le permitirá seguir explotando su gran potencial.

La crisis económica que atraviesa Argentina hace que muchas empresas disminuyan sus ventas, pero en el sector de la industria farmacéutica el impacto es menor. Según (Iprofesional.com, 2019), a diferencia de esta situación, los productos que se pueden considerar como necesidades básicas son más difíciles de retirar de los gastos frecuentes porque son esenciales por varias razones. Los medicamentos son necesarios para tratar tanto la integridad como el bienestar de la persona (normalmente la mayoría, aunque algunos pueden ser de mayor o menor necesidad). Dada esta situación, la industria farmacéutica no siempre se ve seriamente afectada como consecuencia del contexto económico del país, y en la actualidad hay alta demanda de productos.

VI. Análisis de indicadores y estructura de capital de la empresa

En esta sección, se procederá a realizar un análisis financiero de los estados contables, con el objetivo de establecer las políticas de la empresa que conformarán los supuestos para la estructura de financiamiento. Como fuente primaria, los estados son brindados por la compañía. Como fuente secundaria se utilizará el prospecto de emisión de obligaciones negociables, publicado en la página de la CNV.

Para el análisis financiero de los estados contables, se utilizarán los ejercicios de los años 2018 y 2019. Ambos periodos se encuentran re expresados por el ajuste por inflación, por lo cual se trabajará con información homogénea. Todos los importes se encuentran expresados en millones de pesos. Se realizarán análisis de ratios de liquidez, de endeudamiento y de rentabilidad, estos indicadores son de suma importancia.

Los indicadores de liquidez se utilizan con la finalidad de determinar si una empresa posee la capacidad para responder a las deudas con el activo corriente, los indicadores de endeudamiento se usan para determinar la cantidad y la calidad de la deuda de una empresa, también se emplean para comprobar hasta donde se obtiene beneficio para cumplir con los gastos financieros y los de rentabilidad se utilizan para medir los beneficios como consecuencia de desplegar los activos sin tener en cuenta de que manera han sido financiados.

6.1. Indicadores

6.1.1 Indicadores de Liquidez

Capital de trabajo neto: como se menciona en el marco teórico, son los recursos reales de que dispone la empresa para la liquidación de las

obligaciones a corto plazo. El “activo corriente está compuesto por inventarios, activos financieros, activos no financieros, deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, efectivo y colocaciones a corto plazo.”

Mientras que el “pasivo corriente” se compone por deudas y préstamos que devengan intereses, cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, remuneraciones y cargas sociales, deudas fiscales, otros pasivos financieros y otros pasivos no financieros.

Para el periodo 2018 la diferencia entre los activos y pasivos corrientes arroja un saldo positivo de \$475.378.000. Para el año 2019 se observa una disminución del mismo a \$170.830.000. Esta reducción se corresponde con la baja en inventarios y en “deudores comerciales y otras cuentas por cobrar”. Por lo general cuando estas cuentas bajan implica un trabajo en la eficiencia del capital de trabajo de la empresa.

Aunque este indicador haya disminuido en el ejercicio 2019, Laboratorios Vita Sua cuenta con fondos disponibles para hacer frente a las obligaciones del corto plazo, la empresa en resumen posee políticas adecuadas de gestión y cobro, el plazo de cobro a los clientes permite cubrir las necesidades financieras, y con respecto a las cuentas por pagar la empresa cancela tarde a los proveedores lo que le permite obtener liquidez.

Tabla 4: Indicador capital de trabajo neto

	“2018”		“2019”	
“Activo Corriente”	\$1.326.417.000	\$475.378.000	\$922.447.000	\$170.830.000
“Pasivo Corriente”	\$851.039.000		\$751.617.000	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA

Razón circulante o “liquidez corriente”:

Demuestra la proporción de deudas a corto plazo que se pueden cubrir por el activo al vencer las deudas, se obtiene al dividir el activo y pasivo corriente.

Al realizar el cálculo si el resultado que se obtiene es igual a 2, la empresa puede cubrir sus obligaciones, si el resultado es menor a 2, el indicador denota riesgo de no poder cumplir con las deudas a corto plazo, este indicador por sí solo no es tan fiable, por lo que se acompaña con otro denominado prueba ácida que permite analizar de forma más precisa la información. La prueba ácida excluye los inventarios porque son activos destinados a las ventas y no al pago de las deudas, por tal motivo son menos líquidos.

En la prueba ácida si el resultado es 1, la empresa tiene capacidad para cubrir sus deudas a corto plazo, si el resultado es mayor a 1, este indicador demuestra que la empresa podría tener activos en ocio, y si es menor a 1 pudiese existir riesgo de no poder cumplir.

Para los años 2018 y 2019 arroja 1,56 y 1,23. Es decir que Laboratorios Vita Sua en 2018 tuvo 1,56 pesos de “Activo corriente por cada peso de Pasivo corriente” y en 2019 ese indicador decrece a 1,23. Los motivos son los siguientes:

En el periodo 2019 los inventarios son el 67% de su valor en el año anterior, debido al trabajo realizado sobre la eficiencia en el capital de trabajo.

En 2019 los “deudores comerciales y otras cuentas a cobrar” equivale al 64% de su valor en el año anterior, por los mismos motivos que el ítem anterior. También se observa una disminución en efectivo y colocaciones a corto plazo.

El índice, aunque no llega a 2, posee valores cercanos que indican que la empresa posee liquidez para cumplir con sus compromisos, por lo general es bueno que sea superior a 1, ya que siempre deberá existir un peso o más por cada peso de deuda corriente, a pesar de que haya disminuido un 27% en relación con el año anterior, socavando las

posibilidades de la empresa de enfrentar sus responsabilidades a corto plazo.

Tabla 5: Indicador liquidez corriente

	"2018"		"2019"	
"Activo Corriente"	\$1.326.417.000	1,56	\$922.447.000	1,23
"Pasivo Corriente"	\$851.039.000		\$751.617.000	

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

"Prueba ácida o liquidez ácida": es similar a la "razón corriente" a diferencia que se eliminan del mismo los inventarios, dejando los componentes más líquidos del "activo corriente". Si se comparan ambos indicadores obtenemos una disminución del 24% para el año 2019 con relación al 2018.

Analizando esta situación, se observa que los inventarios disminuyeron proporcionalmente más que la disminución del pasivo corriente, y por ello se explica una menor liquidez de los activos corrientes para el último ejercicio. Los resultados se acercan a 1, por lo que la empresa tiene la capacidad para cancelar más de la mitad de sus responsabilidades corrientes, independientemente de la venta de sus inventarios. Los resultados indican que la empresa posee en sus activos 1,56 pesos en el año 2018 y 1,23 pesos en el año 2019, por cada peso que debe cancelar a corto plazo. Es importante destacar que para comprobar la

liquidez, como se indicó anteriormente, hay que tener en cuenta los periodos medios de almacenaje, cobro y pago, que representa el tiempo que por término medio transcurre desde que se adquiere la mercancía hasta su pago a proveedores, debido a que, en este tipo de empresas, los periodos de cobro son inferiores al de pago, esto se traduce en algo muy positivo de cara a la liquidez de la empresa, porque realiza los cobros a los clientes mucho antes de tener que afrontar el pago a los proveedores. Utilizando esta situación como fuente de liquidez.

Tabla 6: Indicador liquidez seca

	"2018"		"2019"	
"Activo Corriente"	\$1.326.417.000	0,92	\$922.447.000	0,74
"Pasivo Corriente"	\$851.039.000		\$751.617.000	
"Inventario"	\$547.517.000		\$367.317.000	

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

6.1.2 Indicadores de Rentabilidad

"Rentabilidad sobre activos": se trata de un indicador porcentual que arquea la capacidad de la empresa para hacer rendir sus activos en beneficio para sus accionistas propietarios, se utiliza para medir los beneficios como consecuencia de desplegar los activos sin tener en cuenta de qué manera han sido financiados. Se calcula con la división del EAT y

los Activos Totales. Para el año 2018 se observa una rentabilidad de 2,47%, mientras que en el año 2019 desciende a -4,65%.

Esta disminución se debe a la baja de las ventas y de los ingresos financieros, al aumento del costo financiero de las fuentes de financiamiento y su consecuente resultado negativo del ejercicio 2019. Por lo que se puede observar que, aunque el despliegue de los activos para el 2019 fue similar al del 2018, hubo otros factores que ocasionaron que el resultado haya sido negativo, por lo que la empresa no tuvo rentabilidad sino pérdidas.

Tabla 7. Indicador rentabilidad sobre activos

	"2018"		"2019"	
"Utilidad Neta después de Impuestos"	\$57.203.000	2,47%	-\$97.571.000	-4,65%
"Activo Total"	\$2.313.285.000		\$2.099.415.000	

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

"Rentabilidad sobre Patrimonio Neto": medirá la utilidad de los fondos que aporta el inversor. Para el año 2018 la rentabilidad sobre el patrimonio neto es igual al 6,33%, mientras que para el 2019, al ser la utilidad después de impuestos negativa, desciende a -12,11%. El índice de rentabilidad del patrimonio demuestra que luego de cancelados todos los gastos incluidos impuestos, los accionistas no cuentan con dinero para aumentar su patrimonio, lo cual debería ser el objetivo financiero principal de la empresa. En esta situación una vez más ha influido el hecho de que el resultado del ejercicio es negativo.

Tabla 8: indicador rentabilidad sobre Patrimonio Neto

	"2018"	"2019"
--	--------	--------

“Utilidad Neta después de Impuestos”	\$57.203.000		-\$97.571.000	
“Patrimonio Neto”	\$903.020.000	6,33%	\$805.449.000	-12,11%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA

“Rentabilidad sobre ventas”: Este indicador financiero destaca la utilidad por cada peso de venta. En el periodo 2018 Laboratorios Vita Sua obtuvo un 2,55% por cada peso de venta, y en el 2019 cayó a -5,09%, En este caso se puede observar que las dos variables que se utilizan en este indicador financiero disminuyen en el 2019 para la empresa Laboratorios Vita Sua, es decir se produce una disminución de las ventas y a la vez impacta el hecho del resultado negativo en el ejercicio financiero. En el caso de estudio por cada peso que vende recibe ganancias de 2,55% para el 2018 y pierde 5,09% en el 2019, por lo que resulta de suma importancia aplicar políticas que permitan aumentar la rentabilidad.

Tabla 9: Indicador rentabilidad sobre ventas

	“2018”		“2019”	
“Utilidad Neta después de Impuestos”	\$57.203.000		-\$97.571.000	
“Ventas totales”	\$2.245.816.000	2,55	\$1.918.331.000	-5,09

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA

El apalancamiento financiero, mide el grado de conveniencia de concurrir a la utilización de financiación externa a la empresa.

“Fórmula de Apalancamiento financiero”: como se mencionaba en el marco teórico, la fórmula es la siguiente:

“Ratio de apalancamiento financiero = (Activo / Fondos Propios) x (BAT / BAIT)”

Aplicando la fórmula para los ejercicios 2018 y 2019 obtenemos los siguientes resultados:

Tabla 10: Apalancamiento financiero

	2018	2019
Activo total	\$2.313.285.000	\$2.099.415.000
Fondos propios	\$903.020.000	\$805.449.000
BAT	\$170.863.000	-\$19.424.000
BAIT	\$147.385.000	\$122.790.000
Apalancamiento financiero	2,97	-0,41

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

Cuando el indicador es igual o mayor a 1, implica que es rentable recurrir a la financiación externa. De lo contrario, no es conveniente utilizar financiación ajena ya que el costo del financiamiento no es rentable para la empresa.

Como se observa, el apalancamiento disminuyó de 2,97 en el 2018 a -0,41 en el 2019, por lo que el apalancamiento financiero ya no es conveniente, en caso de mantenerse las condiciones actuales de rentabilidad. La empresa posee un riesgo financiero alto para el año 2019, esto es porque no hay productividad ni rendimiento económico, no hay ganancias, por lo que los ingresos son menores a lo que debe pagar la empresa por los préstamos.

6.1.3 Indicadores de Endeudamiento

El análisis de endeudamiento se usa para realizar la determinación de la cantidad y la calidad de la deuda de una empresa, también se utiliza

para comprobar hasta donde se obtiene beneficio para cumplir con los gastos financieros.

Razón de estructura de capital: este índice ha permanecido prácticamente constante en el año 2019 (1,60) con respecto al anterior (1,56), debido a que la reducción del pasivo total corresponde igual disminución del patrimonio neto. Los principales motivos fueron los siguientes:

Dentro del “pasivo no corriente” las “deudas y préstamos que devengan intereses” en 2019, han disminuido un 52,6% con respecto al 2018. Corresponde a la devolución de préstamos bancarios y obligaciones negociables. Los fondos utilizados para cancelar dichas deudas son los correspondientes al obtenido gracias a la eficiencia en el capital de trabajo, habiendo disminuido inventarios por \$180.200.000 y “deudores comerciales y otras cuentas por cobrar” por \$219.263.000.

Dentro del “pasivo corriente” se observa una disminución de \$77.174.000 en las “cuentas por pagar comerciales” debido, principalmente, a una baja en la deuda a proveedores en moneda extranjera. Además, dentro de las deudas por emisión de obligaciones negociables hay una cancelación sustancial por \$ 67.415.000.

Con respecto al “patrimonio neto” durante el año 2019 hay un aumento en las “reservas facultativas para futuras inversiones” de \$ 47.189.000, y una disminución de los “resultados no asignados” por \$ 147.152.000. Por ende, se observa una disminución en los “resultados no asignados” de 81,5% durante el periodo 2019.

En el año 2018, se utilizaron 1,56 pesos de capital de terceros por cada peso de recursos propios aportados, mientras que en el 2019 se aumentó a 1,60 pesos. Es decir, durante el último ejercicio la utilización de recursos de terceros se mantuvo prácticamente constante. Posee suficientes fondos propios para resolver sus obligaciones. En el pasivo corriente la partida que destaca son las deudas por proveedores en moneda extranjera, mientras que en el pasivo no corriente destacan las deudas y préstamos que devengan intereses lo que incluye los financiamientos con

créditos bancarios. En resumen, el nivel de resultado del indicador es deseable, por lo que cuenta con patrimonio para cumplir con sus deudas.

Tabla 11: Indicador estructura de capital

	"2018"		"2019"	
"Pasivo total"	\$1.409.381.000	1,56	\$1.294.966.000	1,60
"Patrimonio Neto"	\$903.020.000		\$805.449.000	

Fuente: Elaboración propia

"Razón deuda": significa que en el año 2018 el 61% de los activos totales se financiarán por los acreedores y si se liquidan esos activos quedaría un saldo del 39% de su valor después del pago de las responsabilidades en vigencia. Durante 2019 ese porcentaje aumenta levemente al 62%, incrementando una centésima el endeudamiento. La empresa posee activos suficientes para cumplir con sus obligaciones, los activos están representados, principalmente, por edificios, terrenos e infraestructuras.

Tabla 12: Indicador deuda

	"2018"		"2019"	
"Pasivo total"	\$1.409.381.000	0,61	\$1.293.966.000	0,62
"Activo total"	\$2.313.285.000		\$2.099.415.000	

--	--	--	--	--

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

“Razón pasivos circulantes y pasivo total”: indica el porcentaje que compone el pasivo corriente dentro del pasivo total. Durante el año 2018 un 60% corresponde a obligaciones corrientes, mientras que en 2019 disminuyen al 58%. Se considera que, prácticamente, esta composición no ha variado, ya que, si bien se produjo una baja del pasivo circulante, la misma es muy leve. Presenta resultados próximos a la unidad, por lo que hay equilibrio entre los recursos ajenos y propios.

Tabla 13: Indicador pasivos circulantes y pasivo total

	“2018”		“2019”	
“Pasivo circulante”	\$851.039.000	0,60	\$751.617.000	0,58
“Pasivo total”	\$1.409.381.000		\$1.293.966.000	

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

“Razón pasivos a largo plazo y pasivos totales”: este indicador es similar al anterior, analizando en esta oportunidad los pasivos a largo plazo, es decir la deuda que utiliza Laboratorios Vita Sua para apalancar sus operaciones.

Los mismos aumentaron en el año 2019 con respecto al 2018 un 5% porque si bien bajaron los pasivos no corrientes, esta baja fue menor proporcionalmente en relación con la baja de los pasivos corrientes. Los resultados inferiores a 0,50 indican que la empresa posee mayores deudas a corto plazo, en especial la partida deudas y cuentas por cobrar

comerciales. Los resultados indican que la empresa puede requerir otras fuentes de financiamiento a mayor plazo de pago para mejorar su liquidez y su rentabilidad.

Tabla 14: Indicador pasivos a largo plazo y pasivo total

	"2018"		"2019"	
"Pasivo a largo plazo"	\$559.226.000		\$542.349.000	
"Pasivo total"	\$1.409.381.000	0,40	\$1.293.966.000	0,42

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

Razón cobertura de intereses: Indica la medida en que pueden reducirse los beneficios sin poner a Laboratorios Vita Sua en una posición difícil para pagar los gastos financieros.

En 2018 la empresa no hace ningún esfuerzo por pagar los intereses, ya que el valor neto de los gastos financieros es positivo.

En el 2019, la razón es 0,86 veces, es decir muy cercano a 1. Un indicador igual o mayor a 1 debería ser el ideal para no exponer a un riesgo la capacidad de pago de la empresa. El grado de apalancamiento financiero de una compañía y su mayor capacidad de endeudamiento, dependerán de que este indicador sea mayor a 1. Los resultados indican que el valor de los intereses pagados en el año 2019 aumenta el valor con relación al año 2018, y que, a pesar de esto, el indicador denota un resultado positivo con respecto a la cobertura de intereses para la empresa.

Tabla 15: Indicador cobertura de intereses

	"2018"		"2019"	
"Utilidad antes de intereses e impuestos"	\$147.385.000	N/A	\$122.790.000	0,86
"Intereses"	\$-23.478.000		\$142.214.000	

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

Razón de financiación interna: indica el porcentaje en que Laboratorios Vita Sua financia sus recursos con su propio patrimonio. Durante 2018 financia sus operaciones en un 39% con recursos propios y un 61% con dinero de los acreedores. En el año 2019 esa relación de financiación interna disminuye solo una centésima, por lo tanto, se considera prácticamente sin variaciones. El resultado del indicador, para ambos años, es bajo e indica que la empresa no se financia con recursos propios, por lo tanto, expresa una necesidad de utilizar otras fuentes de financiamiento externas.

Tabla 16: Indicador financiación interna

	"2018"		"2019"	
"Patrimonio Neto"	\$903.020.000	0,39	\$805.449.000	0,38
"Activo total"	\$2.313.285.000		\$2.099.415.000	

6.1.4 Cálculo y análisis del Economic Value Added (EVA)

El EVA conceptualiza el cálculo de los beneficios de manera similar a un modelo contable tradicional, pero con la diferencia que, además de la carga financiera relacionada con los pasivos, también incluye el coste de oportunidad del patrimonio (García, 2003).

Hay que tener presente que, si el WACC es menor que el rendimiento de la inversión, se generará un valor económico añadido (EVA) para los accionistas, de lo contrario se obtendrá un EVA negativo, que los accionistas tendrán que revertir.

El valor se crea en una empresa cuando la rentabilidad que se genera excede el costo de oportunidad, con los recursos utilizados por la empresa.

Para determinar el EVA, hay que encontrar la diferencia entre el ROIC y el WACC y multiplicar el resultado por el capital medio invertido.

$$(EVA = [ROIC - WACC] \times \text{Capital Invertido})$$

6.1.5 Cálculo del ROIC

$$ROIC = \frac{NOPAT}{CAP.INVERT.}$$

Para obtener el ROIC debemos primero obtener el NOPAT y el Capital Invertido

Tabla 17. Cálculo del NOPAT

NOPAT		
	2019	2018
	\$	\$
EBITDA	122.790.000	147.385.000
	\$	\$
(+) Amort. y Depreciac.	143.849.000	110.115.000
	\$	\$
(-) Impuesto a las Ganancias	78.147.000	113.660.000
	\$	\$
	188.492.000	143.840.000

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA

De acuerdo con la tabla anterior, el NOPAT más representativo es de \$ 188.492.000, en el año 2019, y se puede notar un aumento de \$44.652.000, un 31,04% más que el año anterior.

Tabla 18. Cálculo del Capital Invertido

Capital invertido en la operación		
	2019	2018
	\$	\$
Activo Corriente:	922.447.000	1.326.417.000
menos Pasivo Cte. no sujeto a intereses:		
	\$ 498.701.000	\$ 838.294.000
a) Capital de trabajo neto:	\$ 423.746.000	\$ 488.123.000
Activo no Corriente:	\$ 1.176.968.000	\$ 986.868.000
Pasivo no Cte. no sujeto a intereses:	\$ 169.693.000	\$ 186.675.000
b) Capital de inversión:	\$ 1.007.275.000	\$ 800.193.000
a) + b) Total, Capital invertido en la operación	\$ 1.431.021.000	\$ 1.288.316.000

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA

De la tabla anterior se puede observar que en el año 2018 el capital era de \$1.288.316.000 y en el 2019 \$1.431.021.000, lo que supone un aumento de \$142.705.000 un 11,07% más que el año anterior, la tendencia es creciente y refleja una disminución del pasivo.

Tabla 19. ROICC

		2019	2018
ROIC =	NOPAT	13.17%	11.17%
	CAP INVERT		

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

La determinación del ROIC se efectuó tomando en cuenta la utilidad operativa neta después de impuestos y dividiéndola por el capital invertido.

El resultado obtenido, permitió conocer cuánto de rentabilidad en promedio generó el capital aportado por acreedores y accionistas de la empresa, ya que, por cada peso invertido, la operación de la empresa generó una rentabilidad del 13.17% neto de impuestos en 2019, 11,17% en 2018. En definitiva, el ROIC aporta mayor rentabilidad en 2019.

Cómo conclusión de los indicadores aplicados a los montos históricos de la empresa Laboratorios Vita Sua S.A. se puede decir que con respecto a la liquidez los resultados indican que la empresa posee en sus activos 1,56 pesos en el 2018 y 1,23 peso en el 2019, por cada peso que debe cancelar a corto plazo. Es importante destacar que, para comprobar la liquidez, como se indicó anteriormente, hay que tener en cuenta los periodos medios de almacenaje, cobro y pago, pero en líneas generales la empresa utiliza el período de pago como una fuente adicional de liquidez.

En cuanto a la rentabilidad, la empresa tiene serios problemas, y posee un riesgo financiero alto para el año 2019, esto es porque no hay productividad ni rendimiento económico, en este caso no hay ganancias por lo que los ingresos son menores a lo que debe pagar la empresa.

Con respecto al endeudamiento, la empresa posee mayores deudas a corto plazo, en especial la partida deudas y cuentas por cobrar comerciales. Los resultados indican que la empresa puede requerir otras fuentes de financiamiento a mayor plazo de pago para mejorar su rentabilidad. Cabe destacar que la empresa posee activos suficientes para cumplir con sus obligaciones, los activos están representados principalmente por edificios, terrenos e infraestructuras.

En el pasivo corriente la partida que destaca son las deudas y prestamos que devengan intereses lo que incluye los financiamientos con créditos bancarios, mientras que en el pasivo no corriente destacan las deudas y cuentas por pagar comerciales. En resumen, el nivel de resultado del indicador es deseable, por lo que cuenta con patrimonio para cumplir con sus deudas.

6.2 Estructura Óptima de Capital de Laboratorios Vita Sua S.A.

Según la teoría financiera de Modigliani y Miller, dentro de un contexto de impuestos, una estructura de capital óptima se entiende normalmente como una estructura de capital que minimiza la WACC.

En la siguiente tabla, se realiza la descripción de las fuentes de financiamiento actuales de la empresa, que generan costos financieros, con el correspondiente cálculo de ese costo (K_d).

Tabla 20. Deuda

Banco	Deuda de origen	Tasa de Interés	Saldo al 31/12/19	incidencia el crédito en total	incidencia de la tasa en total
Santander	\$ 10,000,000	22%	\$ 912,000	0.30%	0.07%
Francés	\$ 3,000,000	18%	\$ 822,000	0.27%	0.05%
BICE	\$ 2,000,000	22%	\$ 893,000	0.29%	0.06%
BICE	\$ 4,200,000	22%	\$ 1,874,000	0.61%	0.13%
Provincia	\$ 15,000,000	49%	\$ 1,200,000	0.39%	0.19%
Macro	\$ 12,000,000	62%	\$ 3,705,000	1.21%	0.75%
HSBC	\$ 12,000,000	55%	\$ 1,288,000	0.42%	0.23%
Santander Ríc	\$ 8,000,000	54%	\$ 2,409,000	0.79%	0.42%
Galicia	\$ 8,000,000	48%	\$ 4,667,000	1.52%	0.73%
Córdoba	\$ 202,000,000	17%	\$ 176,468,000	57.63%	9.80%
Citibank	\$ 10,750,000	22%	\$ 1,963,000	0.64%	0.14%
Provincia	\$ 15,000,000	49%	\$ 1,250,000	0.41%	0.20%
Bancor	\$ 8,500,000	39%	\$ 2,833,000	0.93%	0.36%
Ciudad	\$ 10,000,000	43%	\$ 8,187,000	2.67%	1.15%
Galicia	\$ 20,000,000	64%	\$ 8,333,000	2.72%	1.74%
Galicia	\$ 7,500,000	46%	\$ 7,045,000	2.30%	1.06%
Bancor	\$ 13,000,000	69%	\$ 8,667,000	2.83%	1.95%
Galicia	\$ 9,000,000	75%	\$ 9,000,000	2.94%	2.20%
Santander Ríc	\$ 12,000,000	58%	\$ 12,000,000	3.92%	2.27%
Supervielle	\$ 20,000,000	74%	\$ 14,008,000	4.57%	3.39%
Macro	\$ 14,900,000	64%	\$ 11,093,000	3.62%	2.32%
Galicia	\$ 8,000,000	50%	\$ 8,000,000	2.61%	1.31%
HSBC	\$ 7,000,000	60%	\$ 4,578,000	1.50%	0.90%
Galicia	\$ 15,000,000	63%	\$ 15,000,000	4.90%	3.09%
			\$ 306,195,000	100.00%	34.52%

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

De la tabla se puede notar que la empresa utiliza hasta el momento créditos de diferentes entidades bancarias, sin embargo, destaca las diferencias existentes en las tasas de interés, lo que indica que posiblemente no se han analizado con profundidad las fuentes de financiamiento, pudiendo mejorarlas con nuevas opciones externas de inyección de dinero.

6.2.1 Análisis de la estructura de capital por nivel de endeudamiento, K_d y K_e invariable. Determinación del WACC por nivel de endeudamiento, K_d y K_e invariable.

Para establecer la estructura óptima de capital de Laboratorios Vita Sua S.A., se toma el costo de la deuda (K_d), cuyo valor fue hallado en la tabla 18, y el costo del accionista (K_e), que es la tasa de rendimiento mínima aceptable y es un porcentaje que suele determinar la persona que invertirá en un proyecto. Esta tasa se utiliza como referente para establecer si el proyecto puede generar beneficios o no; ambos costos sin ningún cambio para un cierto grado de deuda, ya que se supone que, con un aumento o disminución de la deuda, los resultados que se obtengan no presentarán variaciones sustanciales. Más allá de la forma en que se financie el activo, la valoración del costo para los accionistas y la deuda se mantendrá estable con el fin de probar y determinar el nivel de deuda que hará que la WACC sea mínima y, por lo tanto, el valor de la empresa sea máximo.

La tasa mínima aceptable de rendimiento para los accionistas que se toma para este trabajo es la que surge de: rendimiento en moneda dura (dólares) de un fondo de inversión, más un spread que considera el riesgo país para Argentina.

En este caso se toma el fondo de inversión de Galileo, denominado Galileo Income (Fondo Galileo, 2020).

“Este es un fondo de inversión denominado en dólares cuyo objetivo es el de alcanzar retornos a través de instrumentos de renta fija de activos investment grade de corto plazo. Invierte en bonos corporativos en dólares de países latinoamericanos (Chile, Brasil y Uruguay) y en letras del tesoro americano”.

El mencionado fondo muestra una renta promedio anual en dólares, de los últimos 4 años, de un 2,40%.

El riesgo país para Argentina extraído del sitio web del diario *Ámbito Financiero* es de 2.112 puntos (*Ámbito Financiero*, 2020), que traducido a tasa de interés es 21,12%.

Por lo tanto, si sumamos el rendimiento en tasa dura (2,40%), más la tasa de riesgo país (21,12%), nos da una tasa exigida por los accionistas (K_e) de: 23,52%.

Tabla 21. WACC

"Cálculo del WACC en la empresa de acuerdo con diferentes niveles de deuda, K_d y K_e invariables"							
"Año"	"D/ (D+E)"	"Deuda"	"E/ (D+E)"	"Equity"	" K_e "	" $K_d*(1-T)$ "	"WACC/ CPPC"
2019	0%	\$ -	100%	\$ 2.099.415.000	23,52%	22,44%	23,52%
	10%	\$ 209.941.500	90%	\$ 1.889.473.500	23,52%	22,44%	23,41%
	20%	\$ 419.883.000	80%	\$ 1.679.532.000	23,52%	22,44%	23,30%
	30%	\$ 629.824.500	70%	\$ 1.469.590.500	23,52%	22,44%	23,20%
	40%	\$ 839.766.000	60%	\$ 1.259.649.000	23,52%	22,44%	23,09%
	50%	\$ 1.049.707.500	50%	\$ 1.049.707.500	23,52%	22,44%	22,98%
	60%	\$ 1.259.649.000	40%	\$ 839.766.000	23,52%	22,44%	22,87%
	70%	\$ 1.469.590.500	30%	\$ 629.824.500	23,52%	22,44%	22,76%
	80%	\$ 1.679.532.000	20%	\$ 419.883.000	23,52%	22,44%	22,65%
Año	"D/ (D+E)"	"Deuda"	"E/ (D+E)"	"Equity"	" K_e "	" $K_d*(1-T)$ "	"WACC/ CPPC"
2018	0%	\$ -	100%	\$ 2.312.401.000	23,52%	22,98%	23,52%
	10%	\$ 231.240.100	90%	\$ 2.081.160.900	23,52%	22,98%	23,47%
	20%	\$ 462.480.200	80%	\$ 1.849.920.800	23,52%	22,98%	23,41%
	30%	\$ 693.720.300	70%	\$ 1.618.680.700	23,52%	22,98%	23,36%
	40%	\$ 924.960.400	60%	\$ 1.387.440.600	23,52%	22,98%	23,31%
	50%	\$ 1.156.200.500	50%	\$ 1.156.200.500	23,52%	22,98%	23,25%
	60%	\$ 1.387.440.600	40%	\$ 924.960.400	23,52%	22,98%	23,20%
	70%	\$ 1.618.680.700	30%	\$ 693.720.300	23,52%	22,98%	23,14%
	80%	\$ 1.849.920.800	20%	\$ 462.480.200	23,52%	22,98%	23,09%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de *Laboratorios Vita Sua SA*

Según la teoría financiera de Modigliani y Miller, dentro de un contexto de impuestos, una estructura de capital óptima se entiende normalmente como una estructura de capital que minimiza la WACC, y por lo tanto maximiza el valor de la empresa.

En función de los distintos niveles de deuda para obtener el mínimo de WACC, se consideran invariables los valores del costo de la deuda (Kd) y el costo del patrimonio (Ke), ya que se cree que no ha habido cambios significativos (aumentos o disminuciones) que puedan afectar a determinados períodos.

Dependiendo de la cantidad de capital y deuda que la empresa deba ser financiada, a fin de maximizar su valor, y en base a los resultados determinados, puede ser que, según Modigliani y Miller, para que una empresa aumente su valor, los accionistas deberán tomar la iniciativa de incrementar el apalancamiento de la empresa, lo que permitirá que el valor de la WACC disminuya y así maximizar el valor de la empresa.

Según los resultados obtenidos en la tabla 21, muestran el WACC mínimo determinado en niveles de endeudamiento del 80% para los años 2018 y 2019. Se puede observar en los valores obtenidos de 23,09 % en el 2018 y 22,65% en el 2019. Por lo que se puede deducir que, a mayor grado de endeudamiento, la empresa incrementará su valor obteniendo un costo de capital (WACC) más bajo.

6.2.2 Cálculo de EVA para los años 2018 y 2019 de Laboratorios Vita Sua S.A.

$$\text{EVA} = [\text{ROIC} - \text{WACC}] \times \text{Capital Invertido promedio}$$

Tabla 22. Cálculo del EVA para los años 2018 y 2019 de Laboratorios Vita Sua S.A.

EVA		2019	2018
	ROIC	0.1863	0.1999
(-)	WACC	0.2285	0.2319
=	Spread	-0.0422	-0.0321
	Total, Capital invertido en la operación	\$ 1,431,021,000	\$ 1,288,316,000

EVA

-\$ 138,540,855	-\$ 154,903,180
-----------------	-----------------

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

De acuerdo con la tabla 22, para el cálculo del EVA, se considera la diferencia entre el ROIC y la WACC, siendo sus datos tomados de la tabla 19 y 21 respectivamente; una vez encontrada la dispersión (ROIC-WACC), ésta es multiplicada por el capital invertido, establecido también en la tabla 18.

Según la teoría financiera, de acuerdo con Modigliani y Miller, dentro de un mundo con impuestos, una estructura de capital óptima es entendida normalmente como una estructura de capital que minimiza la "WACC", y por lo tanto maximiza el valor de la empresa.

6.2.3 Determinación de la estructura óptima de capital de Laboratorios Vita Sua S.A. por los años 2018 y 2019.

Año	D/ (D+E)	Deuda	E/ (D+E)	Equity	Ke	Kd*(1-T)	WACC/ CPPC	ROIC	Capital Invertido	EVA
2019	0%	\$ -	100%	\$ 2.099.415.000	25,50%	22,44%	25,50%	13,17%	\$ 1.431.021.000	-\$ 176.418.355
	10%	\$ 209.941.500	90%	\$ 1.889.473.500	25,50%	22,44%	25,19%	13,17%	\$ 1.431.021.000	-\$ 172.036.569
	20%	\$ 419.883.000	80%	\$ 1.679.532.000	25,50%	22,44%	24,89%	13,17%	\$ 1.431.021.000	-\$ 167.654.782
	30%	\$ 629.824.500	70%	\$ 1.469.590.500	25,50%	22,44%	24,58%	13,17%	\$ 1.431.021.000	-\$ 163.272.996
	40%	\$ 839.766.000	60%	\$ 1.259.649.000	25,50%	22,44%	24,28%	13,17%	\$ 1.431.021.000	-\$ 158.891.210
	50%	\$ 1.049.707.500	50%	\$ 1.049.707.500	25,50%	22,44%	23,97%	13,17%	\$ 1.431.021.000	-\$ 154.509.423
	60%	\$ 1.259.649.000	40%	\$ 839.766.000	25,50%	22,44%	23,66%	13,17%	\$ 1.431.021.000	-\$ 150.127.637
	70%	\$ 1.469.590.500	30%	\$ 629.824.500	25,50%	22,44%	23,36%	13,17%	\$ 1.431.021.000	-\$ 145.745.851
	80%	\$ 1.679.532.000	20%	\$ 419.883.000	25,50%	22,44%	23,05%	13,17%	\$ 1.431.021.000	-\$ 141.364.065
2018	0%	\$ -	100%	\$ 2.312.401.000	25,50%	25,26%	25,50%	11,16%	\$ 1.288.316.000	-\$ 184.680.580
	10%	\$ 231.240.100	90%	\$ 2.081.160.900	25,50%	25,26%	25,48%	11,16%	\$ 1.288.316.000	-\$ 184.370.096
	20%	\$ 462.480.200	80%	\$ 1.849.920.800	25,50%	25,26%	25,45%	11,16%	\$ 1.288.316.000	-\$ 184.059.612
	30%	\$ 693.720.300	70%	\$ 1.618.680.700	25,50%	25,26%	25,43%	11,16%	\$ 1.288.316.000	-\$ 183.749.128
	40%	\$ 924.960.400	60%	\$ 1.387.440.600	25,50%	25,26%	25,40%	11,16%	\$ 1.288.316.000	-\$ 183.438.643
	50%	\$ 1.156.200.500	50%	\$ 1.156.200.500	25,50%	25,26%	25,38%	11,16%	\$ 1.288.316.000	-\$ 183.128.159
	60%	\$ 1.387.440.600	40%	\$ 924.960.400	25,50%	25,26%	25,36%	11,16%	\$ 1.288.316.000	-\$ 182.817.675
	70%	\$ 1.618.680.700	30%	\$ 693.720.300	25,50%	25,26%	25,33%	11,16%	\$ 1.288.316.000	-\$ 182.507.191
	80%	\$ 1.849.920.800	20%	\$ 462.480.200	25,50%	25,26%	25,31%	11,16%	\$ 1.288.316.000	-\$ 182.196.707

Tabla 23. estructura óptima de capital de Laboratorios Vita Sua S.A. por los años 2018 y 2019

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

Se puede observar cómo el costo de la deuda y el capital propio afecta a la WACC en la determinación del EVA y cómo estos resultados posibilitan la comparación entre el valor máximo del EVA y el valor mínimo de la WACC en un cierto nivel de deuda, así como la determinación de la estructura óptima de capital.

Según el resumen que figura en la tabla 23, se puede comprobar que lo analizado en la teoría se ve plasmado en los resultados, tanto para 2018 como para 2019. El menor costo de capital y el máximo valor de EVA se presentó en un nivel de endeudamiento del 80%, lo que demuestra que para estos períodos es más conveniente que la empresa opere con el mayor endeudamiento posible. En una situación con impuestos, aprovechando la ventaja fiscal, en la cual el valor de la empresa se maximiza a medida que la empresa incrementa su carga financiera, entonces la estructura de capital puede considerarse óptima mientras más valor genere la empresa a un menor costo. Es decir que, a un alto nivel de capital propio en lugar de crear valor para la empresa, acabaría destruyéndolo.

Sin embargo, es imprescindible no olvidar que en los resultados debe existir un balance entre riesgo, liquidez, solvencia y rendimiento.

El hecho de que el mínimo de WACC se encontrara en una ratio de deuda del 80%, ratifica las propuestas de Modigliani y Miller en un contexto con impuestos, ya que la ventaja fiscal de la deuda puede ser explotada, y que minimiza el costo de la deuda, por ende el valor de la WACC; por lo que lo ideal para este caso, es entrar en el máximo de deuda para generar más valor para la empresa (EVA).

En este escenario el K_e permanece invariable, y también se puede notar que el Roic, es el mismo para todos los niveles de endeudamiento, ya que es un indicador que realiza una comparación entre la inversión total y el beneficio, en el cual no se contemplan los efectos que puedan causar los costos financieros. Por tal motivo su valor se mantiene constante. En todo

caso la rentabilidad aumenta con el uso de la deuda, lo cual resulta un efecto positivo del apalancamiento financiero.

Por consiguiente, al haberse determinado que la empresa debe financiarse con endeudamiento, se deben analizar las distintas fuentes de financiamiento a las cuales la empresa ha acudido, y las maneras alternativas de apalancamiento, para poder arribar a la mejor opción.

6.3 Estructura de las Fuentes de Financiamiento Externas

Seguidamente se detallan las fuentes de financiamiento externas para los periodos 2018 y 2019. El objetivo es reconocer las principales fuentes existentes y utilizadas por Laboratorios Vita Sua, incluyendo todos los pasivos, los que generan intereses financieros y las que no (ver tabla 20). Luego se analizan solamente las deudas que generan costo financiero, para luego llegar a la decisión de reemplazarlas por una mejor alternativa.

Se dividen las fuentes entre deuda de corto plazo (corriente) y deuda de largo plazo (no corriente). Se encuentran ordenadas en orden descendente según sus montos para 2019, y se muestra el porcentaje que representan dentro del pasivo corriente o no corriente según corresponda. Luego se calcula la variación que estas fuentes han sufrido de un ejercicio a otro.

Se tomarán decisiones sobre aquellas fuentes que representan pasivos financieros. Éstas están representadas por los siguientes rubros:

Deudas y préstamos que devengan interés: conformados por préstamos bancarios, obligaciones negociables, acreedores por arrendamientos financieros (leasing) y valores descontados con recursos.

Las demás fuentes están al solo efecto informativo, ya que estas constituyen el Pasivo de la empresa. Ellas son: Proveedores en moneda extranjera, Otros pasivos no financieros, Deudas Fiscales, Cheques de pago diferido, Remuneraciones y cargas sociales, Proveedores, Deuda por compra subsidiarias y Provisión facturas a rendir.

Tabla 24: Estructura de fuentes externas de financiamiento del pasivo corriente

Pasivo Corriente	2018	% del Pasivo Corriente	2019	% del Pasivo Corriente	Variación
Proveedores en moneda extranjera	\$ 182.298.000	21,42%	\$ 138.751.000	18,46%	-23,9%
Préstamos bancarios	\$ 117.420.000	13,80%	\$ 130.797.000	17,40%	11,4%
Otros pasivos no financieros	\$ 146.879.000	17,26%	\$ 108.718.000	14,46%	-26,0%
Deudas Fiscales	\$ 30.184.000	3,55%	\$ 85.114.000	11,32%	182,0%
Cheques de pago diferido	\$ 56.069.000	6,59%	\$ 73.449.000	9,77%	31,0%
Remuneraciones y cargas sociales	\$ 77.835.000	9,15%	\$ 41.304.000	5,50%	-46,9%
Proveedores	\$ 57.754.000	6,79%	\$ 38.555.000	5,13%	-33,2%
Obligaciones negociables	\$ 101.744.000	11,96%	\$ 34.329.000	4,57%	-66,3%
Valores descontados con recursos	\$ 9.597.000	1,13%	\$ 32.399.000	4,31%	237,6%
Deuda por arrendamientos	\$ -	0,00%	\$ 27.580.000	3,67%	
Deuda por compra subsidiarias	\$ 12.745.000	1,50%	\$ 19.513.000	2,60%	53,1%
Provisión facturas a rendir	\$ 44.618.000	5,24%	\$ 12.810.000	1,70%	-71,3%
Acreedores por arrendamientos financieros	\$ 13.896.000	1,63%	\$ 6.495.000	0,86%	-53,3%
Adelantos en cuenta corriente		0,00%	\$ 1.803.000	0,24%	
TOTALES	\$ 851.039.000	100,00%	\$751.617.000	100,00%	

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

Al observar los subtotales de los pasivos agrupados según sean corrientes o no corrientes, se puede apreciar que, tanto en 2018 como en 2019, la deuda de corto plazo es mayor a la de largo plazo.

En 2018 el pasivo estaba compuesto por un 60% de deuda corriente y un 40% de deuda no corriente. Las principales fuentes de financiamientos con costo financiero de corto plazo durante 2018 presentadas en orden descendente fueron: préstamos bancarios, obligaciones negociables, acreedores por arrendamientos financieros (leasing) y valores descontados con recursos.

Durante 2019 el pasivo corriente, como se mencionó, también es mayor que el de largo plazo, siendo el 58% correspondiente al pasivo corriente y el 42% al no corriente.

Las principales fuentes fueron las siguientes: préstamos bancarios, obligaciones negociables, acreedores por arrendamientos financieros (leasing), valores descontados con recursos y Adelantos en cuenta corriente.

Si bien en ambos ejercicios analizados, los pasivos corrientes son mayores a los no corrientes, se observa que solo el 28,51% de los pasivos corrientes son los que generan costo financiero, para el período 2018, y 27,38% para el año 2019. Además, los pasivos que generan costos financieros, de corto y de largo plazo, disminuyeron 34% en 2019 en comparación con 2018.

De esto se deduce que la compañía se ha desendeudado en valores absolutos con las fuentes de financiamiento que generan costos financieros, y ha reemplazado esta deuda por compromisos que no generan costo financiero, como Proveedores en moneda extranjera, Otros pasivos no financieros, Deudas Fiscales, Cheques de pago diferido, Remuneraciones y cargas sociales, Proveedores, Deuda por compra subsidiarias y Provisión facturas a rendir.

Tabla 25: Estructura de fuentes externas de financiamiento del pasivo no corriente

Pasivo no Corriente	2018	% del Pasivo Corriente	2019	% del Pasivo Corriente	
Préstamos bancarios	\$ 285.358.000	51,03%	\$ 175.398.000	32,34%	-38,5%
Deuda por arrendamiento	\$ -	0,00%	\$127.781.000	23,56%	
Pasivo por IIGG Diferido	\$138.501.000	24,77%	\$ 116.549.000	21,49%	-15,8%
Otras partes relacionadas	\$32.038.000	5,73%	\$ 60.786.000	11,21%	89,7%
Provisiones	\$ 40.443.000	7,23%	\$ 43.951.000	8,10%	8,7%
Crédito por venta inmuebles	\$ 7.138.000	1,28%	\$ 8.691.000	1,60%	21,8%
Obligaciones negociables	\$ 48.017.000	8,59%	\$ -	0,00%	-100,0%

Remuneraciones y cargas sociales	\$ 691.000	0,12%	\$ 5.126.000	0,95%	641,8%
Deudas fiscales	\$ 7.040.000	1,26%	\$ 4.067.000	0,75%	-42,2%
TOTALES	\$559.226.000	100 %	\$ 542.349.000	100%	

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos de estados contables de Laboratorios Vita Sua SA*

En la tabla 20(estructura actual de la deuda que genera intereses, se expuso el pasivo que genera intereses, en el rubro créditos bancarios. Se observa que el 70% de la deuda es no corriente, y a su vez, el 60% de la misma fue contraída a tasas reales negativas, si consideramos que la inflación anual supera el 40%. Esto tiene un costado positivo.

Además, el 30% de la deuda es corriente, con vencimientos por \$87.061.000, y el 12%, por un monto de \$35.621.000, vence en el año 2021. Estos créditos de corto plazo son a su vez los contraídos a tasas más elevadas.

A continuación, se muestran las alternativas de financiamiento que superen las condiciones de algunos de los créditos existentes.

Dado que este trabajo se enfoca en el desarrollo comercial de la empresa, y considerando que la misma posee toda la inversión necesaria para la producción de sus productos, se considera que el enfoque se debe realizar en el financiamiento del capital de trabajo.

Por lo expuesto, se realizaron consultas a bancos sobre líneas de créditos disponibles en el mercado destinados a capital de trabajo. Además, se relevó información del mercado de capitales a través de un asesor financiero especialista en la emisión de Obligaciones Negociables.

Según las fuentes de financiamiento mencionadas por los autores en el marco teórico, se realizará un análisis de éstas. Para las fuentes externas a la empresa, se analizarán diferentes opciones de costos financieros brindados por tres bancos diferentes, y una sociedad de bolsa.

Uno es el “Banco de la Provincia de Córdoba S.A”, de origen público. Los demás son de origen privado, “BBVA S.A y Banco Macro S.A”. La fuente para el acceso al mercado de capitales es Trust Capital S.A, una sociedad de bolsa de la ciudad de Córdoba.

La consulta se basó en recoger información sobre las condiciones de cada opción de financiamiento, para el caso de un préstamo de \$100.000.000, para el destino de capital de trabajo. Todas las opciones se comparan para el mismo plazo de devolución, para luego realizar la elección de la mejor opción a utilizar.

A continuación, se detallan todas las alternativas.

En el caso del descubierto bancario, para un plazo de 180 días con *clean up* cada 30 días, las tasas ofrecidas son las siguientes:

Tabla 26. Opción descubierto bancario

DESCUBIERTO BANCARIO			
Plazo: 180 días con “clean up” cada 30 días		Monto: \$100.000.000	
BANCO	BANCOR	BBVA	MACRO
TNA	45%	49%	45%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de relevamiento de datos en bancos

El descubierto bancario permite la utilización de fondos sin tenerlos depositados en la cuenta corriente al momento de requerirlos. Según la información suministrada por los bancos consultados, se puede utilizar el descubierto si los fondos son depositados nuevamente dentro de los 30 días posteriores a su utilización (llamado “*clean up*”).

Las tasas de interés (tasa nominal anual) ofrecidas por cada banco son similares. Bancor y Macro ofrecen una TNA de 45%, mientras que BBVA lo hace con una TNA más elevada ubicada en el 49%. Para la elección de la mejor opción ofrecida convendrá trabajar con Bancor o banco Macro.

Para descuento de cheques, con plazo máximo de 120 días, las tasas ofrecidas son las siguientes:

Tabla 27. Opción descuento de cheque

DESCUENTO DE CHEQUES			
Plazo máximo de los cheques : 120 días		Monto: \$100.000.000	
BANCO	BANCOR	BBVA	MACRO
TNA	51%	45%	48%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de relevamiento de datos en bancos

Los bancos consultados ofrecen herramienta de descuento de cheques, pero solo con plazo máximo de 180 días. En esta fuente de financiamiento las TNA difieren en las tres opciones. La opción más costosa es la de Bancor, con 51%, y le siguen MACRO con 48% y BBVA con 45% anual.

Para la opción de créditos con garantía real, para un monto de préstamo de \$100.000.000, en moneda pesos o dólares, las opciones ofrecidas son las siguientes:

Tanto para las líneas de créditos hipotecarios como prendarios, las tasas ofrecidas y los plazos son iguales para ambas opciones. La consulta fue realizada para un monto de \$100.000.000 con un plazo en pesos y dólares de 1 y 5 años respectivamente.

Como garantía del préstamo hipotecario a obtener, se puede constituir derecho real de hipoteca, en primer grado, a favor del banco, sobre inmuebles ubicados en la planta industrial y terrenos del laboratorio ubicados en la localidad de Arroyito, Provincia de Córdoba.

En el caso de la prenda, las mismas pueden constituirse sobre ciertos bienes componentes de propiedades, planta y equipo.

Tabla 28. Opción crédito hipotecario y prendario

CREDITO HIPOTECARIO / PRENDARIO			
Moneda: Pesos Monto: \$ 1.000.000			
Plazo: 1 año			
Destino: Capital de trabajo			
BANCO	BANCOR	BBVA	MACRO
TASA	TNA fija en \$: 59% Tasa Variable: Badlar +11 puntos	Tasa fija \$: TNA 55% Tasa Variable: Badlar +11 puntos	Tasa fija \$: TNA 58% Tasa variable: Badlar +10 puntos
Moneda: Dólares			
Plazo: 5 años			
Destino: Capital de trabajo			
BANCO	BANCOR	BBVA	MACRO
TASA	TNA fija en u\$d: 8%	TNA fija en u\$d: 7,5%	TNA fija en u\$d: 8,5%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de relevamiento de datos en bancos

Según los datos proporcionados por los bancos, se observa que hay opciones de financiamiento para capital de trabajo en pesos y en dólares, con tasas fijas y variables. En el caso de los créditos en pesos, las tasas son fijas y también variables. En el caso de los créditos en dólares, las tasas son solamente fijas.

En el caso de Bancor en su línea en pesos la TNA fija es de 59%, y la tasa variable es “*badlar*” más 11 puntos.

El “Banco BBVA” tiene una línea en pesos con una TNA de 55%. La tasa variable es “*badlar*” más once (11) puntos.

Banco Macro ofrece una TNA fija en pesos de 58% y una tasa variable “*badlar*” más 10 puntos.

En el caso de las líneas en dólares, Bancor ofrece una tasa fija de 8%, BBVA, una tasa de 7,5% y banco MACRO 8,5%.

Para la opción de emisión de obligaciones negociables, las tasas del mercado son las siguientes:

Tabla 299. Opción obligaciones negociables

OBLIGACIONES NEGOCIABLES		
Plazo: entre 12 y 24 meses		Monto: \$100.000.000
FUENTE: TRUST CAPITAL S.A.		
MONEDA	PLAZO	TASA
PESOS	12 MESES	Badlar+ Spread de 5 puntos aprox
DÓLARES LINKED	24 MESES	tasa a licitar con base 0%

Fuente: *Elaboración propia sobre la base de datos brindados por Trust Capital SA*

Según los datos proporcionados por Trust Capital S.A. para la colocación de una emisión de obligaciones negociables no convertibles en acciones por \$100.000.000 se puede realizar en pesos o dólares *linked*. Para la primera opción, se utiliza una tasa variable anual “*badlar*” más un spread que puede rondar los 5 puntos porcentuales.

En el caso de realizarla en dólares *linked*, significa que la empresa recibirá dólares estadounidenses convertidos a pesos de acuerdo con el tipo de cambio del “Banco de la Nación Argentina” tipo vendedor. Para realizar el pago de esa deuda contraída en dólar *linked*, se deberán entregar dólares convertidos a pesos mediante el mismo método. La tasa de este tramo en dólares será licitada y tendrá una base de 0%. Se estima que puede rondar en los 2 puntos porcentuales anuales.

La tasa “badlar” es la tasa promedio que pagan los bancos por inversiones en plazo fijo de más de un millón de pesos, y es publicada en forma diaria por el B.C.R.A. (Banco Central de la República Argentina). A la fecha del relevamiento de datos para el presente trabajo, la tasa badlar rondaba 32% anual.

6.4 Análisis de las Fuentes de Financiamiento

De acuerdo a los datos recolectados anteriormente, se analizan los costos financieros dentro de cada fuente de financiamiento y se selecciona el más adecuado para Laboratorios Vita Sua S.A.

Descubierto bancario: esta es una fuente que se utiliza para financiar capital de trabajo, ya que es de corto plazo y los fondos deben devolverse cada 30 días. Dos de los bancos (Bancor y Macro), ofrecieron la TNA más baja (45% anual) por lo cual se podrá trabajar indistintamente con cualquiera de ellos.

Descuento de cheque: el mismo se podrá utilizar para adelantar fondos de cheques de pago diferido con un máximo de 180 días, y serán destinados para capital de trabajo. La opción menos costosa fue presentada por banco BBVA, con una TNA de 45% anual.

Crédito hipotecario y prendario: como se mencionó anteriormente, las condiciones ofrecidas por los bancos coinciden para ambas opciones.

Para la línea en pesos, las mejores condiciones en tasa fija las ofrece el banco BBVA. La TNA fija en pesos es de 55% anual. En la opción de tasa variable, la mejor alternativa es el banco Macro con una tasa “*badlar*” más 10 puntos.

Para la línea en dólares, las mejores condiciones las ofrece el banco BBVA, con una tasa fija en dólares de 7,5% anual.

Obligaciones negociables: para la emisión de los títulos la única opción ofrecida puede realizarse tanto en pesos como dólares. Si la emisión es en pesos, la tasa variable se estima en *badlar* más 5 puntos porcentuales y el plazo de 12 meses. En el caso de ser en dólares *linked*, la TNA fija a licitar se estima en 2% anual y el plazo de 24 meses.

VII. CONCLUSIONES

Después de haber realizado el estudio de la empresa, se realizan las siguientes conclusiones:

- El análisis del entorno indica que hay factores internos y externos que demuestran que existen las condiciones para que la empresa realice nuevas inversiones a través de nuevas fuentes de financiamiento, principalmente, para aprovechar la coyuntura por la situación existente por el COVID-19, que en el sector farmacéutico ha generado un aumento de la demanda de productos.
- Las teorías presentadas en el marco teórico sobre estructuras financieras óptimas identifican con exactitud el impacto de éstas en el valor de la empresa.
- Los niveles de estructura óptima de capital que generan impacto positivo en la compañía, creando valor en la misma, son los que se componen de una proporción de deuda que ronda el 80% y 20% de capital propio.
- Los indicadores financieros indican conclusiones sobre los montos históricos de la empresa Laboratorios Vita Sua S.A. Se puede decir que, con respecto a la liquidez, los resultados indican que la empresa tiene

cómo resolver los problemas de liquidez, apoyándose en el período de pago a sus proveedores, lo cual representa la mayor parte de su pasivo corriente. La empresa tiene problemas de rentabilidad por lo que posee un riesgo financiero alto para el año 2019, esto se refleja notablemente por la pérdida ocurrida en dicho ejercicio. Con respecto al endeudamiento, aunque posee un patrimonio suficiente para cubrir las deudas, la empresa tiene problemas por el endeudamiento actual, producto de la rentabilidad negativa.

- La empresa cuenta con las siguientes herramientas o fuentes de financiamiento, que permiten integrar o componer la estructura de capital en la proporción definida: emisión de obligaciones negociables, si la emisión es en pesos, la tasa variable se estima en “*badlar*” (32%) más 5 puntos porcentuales, y el plazo de 12 meses. En el caso de ser en dólares *linked*, la TNA fija, a licitar, se estima en 2% anual, y el plazo de 24 meses. Descubierta bancario: en los bancos (Bancor y Macro), con la TNA más baja (45%) por lo cual se podrá trabajar indistintamente con cualquiera de ellos. Descuento de cheques: la opción menos costosa fue presentada por banco BVA, con una TNA de 45%. Para Créditos hipotecario y prendario: para tasa fija en pesos, las mejores condiciones las ofrece el banco BBVA con TNA fija en pesos de 55%, y en el caso de ser variable, es más conveniente el banco MACRO con “*badlar*” más 10 puntos.
- Según los resultados obtenidos de la empresa y descritos en la Teoría de Modigliani Miller II, el nivel de estructura de capital que debe tener la empresa para que sea óptimo, está constituido por un nivel de deuda de aproximadamente 80%, y 20% de capital propio. Es por ello que, se concluye, la estructura óptima de capital para la empresa, y para cualquier otra empresa con características similares, corresponderá a aquel nivel de endeudamiento lo más elevado posible, la cual minimizará el valor del WACC, y por consiguiente maximizará el EVA.
- En cuanto al ROIC, se concluye que no se afecta debido al apalancamiento, esto en virtud que sus valores permanecen constantes,

y adicionalmente la empresa genera valor mientras realice inversiones con retornos por encima del WACC.

- La empresa aprovecha el costo tributario como una ventaja, ya que, al incurrir en un costo financiero, éste se verá reflejado en un menor impacto de la carga impositiva.
- La estructura óptima de capital que se determinó para la empresa se encuentra en el nivel de endeudamiento del 80%, y del 20% de capital propio, para los años analizados. Esto denota que cuando aumenta el índice de endeudamiento, el WACC tendrá menores valores. Con respecto al EVA sus valores aumentan conforme la empresa obtiene valores superiores de deuda. Por lo tanto, queda perfectamente comprobado que la teoría de estructura óptima de capital presentada, pudo llevarse a la práctica, cumpliéndose sus principios inexorablemente.

VIII. RECOMENDACIONES

A continuación, se realizan recomendaciones a tener en cuenta para el mejoramiento de la estructura óptima de capital de la compañía:

- Se recomienda que la empresa verifique constantemente las razones financieras para conocer la situación actual y poder corregir los desvíos.
- Es conveniente analizar sus deudas financieras y refinanciar algunas de ellas que posee a tasas de interés altas y plazos cortos.
- Una vez definida la estructura de capital óptima, se cuenta con las opciones presentadas en el apartado 6.4, que permiten integrar o componer la estructura de capital en la proporción deseada.
- De acuerdo con el trabajo de investigación realizado, se recomienda un nivel de deuda que oscile el 80%, permitiendo éste, una creación de valor, y además un nivel de riesgo financiero aceptable.

- El uso apropiado del endeudamiento es una vía para conseguir una estructura óptima de capital.

IX. BIBLIOGRAFÍA

- Aching, C. (2006). *Guia Rapida: ratios financieros y matematicas de la mercadotecnia*. El Cid Editor.
- AFIP. (2020). Recuperado el 25 de Julio de 2020, de <https://pymes.afip.gob.ar/estiloAFIP/pymes/ayuda/default.asp>
- Ambito Financiero. (11 de abril de 2018). *ambito.com*. Obtenido de <https://www.ambito.com/edicion-impresa/las-empresas-accion-sustentabilidad-12-postales-n4017793>
- Ámbito Financiero. (17 de 08 de 2020). *ambito.com*. Obtenido de <https://www.ambito.com/contenidos/riesgo-pais.html>
- Baena, D. (2010). *Analisis Financiero: enfoque proyecciones financieras*. Bogota: Editorial Kimpres Ltda.
- BBVA. (2019). *BBBA.com*. Obtenido de <https://www.bbva.com/es/descubiertos-cuenta-corriente-funcionamiento-comisiones/>
- Berger, A., & Udell, G. (1998). *The economics of small business*.
- Berk, J., DeMarzo, P., & Hardford, J. (2010). *Fundamentos de finanzas corporativas*. Madrid: Pearson Educacion S.A.
- Bermudez, I. (15 de enero de 2020). *clarín* . Obtenido de https://www.clarin.com/economia/economia/panales-medicamentos-precios-subieron-dolar-2019_0_g_lvCtUA.html
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2019). *www.bcba.sba.com.ar*. Obtenido de <https://www.bcba.sba.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/obligaciones-negociables/>
- crecenegocios*. (13 de abril de 2015). Obtenido de <https://www.crecenegocios.com/el-modelo-de-las-cinco-fuerzas-de-porter/>
- Cronista.com. (28 de 05 de 2018). *El Cronista*. Recuperado el 17 de 09 de 2019, de <https://www.cronista.com/negocios/Afectados-por-la-suba-del-dolar-los-laboratorios-enfrentan-otro-ano-de-caida-en-produccion-y-venta-20180528-0036.html>
- Cunzolo, F. (14 de febrero de 2020). *clarin.com*. Obtenido de https://www.clarin.com/buena-vida/abren-nueva-planta-producira-medicamentos-biosimilares-cancer_0_QMfcPzcR.html

- Diario Clarín. (26 de marzo de 2020). *Clarín.com*. Obtenido de https://www.clarin.com/economia/coronavirus-argentina-medidas-gobierno-costaran-1-pbi-fmi_0_FvTvY1d0M.html
- Diez Farhat, S. (2016). METODOLOGÍA DE CÁLCULO DEL COSTO PROMEDIO. *Revista Empresarial, ICE-FEE-UCSG*, 33-45.
- Diez, S. (2016). Metodología de cálculo del costo de promedio ponderado de capital. *Revista Empresarial, ICE-FEE-UCSG*, 10(3), 33-45.
- Fagilde, C. (2009). *Presupuesto Empresarial*.
- Fioriti, S. (18 de abril de 2020). *Clarín.com*. Obtenido de https://www.clarin.com/politica/coronavirus-argentina-nuevos-pobres-pronostico-negro-alertan-gobierno_0_N6DaeFMHv.html
- Fondo Galileo. (17 de 08 de 2020). *galileoargentina.com.ar*. Obtenido de <https://www.galileoargentina.com.ar/fondos/galileo-income>
- García, O. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*.
- Gonzalez - Moneta Pizarro. (2016). Predicción de la distribución de dividendos en Argentina empleando un modelo lineal generalizado mixto. *Ciencias Económicas*.
- Gonzalez, H. (2011). *Administ Financiera*. DF: Bonus.
- infobae*. (19 de marzo de 2020). Obtenido de <https://www.infobae.com/economia/2020/03/19/el-80-de-los-medicamentos-vendidos-en-la-argentina-contienen-drogas-importadas/>
- infobae*. (19 de marzo de 2020). Obtenido de <https://www.infobae.com/economia/2020/03/19/el-80-de-los-medicamentos-vendidos-en-la-argentina-contienen-drogas-importadas/>
- Infobae*. (1 de abril de 2020). Obtenido de <https://www.infobae.com/economia/2020/04/01/oficial-el-gobierno-creo-el-programa-de-asistencia-de-emergencia-al-trabajo-y-la-produccion-para-ayudar-a-las-empresa-a-pagar-sueldos/>
- Infobae*. (21 de febrero de 2020). *Infobae.com*. Obtenido de <https://www.infobae.com/politica/2020/02/21/el-gobierno-relanzo-el-programa-remediar-distribuir-medicamentos-gratuitos-en-todo-el-pais/>
- Infoleg*. (09 de 11 de 2000). *InfoLeg.gob.ar*. Obtenido de <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/60000-64999/64908/norma.htm>
- Infoleg*. (2005). Recuperado el 22 de Julio de 2020, de <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/15000-19999/15932/texact.htm>

- Iprofesional.com. (08 de 05 de 2019). *Iprofesional*. Recuperado el 17 de 09 de 2019, de <https://www.iprofesional.com/health-tech/291565-salud-clinica-salud-publica-Medicamentos-crecieron-con-la-inflacion-aunque-el-70-se-produce-en-Argentina>
- Jueguen, F. (1 de abril de 2020). *la nación*. Obtenido de <https://www.lanacion.com.ar/economia/pobreza-indec-2019-nid2349677>
- La Nación*. (17 de abril de 2020). Obtenido de <https://www.lanacion.com.ar/politica/coronavirus-argentina-oposicion-pidio-al-presidente-mas-nid2355515>
- La Voz*. (11 de marzo de 2020). Obtenido de <https://www.lavoz.com.ar/ciudadanos/cuales-son-170-medicamentos-esenciales-gratuitos>
- Larsen, Melisa; Vigier, Hernan Pedro; Guercio, Mar. (2014). Financiamiento mediante obligaciones negociables: el problema de ser PyMEs. *Visión de Futuro*.
- Larsen, Vigier, Guercio, y Briozzo . (2014). Decisiones de financiamiento de las Pymes. *Cuadernos de Economía*.
- Lavolpe, A., & Capasso, A. (2009). *Presupuesto y Gestión*. Buenos Aires.
- Ley N° 15.348/46. (2019). *Dirección Nacional de los registros nacionales de la propiedad del automotor y de créditos prendarios*. Obtenido de https://www.dnrpa.gov.ar/portal_dnrpa/regimen_juridico/informacion/decrepnda.pdf
- Mejía Amaya, A. F. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. *Finanzas y Política Económica*, 141-160.
- Nava, M. (2009). Análisis financiero: una herramienta clave para una gestión financiera eficiente. *Revista Venezolana de Gerencia v.14 n.48 Maracaibo*, p. 606-628.
- Parada, P. (2017). *Análisis PESTEL: Trabajar con la herramienta de análisis estratégico PESTEL te permitirá anticipar mejor el futuro contexto en el que se moverá tu empresa*. Madrid. Obtenido de <http://www.pascualparada.com/analisis-pestel-una-herramienta-de-estudio-del-entorno/>
- Pastrana, O. (11 de 2015). *Biblioteca Digital*. Obtenido de http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tpos/1502-0353_PastranaTrianaOA.pdf
- Perez, J., Sattler, S., Bertoni, M., & Terreno, D. (2015). Bases para un modelo de estructura de financiamiento en las pymes latinoamericanas. *Cuaderno de Contabilidad*, 40(16), 179-204. doi:doi:10.11144/Javeriana.cc16-40.bpme
- Perfil. (22 de abril de 2020). *perfil.com*. Obtenido de <https://www.perfil.com/noticias/coronavirus/industria-farmaceutica-con-alberto->

fernandez-prometieron-mantener-puestos-laborales-y-donar-dinero-para-hospitales.phtml

Porter. (2008). Harvard Business School Review.

Prieto, C. (2010). *FUNDACIÓN PARA LA EDUCACIÓN SUPERIOR*. Obtenido de <https://www.sanmateo.edu.co/documentos/publicacion-analisis-financiero.pdf>

Quesada, R. (23 de mayo de 2019). *cronista.com*. Obtenido de <https://www.cronista.com/apertura-negocio/empresas/AstraZeneca-invierte-us-80-M-para-lanzar-a-la-Argentina-como-hub-de-investigacion-20190523-0006.html>

Rivera, J. (2002). Teoría de la estructura de capital. *Estudios Gerenciales*, 8(84). Recuperado el 22 de Julio de 2020, de http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0123-59232002000300002

Ross, S., & Wester, R. (2010). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*.

Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2010). *Finanzas corporativas* (Novena ed.). España: Mc Graw Hill.

Rubin, S. (19 de abril de 2020). *clarín.com*. Obtenido de https://www.clarin.com/politica/coronavirus-argentina-iglesia-reclama-alberto-fernandez-convoque-acuerdo-amplio-salir-crisis_0_tFQ_L0OwC.html

Sansano, V. (2015). *Relación estructura financiera valor de empresa*. Recuperado el 20 de Julio de 2020, de http://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/151210/TFM_2014_insaV.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Sosa Sierra, M. d. (2011). Breve inventario de los principales ratios financieros utilizados en el análisis financiero empresarial,. *Observatorio de la Economía Latinoamericana*, N 152. Recuperado el 16 de 07 de 2019, de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/co/11/mcss.htm>

Vargas, A., & Mostajo, S. (2014). Medición del riesgo crediticio mediante la aplicación de métodos basados en calificaciones internas. *Investigación y desarrollo*, 2(14), 5-25. Recuperado el 20 de Julio de 2020, de http://www.scielo.org.bo/scielo.php?pid=S2518-44312014000200002&script=sci_abstract

Vera-Colina, M. A., & Melgarejo-Molina, Z. A. (2014). Acceso a la financiación en Pymes colombianas. *INNOVAR. Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*,.

Wiñazky, N. (12 de 04| de 2020). *Coronavirus en Argentina: escenas dramáticas de la política en estado de shock por la pandemia*. Obtenido de

https://www.clarin.com/politica/coronavirus-argentina-escenas-dramaticas-politica-shock-pandemia_0_w8K9LoGPE.html

Zambrano, S., & Acuña, G. (2011). Estructura de Capital Evolución teórica. 9(15). Recuperado el 2020

Zamora, E. (2019). *Contabilidae*. Recuperado el 2019 de 07 de 22, de <https://www.contabilidae.com/apalancamiento-financiero/>

X. ANEXO

CATEGORIZACIÓN DE LAS PYMES

Como Autoridad de Aplicación, la Secretaría de Emprendedores y PyMEs del Ministerio de Producción se ocupa de revisar anualmente la definición de PyMEs a fin de actualizar los parámetros contemplados en la definición adoptada.

A través de la “Resolución 220/2019, la Secretaría de Emprendedores y PyMEs del Ministerio de Producción y Trabajo publicó la nueva clasificación para determinar qué empresas se encuadran dentro de la categoría PyME”.

Para ello se crea “el Registro de Empresas MiPyMES (micros, pequeñas y medianas empresas)” que será administrado por la “Dirección Nacional de Competitividad y Financiamiento PYME, dependiente de la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Producción y Trabajo, con las finalidades establecidas en el Artículo 27 de la Ley N° 24.467 y sus modificaciones”.

A efectos de lo dispuesto por “el Artículo 2° de la Ley N° 24.467 y sus modificaciones y demás normas complementarias, serán consideradas Micro, Pequeñas o Medianas Empresas aquellas que obtengan su inscripción en el Registro de Empresas MiPyMES”.

El mencionado decreto establece que: “la solicitud de inscripción al Registro de Empresas MiPyMES podrá realizarse en cualquier momento mediante la presentación de una Declaración Jurada conforme los datos solicitados por el Formulario N° 1.272 denominado PYMES/ Solicitud de categorización y/o beneficios” de la AFIP o el que en el futuro lo reemplace,

que se encuentra disponible con clave fiscal en el sitio web del referido organismo (www.afip.gob.ar)”.

Mediante la lectura del portal de la SePyme se logra encontrar la metodología para poder realizar la categorización, de las empresas de acuerdo con ello demuestra atributos cuantificables:

1) “Personal ocupado: definido como el promedio del personal declarado en los formularios de pago de las obligaciones previsionales o en los libros rubricados de personal, el que fuere mayor, correspondiente a doce meses, abarcando el último ejercicio económico concluido;

2) Ventas anuales: definidas como el importe de las ventas anuales a precios constantes, excluido el impuesto al valor agregado y los impuestos internos, en los casos que corresponda, que surjan del último balance o información contable equivalente adecuadamente documentada;

3) Ingreso bruto anual: definido como el promedio de la facturación de la empresa en los últimos dos ejercicios, excluido el impuesto al valor agregado y los impuestos internos; Determinación del comportamiento de las actividades de financiamiento de las Pequeñas y Medianas Empresas Lic. Aróstegui, Álvaro Amadeo Página N° 14

4) Activos productivos: comprenden el valor actualizado de los bienes de uso según el último balance, neto de amortizaciones, excluyendo inmuebles, construcciones y obras en curso. Este valor no puede ser inferior al 10% del valor de las ventas anuales;

5) Patrimonio Neto: es el que surge del último balance o información contable equivalente. No puede ser inferior al 5% de las ventas anuales;

6) Capital productivo: es el que se informa en la declaración jurada del impuesto a las ganancias presentada ante la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), incluyendo el valor de la tierra. Este valor debe confrontarse con la valuación fiscal correspondiente al impuesto inmobiliario”.

Según el sector de actividad económica donde las empresas actúen, los atributos, descriptos anteriormente, que se utilizan son los siguientes:

a) “Sector industrial, minero y pesquero: personal ocupado, ventas anuales y activos productivos;

b) Sector comercio y servicios: personal ocupado, ventas anuales y patrimonio neto;

c) Sector Agropecuario: ingreso bruto anual y capital productivo;

d) Sector Transporte: personal ocupado y ventas totales anuales.

Los atributos correspondientes, computados en sus valores reales para cada empresa y relacionados con los topes fijados, permiten la determinación de un puntaje sobre la base del cual se define o no la condición de pequeña y mediana empresa”.

BENEFICIOS DE LAS PYMES

- “Alícuota reducida para contribuciones patronales

Aquellos empleadores que cuenten con el certificado MiPyMe tendrán una alícuota reducida para el pago de las contribuciones patronales.

- Desgravación de exportaciones hasta U\$S 50 millones

Desde el 8 de mayo de 2019 y hasta el 31 de diciembre de 2020, se desgravan las exportaciones de las mercaderías que se encuentran en las posiciones arancelarias especificadas por la Nomenclatura Común del Mercosur.

- Controladores Fiscales: créditos para microempresas

Se ofrecen créditos a través del Banco Nación para la compra de los controladores fiscales de uso obligatorio.

- IVA: pago a 90 días y certificado de no retención

El vencimiento de la declaración jurada mensual de IVA podrá pagarse 90 días después de su vencimiento habitual para el resto de las empresas.

Las micro, pequeñas y medianas empresas pueden solicitar el beneficio de no retención cuando sus declaraciones juradas de IVA tengan un saldo a favor durante dos períodos fiscales consecutivos anteriores al pedido”.

- “Compensación del impuesto al cheque en el pago de Ganancias

En una micro o pequeña empresa, es posible compensar en el pago de Ganancias el 100% del impuesto al cheque. En caso de una empresa industrial mediana tramo 1, el porcentaje se reduce al 60%.

- Eliminación del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta

Con la inscripción en el Registro de Empresas MiPyMeS se obtiene automáticamente la exención en el Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.

- Extracciones bancarias

Las empresas que acrediten la condición de Micros y Pequeñas Empresas, estarán exentas de la doble tasa sobre débitos efectuados sobre las extracciones de efectivo en las cuentas bancarias.

- Reducción de retenciones para Micro Empresas de comercio

Las Micro Empresas de comercios quedan excluidas de los regímenes de retención de IVA y de impuesto a las ganancias, sobre las operaciones realizadas con tarjetas de crédito o débito, exhibiendo el certificado PyME ante el respectivo agente de retención.

- Planes de Pago y Embargos

Existen planes de regularización de deudas tributarias y de los recursos de la seguridad social, que condonan intereses, multas y demás sanciones.

- Hasta 45 días para cancelar tus deudas y evitar una intimación

Al momento de no cumplir con el importe a pagar determinado en las declaraciones juradas de impuestos, se genera un incumplimiento que a su vez se avisa por correo electrónico. A partir de recibido el mismo, la Pyme tiene hasta 45 días para cancelar sus deudas antes de recibir la intimación.

- Beneficio para capital emprendedor

Deducción del impuesto a las ganancias hasta el 75% de las inversiones en emprendimientos, siempre que el monto no supere el 10% de la ganancia neta. El excedente se puede deducir en los cinco ejercicios fiscales inmediatos siguientes en el que se hubieren efectuado los aportes”.