

GUIA DE EJERCICIOS Y CASOS FINANZAS OPERATIVAS

MAESTRIA EN DIRECCION DE NEGOCIOS



PROFESOR DR. MARCELO DELFINO

Estados Financieros de ABC al 31 de diciembre (en miles de \$)

	2007	2008	2009	2010
ESTADO DE RESULTADOS				
Ventas		100.000	120.000	144.000
Costo de ventas		40.000	48.000	57.600
Depreciación		15.000	18.000	21.600
Gastos de Administración y comercialización		15.000	18.000	21.600
Ganancia antes de Intereses e Impuestos (GAIT)		30.000	36.000	43.200
Intereses pagados		10.500	19.095	34.391
Ganancia antes de Impuestos (GAT)		19.500	16.905	8.809
Impuestos (40%)		7.800	6.762	3.524
Ganancia final		11.700	10.143	5.285
ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL				
ACTIVO				
Activos corrientes	150.000	180.000	216.000	259.200
Caja y bancos	50.000	60.000	72.000	86.400
Cuentas a cobrar	25.000	30.000	36.000	43.200
Inventarios	75.000	90.000	108.000	129.600
Activos no corrientes	150.000	180.000	216.000	259.200
Bienes de uso (Planta y equipos)	150.000	180.000	216.000	259.200
Total del Activo	300.000	360.000	432.000	518.400
PASIVO				
Pasivos corrientes	75.000	123.300	185.157	266.272
Proveedores (Cuentas a pagar)	30.000	36.000	43.200	51.840
Deuda a corto plazo	45.000	87.300	141.957	214.432
Pasivos no corrientes	75.000	75.000	75.000	75.000
Deuda a largo plazo	75.000	75.000	75.000	75.000
Total del Pasivo	150.000	198.300	260.157	341.272
CAPITAL	150.000	161.700	171.843	177.128
Pasivo más Capital	300.000	360.000	432.000	518.400
FLUJO DE CAJA				
Flujo de fondos de operaciones				
Ganancia antes intereses e impuestos				
Depreciaciones				
Impuesto				
Capital de trabajo				
Aumento Cuentas a cobrar				
Aumento Inventarios				
Aumento deuda con Proveedores				
Gastos de capital				
Compra Bienes de uso (netos de Depreciaciones)				
Flujo de efectivo acreedores y accionistas				
Aumento deuda corto plazo				
Menos: Intereses pagados				
Dividendos pagados				
Flujo de efectivo neto (Aumento Caja)				

Principales ratios financieros de la firma ABC

Descripción de los ratios	2008	2009	2010	Promedio Industria
Liquidez				
Liquidez corriente (AC / PC)	1,46	1,17	0,97	2
Liquidez ácida $([(AC-INV) / PC])$	0,73	0,58	0,49	1
Liquidez de caja $([(C+B) / PC])$	0,49	0,39	0,32	
Solvencia a largo plazo				
Solvencia (AT / PT)	1,82	1,66	1,52	
Endeudamiento (PT / PN)	1,23	1,51	1,93	
Capacidad pago interés $(TCI=GAIT / CF)$	2,86	1,89	1,26	5
Administración de activos				
Rotación de activos totales (V / AT)	0,28	0,28	0,28	0,4
Rotación de Activos fijos (V / ANC)	0,56	0,56	0,56	0,7
Rotación de inventarios $([(CV + DEP) / INV])$	0,78	0,78	0,78	0,5
Rotación Cuentas a cobrar (V / CR)	3,33	3,33	3,33	
Días de venta en Inventarios	469	469	469	
Días de venta en Cuentas a cobrar	108	108	108	60 días
Rentabilidad				
ROE (GF / PN)	7,24%	5,9%	2,98%	8,6%
ROA (GF / AT)	8,33%	8,33%	8,33%	12%
Margen Ganancia sobre ventas (GAIT / V)	0,30	0,30	0,30	0,30
Cargo por impuestos $(T=GF / GAT)$	0,60	0,60	0,60	
Cargo por intereses (GAT / GAIT)	0,65	0,47	0,20	0,80
Multiplicador del capital $[1+ (PT/PN)]$	2,23	2,51	2,93	1,50
Factor compuesto endeudamiento $[TCI(1-T)]$	0.390	0.282	0,122	
Valores de mercado				
P/E	8	6	4	8
P/B	0,58	0,35	0,12	0,69

CASO AVENUS

En estos momentos la empresa Padua S.A., ampliamente asentada en Italia, está estudiando la posibilidad de introducirse en España. Padua se dedica a la fabricación de sémola de trigo. La compañía quiere iniciar sus operaciones en el mercado español con la fabricación de una sémola especial que permita el desarrollo posterior de pastas "al dente". Para ello piensa adquirir una firma española que presenta problemas de liquidez y cuyos dueños, están planteándose venderla, AVENUS.

AVENUS es una empresa de origen familiar que lleva funcionando 30 años. En la época de crecimiento económico, AVENUS adquirió una dimensión importante. Sin embargo, Don Eladio, director y propietario de la misma no estaba preparado profesionalmente para competir con las nuevas tecnologías que han ido entrando en el sector. Ha incorporado reformas que han disminuido las debilidades de la empresa y buena parte de sus decisiones se han basado más en la experiencia personal que en un análisis detallado de la situación. Después de haber sufrido una amenaza de infarto, lo único que desea es jubilarse.

AVENUS ha seguido funcionando según las pautas convencionales, esto es, relación de confianza entre el director y sus clientes y sus proveedores. Don Eladio siempre compra la misma cantidad de stocks en cada pedido por no modificar el programa informático que le diseñaron en el 80 y si alguno de sus clientes "de toda la vida" tiene problemas de liquidez no hay más que realizar una llamada a Don Eladio para que éste le retrase el cobro de sus deudas.

La última vez que la empresa renovó su Inmovilizado fue en 1985, mientras que sus competidoras más cercanas lo hicieron en 1997 aprovechando unas ayudas que concedió el Gobierno para la reestructuración del sector.

Se le ha solicitado su ayuda para que realice un análisis económico financiero de la empresa y recomiende o no su adquisición. En caso de que la recomendación sea positiva tendrá que comentar que aspectos de la gestión de Don Eladio deberían ser corregidos.

ESTADO DE RESULTADOS
En miles de \$

	2000	2001
Ventas netas	3.000	3.200
Costes fijos	650	650
Costes variables	1.200	1.300
Depreciación	400	400
GAIT	750	850
Intereses	282	262
GAT	468	588
Impuestos	164	213
Ganancia Final	304	375

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL
En miles de \$

	2000	2001
ACTIVO		
Efectivo y valores negociables	200	180
Cuentas por cobrar	1.000	1.097
Inventarios	1.000	1.500
Otros	0	0
Total activo circulante	2.200	2.777
Activo fijo neto	3.500	3.100
Otros	0	0
Total activo fijo	3.500	3.100
TOTAL ACTIVO	5.700	5.877
PASIVO		
Proveedores	750	824
Otras deudas a corto plazo	200	300
Total pasivo circulante	950	1.124
Deuda a largo plazo	1.000	800
Total recursos ajenos	1.950	1.924
Capital	550	550
Beneficios retenidos (reservas)	3.200	3.403
Total recursos propios	3.750	3.953
TOTAL PASIVO + PN	5.700	5.877

INFORMACIÓN SOBRE EL SECTOR

DATOS MEDIOS DEL SECTOR PARA 00-01			
ANÁLISIS ECONÓMICO			
RENTABILIDAD ECONOMICA	25%	RIESGO ECONÓMICO	
Margen Operativo	12,50%		
Rotación sobre activos	2		
-Rotación activos fijos	1		
-Rotación activo circulante	7		
-Rotación stocks	15		
-Rotación créditos	9		
ANÁLISIS FINANCIERO			
RENTABILIDAD FINANCIERA	13,4%	RIESGO FINANCIERO	
Costo financiero	12,00%	LIQUIDEZ Y SOLVENCIA	
Factor de apalancamiento	4,6%	Liquidez Corriente	1,8
Margen de apalancamiento	13%	Prueba del ácido	1,3
		Ratio de tesorería	0,5
		Periodo de cobro	40
		Periodo de pago	52
		Ratio de solvencia	3,5
		ESTRUCTURA DEL PASIVO	
		Ratio de endeudamiento	0,35
		Estructura de endeudamiento	0,3
		COBERTURA	
		Cobertura intereses	6
		Cobertura cagas financieras	3
APALANCAMIENTO			
Apalancamiento operativo			2,3
Apalancamiento financiero			1,1
Apalancamiento total			2,53
Punto muerto operativo			60%
Punto muerto total			65%

CASO FORISA

Iñaki Estulárregui, propietario del 50% de FORISA puso su paciencia a prueba durante 5 años, al cabo de los cuales y en un lluvioso 28 de febrero (del año 2 de los 5 presentados) dijo a sus tres socios:

- "Mis acciones están a la venta por el valor del capital que he aportado a la sociedad desde su inicio".
- "Eso son 60 millones", contestó Bru Pi, uno de sus tres socios
- "Exactamente, no quiero ni un centavo mas de lo que aporté, ni tampoco un centavo menos. Simplemente quiero irme".
- "¿Necesitas dinero para algún otro negocio?" Inquirió preocupado Jokin Machimbarrena.
- "¿Estas sordo Jokin? He dicho simplemente que quiero irme".
- "¿Se puede saber al menos porqué?" Preguntó el cuarto de los socios, Iu Bau.
- "Para vosotros la empresa e como un vivero de plantas que queréis ver convertido en un bosque. Para mí la empresa es un vivero en el que cada día se compra y se vende y cada día se gana, y donde el amo debe recibir más cuidados que las plantitas".

Reunidos los tres socios restantes – Pi, Machimbarrena y Bau – decidieron, cuatro días mas tarde, conseguir cada uno un nuevo socio y comprarle entre todos las acciones a Iñaki Estulárregui, haciéndose así con el 100% del capital.

El paquete accionario del socio cesante fue repartido así:

Bru Pi	Compró por	\$10 millones
Pau Pi	Compró por	\$5 millones (nuevo socio)
Jokin Machimbarrena	Compró por	\$10 millones
Miren Usarragasti	Compró por	\$7 millones (nueva socia)
Iu Bau	Compró por	\$20 millones
Flor Tur	Compró por	\$8 millones (nuevo socio)
		<hr/>
		\$60 millones

Para los tres compañeros de Iñaki Estulárregui su baja del grupo accionario fue casi una salida anunciada. Sin embargo, nunca llegaron a comprender la frustración que supone para un socio fundador el contemplar cómo su proyecto no se ejecuta con arreglo a sus expectativas.

El objeto social de FORISA era la tal y repoblación forestal con transformación de la madera a fin de obtener los siguientes productos:

- Maderas en escuadrías propias de carpintería industrial
- Puntales y tableros para encofrado en construcción
- Pasta fina para papel

Había muchas diferencias entre las expectativas de Estulárregui y las de sus tres socios. Había diferencias marcadas en la política financiera de la compañía.

Un mes antes de poner sus acciones a la venta, Estulárregui tenía ante sí el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias del año 1. Leyó malhumorado durante largos minutos para exclamar después:

- "Con los medios de que disponemos debiéramos estar ganando \$300 millones".

- "300, no 299 ni 301.....300 la cifra mágica, la cifra del ensueño; pero la realidad, Iñaki, es que el Estado de Resultados dice 120 y te aseguro que es una cifra muy buena", contestó aquel día Iu Bau.

Iñaki Estulárregui se dio de baja como accionista en marzo del año 2. A partir de entonces, los socios restantes y los nuevos socios pudieron practicar a sus anchas la política que siempre había irritado a Iñaki.

En enero del año 5 se reunieron un día a cenar con su antiguo amigo y ex socio. Entre el primero y el segundo plato, Miren Usarragasti miró sonriente a Iu Bau y le dijo:

- "Iu, dile a Iñaki lo del beneficio".

- "¡Ah sí!" Repuso sonriente Iu.

Luego miró a Iñaki entreabriendo una sonrisa que caía ligeramente hacia la derecha de la boca, debido a una asimetría labial provocada por fumar en pipa desde los 18 años. Iñaki frunció ligeramente el entrecejo en un gesto suave que evitara tensión al resto de la frente. Luego musitó:

- "¿y bién?"

Iñaki presintió la andanada y esbozó la sonrisa seudoserena que tenía ensayada para situaciones como esta.

- "Recuerdas la cifra mágica de los \$300 millones?" Adelantó Iu

- "La recuerdo vagamente", respondió con astucia felina Iñaki

- "Pues bien Iñaki, continuó Iu Bau, en el año 4 los acabamos de rebasar".

Análisis del caso

Para resolver el caso planteado debiera intentar responder las siguientes preguntas:

¿Debía haberse marchado Iñaki Estulárregui en el año 2? ¿Debía haberse quedado?

¿Debió vender por \$60 millones cuando se fue?

¿Debe hablarse de un beneficio de \$300 millones o debe hablarse de la rentabilidad que \$300 millones hubieran provocado sobre los datos del balance del año 1?

¿Qué consecuencias ha tenido el no reparto de dividendos?

¿Qué quiere decir Iñaki con medios? ¿Se refiere a medios de activos? (cálculo del rendimiento del activo, ROA) ¿o se refiere a medios de capital invertido? (ROE)

¿Porqué cae la rentabilidad del capital propio?

¿Ha influido el rendimiento?¿Hasta que punto?

¿El endeudamiento era crítico en el año 1?

¿Cómo ha evolucionado el patrimonio?

¿A dónde va con este deseo de crecimiento?¿Porqué la política persistente de autofinanciamiento?¿Porqué la fuerte ampliación de capital del año 4? ¿Era imprescindible efectuarla en \$240 millones, visto el aumento del activo fijo neto y la disminución del exigible a largo plazo?

¿Qué parte del stock se debía financiar con fondos propios?

Anexo
Balance Histórico
(En millones de pesos)

	1	2	3	4
Activo Fijo	270	310	390	320
Materias primas	302	300	390	590
Productos en curso	50	60	70	90
Productos acabados	150	113	148	384
Total stocks	502	473	608	1064
Clientes	50	125	100	100
Descuento bancario	200	200	300	300
Disponibles	30	40	50	60
Extrafuncionales	20	20	20	20
Activo circulante	802	858	1078	1544
Total Activo	1072	1168	1468	1864
Capital Social	120	140	170	414
Reservas	200	317	497	696
Recursos Propios	320	457	667	1110
Exigible a largo plazo	400	340	280	220
Vto. corto de crédito a LP	60	60	60	60
Proveedores	45	50	65	63
Bancos por descuento bancario	200	200	300	300
Hacienda-imp. S/beneficio	37	53	90	106
Acreedores diversos	10	8	6	5
Exigible a corto plazo	352	371	521	534
Total Pasivo+PN	1072	1168	1468	1864

Estado de Resultados Histórico
(En millones de pesos)

	1	2	3	4
Ventas Netas	1000	1300	2000	2100
Costo de Materiales	500	659	1095	1114
Margen bruto de fabricación	500	641	905	986
Comisiones	30	39	60	63
Margen bruto comercial	470	602	845	923
Personal	220	280	400	430
Amortización	20	50	70	70
Otros gastos de estructura	10	12	15	18
Gastos fijos	250	342	485	518
Beneficio antes de int. e imp.	220	260	360	405
Gastos financieros	100	90	90	100
Beneficio antes de impuesto	120	170	270	305
Impuesto	37	53	90	106
Beneficio después de impuesto	83	117	180	199

CASO Vidal e Hijos SA

A principios de enero de 2011, sentado frente al escritorio de su oficina, Javier Vidal, director general y fundador de Vidal e Hijos, analizaba y discutía con su hijo mayor los resultados económicos obtenidos el año anterior y las perspectivas de su empresa para el año que comenzaba.

«Fíjate Víctor, fue una buena elección entrar en este negocio. Hemos tenido un crecimiento continuado en las ventas durante los últimos años, manteniendo el margen sobre ventas y el rendimiento sobre la inversión. Las perspectivas para este año son aún mejores. Prevemos que las ventas crecerán un 32%. Aumentaremos nuestros beneficios, con lo que podremos repartir dividendos. Después de todo, buena parte de la rentabilidad de la empresa debe quedarse en casa, ¿no te parece?»

Víctor, director financiero de la empresa, compartía el entusiasmo de su padre. Sin embargo, estaba un poco preocupado por las necesidades de financiación para mantener el crecimiento de la empresa. Esta preocupación era compartida por Francisco Vila, jefe de cuentas del Chase Manhattan Bank, banco con el que tenían relaciones desde el inicio de las operaciones en 2001. Precisamente, Víctor había acordado reunirse la próxima semana con Francisco para discutir una nueva ampliación de la póliza de crédito que la empresa mantenía con el banco, hasta un límite de 700 millones de pesetas (el límite actual era de 500 millones), para poder hacer frente a la expansión deseada por la compañía durante los próximos años.

Víctor, que había sido compañero de colegio de Francisco, deseaba saber si existía alguna contradicción entre crecimiento, rentabilidad y liquidez de la empresa. Se preguntaba cuál de estos conceptos era más importante y si su padre estaba o no en lo cierto al creer que el beneficio era el mejor indicador de la salud de su empresa.

Estas y otras preguntas rondaban por la cabeza de Víctor mientras preparaba el presupuesto de tesorería para 2011, como base para la discusión de la ampliación de la póliza de crédito convocada para la semana próxima. Era la primera vez que Víctor se cuestionaba cómo valorar su empresa.

Antecedentes del negocio

Vidal e Hijos era una empresa familiar que se dedicaba a la distribución de telas al por mayor, en Cataluña. La tradición textil (hilados, confecciones, teñidos, etc.) había sido, desde hacía mucho tiempo, el motor industrial de la región. La familia Vidal llevaba más de 90 años en el negocio, no habiéndose dedicado a la distribución hasta 2000.

En 2000, Javier Vidal decidió transformar totalmente el negocio original de su padre. Javier, hombre resuelto e independiente, no comulgaba con las ideas demasiado conservadoras de su padre, que no había querido nunca entrar en el campo de la distribución, en el que Javier veía inmensas oportunidades de negocio. Llegó a convencer a su padre, vendieron la fábrica y se dedicaron únicamente a la distribución.

El sector textil

El sector textil era un sector maduro, de demanda muy sensible al precio y con bajo riesgo por innovación tecnológica. Estaba principalmente integrado por empresas familiares que se especializaban en algún tipo de producto (hilados, tejidos, teñidos, confecciones), siendo en su mayoría demasiado conservadoras como para integrarse en algún sentido (hacia atrás o hacia adelante).

Había cuatro estrategias competitivas básicas en este sector: volumen (países subdesarrollados); especialización (series largas: países desarrollados en general); productividad (relación consumo/producto: Alemania), y fragmentación (competitividad a través del valor añadido: Reino Unido). La industria textil catalana había optado por esta última, consiguiendo durante muchos años excelentes resultados.

Las perspectivas a corto y medio plazo eran prometedoras. La apertura del mercado europeo permitiría una mayor expansión, aunque implicaría mayor competencia.

El sector de distribución de telas

La distribución de tejidos estaba dominada por los fabricantes, que eran quienes escogían a sus distribuidores. Este mismo poder les permitía no sólo sugerir, sino también establecer los precios de venta, determinando así el margen del distribuidor.

El negocio de los distribuidores tenía sus propias características: los clientes eran los 7 grandes mayoristas de la región, el mayor de los cuales representaba cerca del 30% de las ventas totales del negocio. Normalmente se concedían descuentos por volumen y cobro a 45 días.

Los proveedores concedían un plazo de pago a 30 días. El proveedor líder en el sector distribuidor era Industrial Vidal, empresa original de la familia, que representaba el 40% de las compras actuales del sector. El resto de proveedores estaba constituido por una docena de empresas más pequeñas.

A pesar de que los fabricantes marcaban la política de precios del sector (30% en promedio por encima del precio de compra), Vidal e Hijos se las ingenió para obtener mayores márgenes, sobre todo gracias a las buenas condiciones logradas con su principal proveedor y a una adecuada gestión y control de los gastos operativos y de personal. Todo ello propiciaba el constante aumento de las ventas (véase Anexo 1).

La reunión con el Chase Manhattan Bank

Francisco Vila revisaba el expediente de Vidal e Hijos sentado frente al escritorio de Víctor, quien acababa de despachar con su padre. Mientras esperaba, Francisco pensaba: «Vidal e Hijos es una empresa próspera. Tiene un buen crecimiento en las ventas, y las perspectivas para éste y los próximos años son buenas. El sector está en auge, con precios crecientes y la economía, tras dos años ligeramente recesivos, empieza nuevamente a dar visos de entrar en un proceso de expansión, lo que haría bajar los tipos de interés a corto plazo*. Además, Vidal e Hijos está negociando la representación de 3 firmas extranjeras

* Los créditos a corto y largo plazo para Vidal e Hijos están actualmente al 14% anual.

y estudiando la posibilidad de desembarcar en Francia e Italia. Sin embargo, hay algunas cosas que Víctor debe saber...»

Francisco Vila comenzó la reunión diciendo: «Víctor, estoy aquí para ayudarte en todo lo que necesites. La relación de tu empresa con nuestro banco ha sido siempre muy buena. Además, tengo un interés especial en este asunto debido a nuestra amistad. Por ello, en principio, no tendría ningún inconveniente para una ampliación de la póliza de crédito de la empresa hasta los 700 millones que solicitas. Sin embargo, hay algunos temas sobre los que tenemos que ponernos de acuerdo.»

Francisco continuó diciendo: «He analizado los estados financieros que me enviaste la semana pasada (véanse Anexos 1 y 2). Tu empresa ha optado por una estrategia de crecimiento más que de rentabilidad. El crecimiento permanente de las ventas así lo demuestra (véase Anexo 3). Es una buena estrategia para una empresa que no quiere perder mercado. Sin embargo, ello tiene un costo.»

Víctor, replicó: «Esto es precisamente lo que más me inquieta. Hasta ahora, salvo por la presente necesidad de recurrir al banco para la ampliación de la póliza, no había percibido ningún desequilibrio financiero.»

«Quizás el mensaje más importante, -señaló Francisco-, sea recalcar la importancia del flujo de caja (cash flow), el cual, durante los últimos años, ha sido negativo para la empresa. Lo que el accionista realmente puede llevarse a casa es precisamente lo que se obtiene después de restar del beneficio las inversiones requeridas, el incremento de las NOF (necesidades operativas de fondos), etc. En resumidas cuentas, dinero contante y sonante. Además, es a su vez el mejor indicador de cómo va la empresa y la base para su evaluación. Vidal e Hijos tiene grandes posibilidades, pero hay que controlar su crecimiento.

»Por todo ello, el banco ha creído conveniente condicionar la ampliación de la póliza de crédito al cumplimiento de las siguientes restricciones por parte de la empresa:

1. Suspensión del pago de dividendos.
2. Estricto control de los gastos generales.
3. Fondo de maniobra positivo.
4. Endeudamiento <70% (recursos ajenos/pasivo <70%).»

Víctor comprendía mejor las posibilidades financieras de su empresa. Venía de despachar con su padre, quien le comentó que existían bastantes posibilidades de que Damico Distribuidores, su principal cliente, pusiera término a sus relaciones comerciales con ellos. Todo parecía un círculo vicioso. La empresa había incumplido su última entrega por rotura de stocks, debido a que Industrial Vidal no quiso enviarles más tejidos hasta que se les abonara una factura pendiente desde hacía más de 70 días.

Sólo le faltaba eso. Después de todo lo que Francisco le había explicado, estaba seguro de que las condiciones del banco serían aún más duras. Sin embargo, sabía que tenía que superar esta situación.

Francisco lo escuchó con atención y dijo: «Sería conveniente que llegaras a un buen acuerdo con tu cliente. En todo caso, y de no ser así, las condiciones del banco para concederos la ampliación serían las mismas. Eso sí, supongo que

para llegar a cumplirlas, Vidal e Hijos tendría que hacer una ampliación de capital.» «¿Estás seguro?», replicó Víctor. Sin responderle, Francisco solicitó una reunión para el día siguiente, en donde se revisarían los estados financieros previsionales para los dos próximos años.

Víctor comenzó a preparar los estados financieros para la reunión del día siguiente sin poder alejar de su mente la conversación que acababa de tener con Francisco. Por fin comprendía que el beneficio y la rentabilidad no es lo único relevante en la empresa: también son importantes el «cash flow» y la relación existente entre las NOF y las ventas. Sin embargo, no dejaba de inquietarse. Se preguntaba cómo decirle a su padre que este año sería imposible repartir dividendos y que, tal vez, habría que ampliar capital.

Preguntas:

1. Interprete cada uno de los ratios aportados por el banco en el Anexo 3. ¿Le parece preocupante la magnitud o la evolución de alguno de los ratios? ¿Cuál le parece el valor más adecuado para cada ratio?
2. Elabore a partir de los Anexos 1 y 2 el flujo de caja de los años 2009 y 2010 (cobros y pagos), por los distintos conceptos.
3. Elabore una previsión de las cuentas de resultados y balances de la empresa para el final de los años 2011 y 2012. Para esto, suponga que el crecimiento de las ventas será el 32% anual; el plazo medio de cobro, 45 días; el plazo medio de pago, 40 días, y que los inventarios corresponderán a las ventas de 85 días.

ANEXO 1
VIDAL E HIJOS SA
ESTADO DE RESULTADOS

Rubros	Años		
	2008	2009	2010
VENTAS	2.237	2.694	3.562
Costo ventas	1.578	1.861	2.490
Margen bruto de ventas	659	833	1.072
Salarios	204	261	340
Depreciación	25	28	39
Otros gastos	333	430	568
Ganancia antes intereses e impuestos	97	114	125
Intereses	65	70	74
Beneficios extraordinarios	0	-15	32
Ganancia antes impuestos	32	29	83
Impuesto a las Ganancias	10	9	25
Ganancia final	22	20	58
Ganancia retenida	22	20	58

ANEXO 2
VIDAL E HIJOS SA
ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

Rubros	Años		
	2008	2009	2010
ACTIVO			
Activo corriente	710	804	1.066
Caja y bancos	32	28	26
Cuentas a cobrar	281	329	439
Inventarios	397	447	601
Activo no corriente	257	247	207
Planta y equipos	307	315	302
Depreciacion acumulada	-50	-68	-95
Total del Activo	967	1.051	1.273
PASIVO			
Pasivo corriente	642	715	888
Proveedores	190	212	303
Credito bancario	393	428	479
Otros gastos a pagar	59	75	106
Pasivo no corriente	95	85	75
Deudas a largo plazo	95	85	75
Total del Pasivo	737	800	963
CAPITAL			
Acciones comunes	230	251	310
Ganancias retenidas			
Total Patrimonio neto	230	251	310
Total Pasivo mas Patrimonio neto	967	1.051	1.273

ANEXO 3
VIDAL E HIJOS SA
RATIOS FINANCIEROS

Rubros	Años		
	2008	2009	2010
Tasa de crecimiento ventas	28%	20%	32%
Margen bruto de ventas	29%	31%	30%
Gastos generales / Ventas	25%	27%	27%
Ganancia final / Ventas	1,0%	0,8%	1,6%
Ganancia final / Patrimonio neto (finales)	9,7%	8,1%	18,7%
GAIT / Activo total	10,0%	10,8%	9,8%
Cobertura intereses	1,49	1,63	1,69
Rotación Créditos = V / Créditos	7,96	8,19	8,11
Rotación Proveedores = CV / Proveedores	8,31	8,78	8,22
Rotación inventarios = CV / Inventarios	3,97	4,16	4,14
Días de cobro Créditos	46	45	45
Días de pago a Proveedores	44	42	44
Días de Inventarios	92	88	88
Liquidez tesorería = Caja y bancos / PC	5%	4%	3%
Liquidez corriente = AC / PC	1,11	1,12	1,20
Endeudamiento = Pasivo / PN	3,20	3,19	3,11
Solvencia = Activo Total / Pasivo Total	1,31	1,31	1,32
Tasa crecimiento sostenido = ROE*r / (1-ROE*r)	10,8%	8,8%	23,1%
Tasa crecimiento interno = ROA*r / (1-ROA*r)	11,1%	12,2%	10,9%
Ganancia retenida / Ganancia final	1,0	1,0	1,0

CASO MADERWOOD

La empresa MADERWOOD se dedica a la producción y comercialización de sillas de madera en la Ciudad de Córdoba, acaba de cerrar el ejercicio contable 2014 y ha comenzado a preparar la información para la elaboración del presupuesto del próximo año. A continuación se presentan los estados contables del año 2014.

ESTADO DE RESULTADOS

	2014
Ventas	10.000
Costo de ventas	5.000
<i>Utilidad Bruta</i>	<i>5.000</i>
Gastos de Adm. y Comercializ.	3.000
<i>GAIT</i>	<i>2.000</i>
Intereses pagados	1.000
<i>GAT</i>	<i>1.000</i>
Impuestos (35%)	350
GANANCIA FINAL	650

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

ACTIVO	2014
Caja y bancos	2.000
Cuentas a cobrar	1.500
Inventarios	1.200
Activos corrientes	4.700
Bienes de uso (Planta y equipo)	5.300
Activos no corrientes	
Total del Activo	10.000
PASIVO	
Proveedores (Cuentas a pagar)	1.000
Deudas bancarias	2.000
Pasivos corrientes	3.000
Deudas bancarias	3.000
Pasivos no corrientes	3.000
Total del Pasivo	6.000
Patrimonio Neto	4.000
Pasivo + PN	10.000

Con motivo de la preparación del presupuesto anual –año 2015–, el Directorio de la empresa remite los siguientes objetivos globales y datos específicos:

1. En función del informe del área de Marketing, se estima aumentar el volumen de ventas anuales, estimándose la **venta** de **600 unidades** en el año.
2. Respecto del **precio** del producto, se espera que se mantenga en **\$20** por unidad.
3. En función del informe del área de Producción, se analiza y determina que es necesario y conveniente continuar con la misma política de **stock** de materias primas y productos terminados.
4. El informe del departamento de Costos, nos indica que el precio de la unidad de **materia prima directa** es de **\$1** y de la **mano de obra directa** **\$2** por hora. El producto requiere para su producción de **2 unidades de materia prima directa** y **3 horas de mano de obra directa por unidad**.
5. Se estima, para ese nivel de producción, un gasto anual de \$500 en mano de obra indirecta, \$200 en materiales indirectos y \$500 en otros gastos indirectos.
6. Se estima que los gastos administrativos y comerciales se mantendrán en la misma proporción que representaron esos gastos en el último ejercicio.

- 7.** El área de Finanzas, estima que se podrá obtener la misma tasa de interés del 20% sobre préstamos nuevos en caso de ser necesario financiamiento bancario.
- 8.** La alícuota del Impuesto a las Ganancias es del 35%.

Con esta información se pide que prepare los estados Contables proyectados o Pro Forma para el año 2015, el Estado de Situación Patrimonial, Estado de Resultados y El Flujo de Efectivo para el 2015.



Hampton Machine Tool Company

Instrucciones para la preparación del caso

1. ¿Por qué una empresa rentable como Hampton no puede devolver el préstamo a tiempo? ¿Por qué necesita incluso más financiación? ¿Qué ha ocurrido durante el período de noviembre de 1978 a agosto de 1979 que ha llevado a Hampton a esa situación?
2. A partir de la información contenida en el caso, prepare un presupuesto de tesorería para los cuatro meses que van de septiembre a diciembre de 1979. . Prepare también una cuenta de pérdidas y ganancias previsional para el mismo período y un balance provisional correspondiente al 31 de diciembre de 1979.
3. Compare los resultados obtenidos en el apartado anterior. ¿Coinciden los obtenidos a través del presupuesto de tesorería con los producidos por el balance y cuenta de resultados previsionales? ¿Por qué?
4. En qué hipótesis principales se han basado las previsiones anteriores? ¿Qué puede ocurrir que las altere de manera significativa? ¿Está de acuerdo con Cowins en que Hampton podrá devolver el préstamo en diciembre?
5. ¿Qué debería decidir Eckwood respecto de la petición de préstamo por parte de Cowins? ¿Cuál es el riesgo más importante asociado con ese préstamo? ¿Tiene Eckwood otras alternativas? ¿Cuáles son sus pros y contras? ¿Qué haría Ud.?
6. ¿Por qué cree que Hampton recompró una parte sustancial de las acciones? ¿Cuál ha sido el impacto de esta recompra en las finanzas de Hampton? Evalúe la política de dividendos de Hampton. ¿Está de acuerdo con Cowins acerca de la propuesta de repartir un dividendo sustancial en diciembre?



Hampton Machine Tool Company[†]

El 14 de septiembre de 1979 Jerry Eckwood, vicepresidente del St. Louis National Bank, estudiaba la petición de un crédito efectuada por un cliente domiciliado en una ciudad cercana. La compañía, Hampton Machine Tool Company, había solicitado la renovación de un crédito de un millón de dólares que, según el acuerdo original, debía ser devuelto el 30 de septiembre. Adicionalmente a la renovación del préstamo existente, Hampton solicitaba un préstamo adicional de 350.000 dólares para compras de equipo programadas para octubre. Según los términos de la petición de la compañía ambos préstamos totalizando 1,35 millones de dólares, se reembolsarían a finales de 1979.

Desde su creación en 1915 Hampton Machine Tool Company había capeado con éxito serias fluctuaciones cíclicas características del sector de la construcción de máquinas herramientas. En el ciclo más reciente a mediados y finales de los años sesenta Hampton había experimentado una producción y rentabilidad récord. Como entre los principales clientes de Hampton se incluían fabricantes de aviones militares y de automóviles en el área de San Luis el éxito de la compañía durante los años sesenta fue el reflejo de un fuerte mercado automotor y de los grandes gastos de defensa asociados a la guerra de Vietnam. Hampton continuó con el éxito de los años sesenta hasta los primeros años setenta. Hampton, junto con el resto de la industria de bienes de capital experimentó una severa caída en ventas y rentabilidad a mediados de 1970. Grandes disminuciones en la producción de automóviles en las fábricas de San Luis reflejaron el embargo árabe de petróleo, los subsiguientes incrementos en el precio de la gasolina y la recesión de 1974-1975. Las reducciones masivas de los gastos de defensa en el período posterior a la guerra de Vietnam tuvieron un fuerte impacto negativo sobre el otro segmento de clientes principales de Hampton: el sector de fabricantes de aviones militares. Las ventas de Hampton «tocaron fondo» a mediados de los setenta y durante los años anteriores a 1978 las ventas crecieron sin interrupción. La recuperación de Hampton se debió principalmente a tres factores. Primero las ventas para la aeronáutica militar aumentaron sustancialmente reflejando tanto un mercado de exportación en expansión como un mercado interno más favorable. Segundo, aunque las fábricas de automóviles de la zona no crecían, este segmento del mercado de Hampton se había, al menos, estabilizado. Finalmente, las adversas condiciones económicas de mediados de los años setenta tuvieron su lógica recuperación en la industria de bienes de capital de la región. Consecuentemente la participación de mercado de Hampton aumentó, ya que muchos competidores poco capitalizados habían sido expulsados de la industria. La recuperación de Hampton sufrió un contratiempo en 1978, año en que las ventas estuvieron muy por debajo de su capacidad. Sin embargo con una sustancial cartera de pedidos pendientes, Hampton inició 1979 esperando su primer año de ventas a plena capacidad, desde 1972.

Las políticas financieras conservadoras de Hampton habían contribuido a su supervivencia y éxito en la volátil industria de bienes de capital. La compañía tradicionalmente había mantenido una fuerte posición de capital circulante como un “buffer” (amortiguador) contra la incertidumbre

[†] Traducido íntegramente con el permiso de la Harvard Business School por IESE. Barcelona-España. El traductor es el único responsable de la exactitud de la traducción.

Copyright de esta traducción © 1986 by the President and Fellows of Harvard College.

El caso original, titulado *Hampton Machine Tool Co.*, Copyright © 1980 by the President and Fellows of Harvard College fue preparado por D. W. Mullins, Jr. de la Harvard Business School.

económica. Como resultado, la compañía no tenía deuda en sus balances durante los 10 años anteriores a diciembre de 1978. En una reunión a principios de 1978, Benjamín G. Cowins, presidente de Hampton, solicitó el préstamo inicial de un millón de dólares para facilitar la compra de las acciones de varios accionistas disidentes. Aunque Hampton tenía caja en exceso de la requerida para las operaciones normales, este exceso no era suficiente para realizar el rescate o recompra de acciones. Por lo tanto, Cowins solicitó a Eckwood un préstamo del St. Louis National Bank. El préstamo de un millón de dólares debería estar disponible para finales de 1978. Hampton haría pagos de interés mensualmente, a una tasa de 1,5% mensual (aproximadamente 18% anual sobre una base anual) sobre el principal; el principal debería pagarse a finales de septiembre de 1979. En apoyo de su petición, Cowins había entregado una previsión de ventas para 1979 (Anexo 1), un balance con fecha 30 de noviembre de 1978 (primera columna del Anexo 2) y documentación de la cartera de pedidos pendientes de Hampton. Eckwood pensó en aquel momento que la documentación presentada por Cowins era suficiente para respaldar la petición de préstamo. Además, Hampton tradicionalmente había mantenido sus amplios excesos de caja en depósitos del St. Louis National Bank y la gerencia del banco conocía muy bien a Cowins. Este tenía entonces 58 años y había sucedido a su suegro como presidente de Hampton en 1953. Era muy respetado en la comunidad de negocios como un ejecutivo enérgico y exitoso. A mediados de diciembre de 1978, Eckwood aprobó el préstamo a Hampton.

Hampton tomó el préstamo a fines de 1978. Este préstamo más dos millones en efectivo, excedentes de caja, se utilizaron inmediatamente para recomprar 75.000 acciones de Hampton, de valor nominal 10 dólares a varios accionistas disidentes por un costo total de 3 millones de dólares.

Después de la obtención del préstamo, Cowins envió regularmente al banco los balances y cuentas de pérdidas y ganancias que documentaban la posición financiera de Hampton. Al preparar el análisis de la petición de Cowins, Eckwood se centró en los documentos presentados en los Anexos 1, 2 y 3. Al examinar los estados financieros de Hampton, Eckwood recordó que el plazo de cobro de Hampton era neto a 30 días. Ocasionalmente, un cliente que hacía un gran pedido podía hacer un pago adelantado para ayudar a Hampton a financiar la construcción de máquinas solicitadas. Como la mayoría de los productos de Hampton eran realizados bajo pedido, el período de construcción requería de 5 a 6 meses para algunos de los tipos de maquinaria más grande y más compleja. Al terminar y enviar un pedido sobre el cual se habían hecho adelantos, Hampton deducía la cuantía del adelanto del total facturado al cliente. A su vez, Eckwood sabía que la compañía compraba sus materias primas a 30 días neto.

En una carta a Eckwood, Cowins solicitaba la prolongación del crédito existente hasta finales de año más un préstamo adicional de 350.000 dólares para financiar la compra de equipo. El préstamo adicional sería utilizado a finales de octubre y se pagaría a finales de año con pagos mensuales de interés del 1,5% mensual. En su carta, Cowins comentaba con algún detalle el estado financiero de la empresa, las razones para la diferencia entre los envíos reales y los previstos para 1979, y la sustancial cartera de pedidos en firme de Hampton. Adicionalmente, Cowins decía que esperaba poder pagar ambos préstamos totalmente el 31 de diciembre de 1979. La carta de Cowins se presenta completa en el Anexo 4. Aunque Hampton no necesitaría el préstamo adicional de 350.000 dólares hasta principios de octubre la fecha de vencimiento de la deuda actual se aproximaba rápidamente. Por lo tanto, Eckwood necesitaba dar una respuesta a la petición de Cowins.

ANEXO 1
HAMPTON MACHINE TOOL COMPANY

Envíos a precios de venta

En miles de dólares

	Previsto Dic-78	Real	Previsto Dic-79
<i>Fuentes</i>			
Enero	1.302	861	
Febrero	1.872	672	
Marzo	1.635	1.866	
Abril	1.053	1.566	
Mayo	1.293	873	
Junio	1.479	1.620	
Julio	1.488	723	
Agosto	1.797	507	
Total 8 Meses	11.919	8.688	
Septiembre	1.299		2.163
Octubre	1.347		1.505
Noviembre	1.311		1.604
Diciembre	2.298		2.265

ANEXO 2
HAMPTON MACHINE TOOL COMPANY

Estado de Situación Patrimonial

En miles de dólares

	30/11/1978	31/12/1978	31/03/1979	30/06/1979	30/07/1979	31/08/1979
Caja	2.520	491	505	1.152	1.678	1.559
Cuentas a cobrar	1.245	1.863	1.971	1.893	1.269	684
Stocks	2.601	2.478	3.474	3.276	3.624	4.764
Total Activo circulante	6.366	4.832	5.950	6.321	6.571	7.007
Inmovilizado Bruto	4.010	4.010	4.010	4.010	4.010	4.010
Amortizaciones	2.998	3.010	3.040	3.070	3.080	3.090
Total Activo fijo	1.012	1.000	970	940	930	920
Gastos pagados por anticipado	62	40	30	24	24	42
Total Activo	7.440	5.872	6.950	7.285	7.525	7.969
Crédito Bancario	0	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Proveedores	348	371	681	399	621	948
Gastos a Pagar	561	777	849	678	585	552
Impuestos a Pagar*	150	74	373	354	407	479
Anticipo de clientes	840	1.040	1.040	1.566	1.566	1.566
Pasivo circulante total	1.899	3.262	3.943	3.997	4.179	4.545
Capital	1.178	428	428	428	428	428
Reservas	4.363	2.182	2.579	2.860	2.918	2.996
Recursos Propios	5.541	2.610	3.007	3.288	3.346	3.424
Total Pasivo mas Patrimonio Neto	7.440	5.872	6.950	7.285	7.525	7.969

(*) Los pagos de impuestos de 1979 incluyen 75.000 dólares pagaderos el 15/3/79, correspondientes a 1978 y 4 pagos iguales de 181.000 dólares al 15 de abril, junio, septiembre y diciembre por los impuestos estimados para 1979. Toda subestimación de impuestos de 1979 se pagará el 15/3/80

ANEXO 3
HAMPTON MACHINE TOOL COMPANY

Estado de Resultados

En miles de dólares

	31/12/1978	dic-78	ene-79	feb-79	mar-79	abr-79	may-79	jun-79	jul-79	ago-79	31/08/1979
Ventas	7.854	1.551	861	672	1.866	1.566	873	1.620	723	507	8.688
Costo mercaderías vendidas ^a	5.052	1.122	474	369	1.362	1.137	567	1.197	510	276	5.892
Beneficio Bruto	2.802	429	387	303	504	429	306	423	213	231	2.796
Gasto generales de venta	1.296	248	103	61	205	172	96	130	87	66	920
Intereses	0	0	15	15	15	15	15	15	15	15	120
Beneficio antes de impuestos	1.506	181	269	227	284	242	195	278	111	150	1.756
Impuestos	723	87	129	109	136	116	94	133	53	72	842
Beneficio neto	783	94	140	118	148	126	101	145	58	78	914
	50	25						100			100

(a) Incluye amortizaciones por 150.000 dólares en 1978, 12.000 en diciembre de 1978 y 10.000 mensuales en 1979

ANEXO 4
HAMPTON MACHINE TOOL COMPANY
East St Louis, Illinois

12 de septiembre de 1979

Estimado Eckwood:

Les adjunto los estados financieros de la compañía al 31 de agosto. A pesar de que estos estados muestran un saldo de caja de 1.559.000 dólares, notará usted que tenemos una obligación con un cliente por adelantos en efectivo, de 1.566.000 y esperamos enviar este pedido en los próximos tres meses. Con respecto a nuestra deuda de 1 millón de dólares a pagar el 30 de septiembre, solicitamos su renovación hasta fines de 1979. También desearíamos obtener un préstamo adicional de 350.000 dólares que estuviera disponible a fines de octubre para ser pagado a fines de año, con una tasa de interés del 1,5% mensual sobre el principal. Este préstamo adicional se requiere para la compra de equipo necesario. A fin de año, como usted mismo podrá ver, esperamos tener suficiente efectivo para abonar completamente nuestras obligaciones.

Durante las últimas semanas hemos estado produciendo a plena capacidad y esperamos continuar a este ritmo hasta después de fin de año. Al 31 de agosto nuestra cartera de pedidos alcanzaba un valor de 6,5 millones de dólares; aproximadamente el 90% de nuestra capacidad anual. Debo enfatizar que éstas son órdenes en firme de respetables clientes.

A pesar de los retrasos en los pedidos, nuestra programación de envíos ha sido alterada particularmente durante los últimos meses, debido al retraso de nuestros proveedores en el envío de mecanismos de control electrónico. Estos componentes fueron recibidos finalmente la semana pasada y nos permitirán terminar varias máquinas en las próximas semanas. Después de esta inminente reducción de los trabajos en proceso -de alrededor de 1.320.000-, las existencias remanentes de trabajos en proceso probablemente permanecerán estables en el futuro previsible, a causa de la elevada capacidad de producción utilizada

Hemos comprado materias primas por encima de nuestras necesidades inmediatas en julio y agosto, para poder completar con seguridad nuestros pedidos programados para ser enviados a fin de año. Hemos acumulado alrededor de 420.000 dólares de componentes poco habituales por encima de nuestras existencias normales de materias primas. Estos 420.000 dólares extras habrán sido utilizados a fin de año, con lo que nuestros stocks de materias primas volverán a niveles normales para producir a plena capacidad. Ya que hemos comprado por adelantado esperamos reducir las compras de materias primas a alrededor de 600.000 dólares mensuales en los 4 meses restantes de 1979.

Nuestras existencias de bienes terminados son por supuesto, despreciables en todo momento ya que enviamos las máquinas un día después de terminadas.

Nuestras estimaciones de envíos revisadas son las siguientes:

	A precio de venta
Septiembre	2.163.000
Octubre	1.505.000
Noviembre	1.604.000
Diciembre	<u>2.265.000</u>
	7.537.000

Estas estimaciones de envíos incluyen el pedido de 2.100.000 dólares de la general Aircraft Corporation. Tenemos ahora programado el envío de este pedido como sigue: septiembre 840.000 dólares, octubre 840.000 dólares, noviembre 420.000 dólares. Como se han obtenido 1.566.000 de adelanto por este pedido, General Aircraft, no nos pagará nada por estos envíos hasta que estos 1.566.000 dólares se compensen. Notará usted la disminución en nuestros gastos a pagar. Como le mencioné el mes pasado cuando nos visitó, hemos estado pagando comisiones adeudadas a nuestros tres vendedores principales (que también son

importantes accionistas de la compañía). El año pasado, cuando necesitamos fondos para recomprar parte de nuestras acciones, estos hombres estuvieron de acuerdo en retrasar el cobro de sus comisiones hasta que mejorase la liquidez de la empresa. En agosto abonamos la última de estas comisiones adeudadas. Esta ha sido la principal causa de la disminución en los gastos a pagar que, como los gastos pagados por anticipado normalmente no varían mucho de mes a mes. Suponiendo que los gastos a pagar permanecerán alrededor del mismo nivel del 31 de agosto, nuestra estimación mensual de todo tipo de gastos que no sean intereses y compras de materias primas es de alrededor de 400.000 dólares por mes.

Debido a las débiles condiciones económicas y a nuestro deseo de mantener dinero en efectivo, hemos invertido muy poco en nuevo equipo en los últimos años, y esto ha contribuido de alguna manera a las dificultades que hemos tenido para mantener la producción a plena capacidad durante este año. Pensamos que no debemos continuar posponiendo el reemplazo de cierto material esencial si queremos evitar un posible desperfecto en un momento inconveniente. Por lo tanto pensamos que es necesario comprar equipo adicional en octubre, que costará 350.000 dólares, para mantener la eficiencia de la producción. El préstamo adicional que hemos solicitado, será utilizado a fines de octubre para pagar este equipo. Este equipo tiene una vida estimada de 8 años, un valor residual estimado de cero y el valor de compra de 350.000 dólares será amortizado sobre una base lineal.

Nuestros asesores fiscales nos han informado que este equipo podrá obtener una desgravación del 10%, de la inversión. Sin embargo, los ahorros impositivos de 35.000 dólares no afectarán nuestro programa de pago de impuestos de este año. Tenemos previsto pagar 181.000 dólares de impuestos el 15 de septiembre y hacer otro pago del mismo importe el 15 de diciembre. Tal como lo interpreto, este crédito impositivo de 35.000 dólares reducirá tanto nuestros pasivos impositivos como los impuestos a pagar sobre el balance y sobre el incremento en beneficios. Sin embargo, el impacto de estos ahorros sobre el flujo de caja no se notará hasta marzo de 1980, cuando efectuemos los ajustes y compensaciones finales de los impuestos de 1979.

A pesar de embotellamientos temporales que redujeron nuestros envíos, nuestros beneficios del año, hasta la fecha, han sido bastante satisfactorios. Con las necesidades de materias primas y componentes aseguradas y la eficiencia que proveerá el nuevo equipo que planeamos comprar, confiamos en poder alcanzar nuestros pronósticos de envíos para el resto del año. Más aún, las máquinas que esperamos enviar en los próximos cuatro meses figuran en nuestros libros en términos de beneficios. Aunque nuestro beneficio como usted sabe varía según el pedido, las estimaciones de nuestros ingenieros indican que obtendremos un beneficio antes de intereses e impuestos alrededor del 23% de las ventas. Aún después de tener en cuenta nuestra tasa impositiva del 48% y el interés que debemos pagar sobre nuestra deuda, 1979 parece un año muy bueno. A causa de estos buenos resultados y en vista de nuestra conservadora política de dividendos durante los últimos años de incertidumbre económica, planeamos pagar dividendos a nuestros accionistas. Nuestros pagos por dividendos en 1979 han seguido siendo modestos y queremos que aquéllos accionistas que se mantuvieron a nuestro lado el pasado diciembre no tengan razones para lamentar esta decisión. Bajo estas circunstancias, pensamos que un dividendo de 150.000 dólares a pagar en diciembre es lo menos que podemos distribuir a la vista de nuestros altos beneficios y del paciente apoyo de nuestros accionistas.

Si hay algo más que usted desee saber, por favor no dude en escribirme o telefonarme

Atentamente,

B. G. Cowins
Benjamín G. Cowins
Presidente

Play Time Toy Company

Instrucciones para la preparación del caso

Objetivo de la sesión

Analizar el movimiento de las cuentas corrientes del Balance en una empresa de venta estacional ante la posibilidad de un cambio estratégico en la producción.

Metodología a utilizar

1. Realizar un cuadro de resultados proyectado para el año 1991 teniendo en cuenta los ahorros y desarrollos generados por el cambio en la producción.
2. Realizar un presupuesto de tesorería de la empresa para el año 1991, teniendo en cuenta el cambio en la producción. Definir el monto de los fondos necesarios.
3. Hacer balances mensuales para el año] 991 y analizar el movimiento de cada cuenta del Activo y Pasivo corriente (para estos tres puntos utilizar la hoja de trabajo entregada en la carpeta).
4. Analizar qué áreas de la empresa se ven afectadas por esta decisión.
5. ¿Tomaría la decisión de hacer el cambio? ¿Por qué?
6. Si Ud. fuera el Banco, ¿le daría el crédito? ¿Cómo?



Play Time Toy Company[‡]

A principios de enero de 1991, Jonathan King, presidente y accionista de Play Time Toy Company, consideraba una propuesta para adoptar un sistema de producción mensual uniforme en el año que comenzaba. En el pasado, los programas de producción de la empresa siempre habían sido altamente estacionales, reflejando la estacionalidad de las ventas. King era consciente de que una producción uniforme podía resultar en una clara mejora de la eficiencia de producción, pero no estaba seguro del impacto que podría tener sobre otras facetas del negocio.

Play Time Toy Company era un fabricante de juguetes de plástico para niños. Su grupo de productos incluía juguetes militares, coches, camiones, equipos de construcción, armas, cohetes, naves y satélites espaciales, instrumentos musicales, animales, robots y figuras de acción. En la mayoría de estas categorías de productos, la empresa producía una amplia gama de diseños, colores y tamaños. A veces, las ventas en dólares de un determinado producto habían variado en un 30-35% de un año a otro.

La fabricación de juguetes de plástico era un negocio altamente competitivo. El sector estaba poblado de un gran número de empresas, muchas de las cuales andaban escasas de capital y de talento directivo. Puesto que las necesidades de capital no eran grandes y la tecnología era relativamente simple, los nuevos competidores tenían fácil entrada en el sector. Por otra parte la competencia en diseño y precio era muy dura, resultando en vidas de producto cortas y en una tasa relativamente alta de quiebras de empresas. A veces, una empresa podía destacar de la competencia diseñando un nuevo juguete popular, con frecuencia un juguete de moda efímera. Tales productos generalmente gozaban de muy altos márgenes, hasta que los competidores se las ingeniaban para ofrecer un producto semejante. Por ejemplo, la introducción por Play Time de figuras de acción de músicos de "rock" en 1988 había contribuido de manera importante a los beneficios de ese año. Sin embargo en 1989 once competidores comercializaron un producto similar y el precio de fábrica de la oferta de Play Time se desplomó. En los últimos años, las presiones competitivas sobre las empresas más pequeñas se habían intensificado también con la aparición de unos cuantos grandes fabricantes extranjeros de juguetes con mano de obra barata.

La empresa

Play Time Toy Company había sido fundada en 1973 por Henry Richards, al licenciarse de su servicio en la Marina. Con anterioridad a su servicio militar, Richards había sido director de producción de un gran fabricante de juguetes de plástico. De acuerdo con su antiguo adjunto Jonathan King, fundaron Play Time Toy Company con sus ahorros en 1973 Inicialmente una sociedad

[‡] Traducido íntegramente con el permiso de la Harvard Business School por IESE, Barcelona, España. El traductor es el único responsable de la exactitud de la traducción.

Copyright de esta traducción © 1993 by the President and Fellows of Harvard College.

El caso original, titulado *Play Time Toy Company*. Copyright © 1991 by the President and Fellows of Harvard College, fue preparado por Thomas R. Piper, de la Harvard Business School, como base para discusión en clase y no como ilustración de la gestión, adecuada o inadecuada, de una situación determinada.

comanditaria, la empresa pasó a sociedad anónima en 1974: Richards había tomado una participación del 75% del capital social y King el resto. King actuaba como director de producción y Richards, como presidente, era responsable de la dirección general de los asuntos de la empresa. Tras una serie de enfermedades, la salud de Richards se deterioró y se vio obligado a retirarse de la participación activa en el negocio en 1987. King asumió entonces la presidencia. En 1989 contrató a Thomas Lindop, un graduado reciente de una destacada escuela técnica del este de Estados Unidos como director de producción. Lindop había, trabajado unos cuantos veranos en la fábrica de plásticos de una gran empresa química diversificada y, por ello, tenía una familiaridad básica con los procesos de producción de plásticos.

Crecimiento de la empresa

Play Time Toy Company había experimentado un crecimiento relativamente rápido desde su fundación, y desde 1976 había tenido beneficios todos los años. Las ventas habían ascendido a 7,4 millones de dólares en 1990 y, sobre la base del potencial de unos cuantos nuevos productos prometedores, se proyectaban unas ventas de 9 millones de dólares para 1991. Los beneficios netos habían sido de 244.000 dólares en 1990 y se estimaban en 293.000 dólares para 1991, bajo producción estaciona. Las Tablas A y B presentan los últimos estados financieros de la empresa. El costo de las mercancías vendidas había sido de un 70% en media en el pasado, y se esperaba que esa proporción se mantuviese en 1991 bajo producción estaciona. De acuerdo con la experiencia de la empresa, los gastos de explotación probablemente se incurrirían de manera uniforme durante cada mes de 1991, tanto bajo producción estacional como uniforme.

Tabla A: Cuentas de Resultados Resumidas 1988-1990

En miles de dólares

	1988	1989	1990
Ventas Netas	5.198	5.950	7.433
Costo mercancías vendidas	3.586	4.284	5.203
Beneficio bruto	1.612	1.666	2.230
Gastos explotación	1.270	1.549	1.860
Beneficio antes de impuestos	342	117	370
Impuestos	116	46	126
Beneficio neto	226	71	244

Tabla B: Balance al 31 de diciembre de 1990

En miles de dólares

Caja	175
Clientes	2.628
Existencias	530
Activo Circulante	3.333
Activo fijo neto	1.070
Total del activo	4.403
Proveedores	255
Crédito bancario	680
Impuestos a pagar	80
Porción a corto de deuda a LP	50
Exigible a corto plazo	1.065
Deuda a largo plazo	400
Recursos propios	2.938
Total del pasivo mas PN	4.403

La expansión de las operaciones había resultado en una tensa situación del fondo de maniobra para Play Time Toy Company. El saldo de caja de final de año, de 175.000 dólares, se consideraba el mínimo necesario para las operaciones de negocio. La empresa periódicamente tomaba créditos de su banco, el Bay Trust Company, a través de una línea de crédito sin garantías. A finales de 1990 había pendiente un crédito de 680.000 dólares. A King le habían asegurado que el banco estaría dispuesto a ampliar la línea de crédito hasta 1,9 millones de dólares, entendiendo que el crédito debería estar completamente amortizado por al menos un período de 30 días durante el año, y garantizado por las cuentas a cobrar y los stocks de Play Time. Se cargarían intereses a una tasa del 11 %; cualquier exceso sobre los 1,9 millones de dólares estaría sujeto a posteriores negociaciones.

Las ventas de la empresa eran altamente estacionales. Más del 80% del volumen anual en dólares se vendía generalmente entre agosto y noviembre. La Tabla C muestra las ventas mensuales en 1990 y la previsión para 1991. Las ventas se hacían principalmente a grandes cadenas de almacenes y a distribuidores de juguetes. Aunque la empresa establecía condiciones de pago neto factura a los 30 días, la mayoría de los clientes se tomaban 60 días para pagar; sin embargo, la experiencia de cobros había sido excelente.

Los procesos de producción de la empresa no eran complicados: El polvo para moldeado de plásticos, la principal materia prima, se procesaba en presas de moldeo por inyección y se le daba la forma deseada. A continuación, se pintaban las piezas de plástico moldeadas en máquinas de pintar tipo carrusel. Las etapas finales del proceso eran el montaje de los juguetes y su empaquetado con cartones o con bolsas de plástico. Generalmente, todas las series de producción comenzadas eran completadas en el mismo día, por lo que no había virtualmente productos en curso al final del día. Las compras, bajo condiciones de 30 días neto factura, se hacían semanalmente en las cantidades necesarias para la producción estimada de la semana siguiente. El total de compras previsto para 1991 era de 2.700.000 dólares. Era política de la empresa pagar las deudas comerciales a su vencimiento.

Tabla C: Balance al 31 de diciembre de 1990

En miles de dólares

	Ventas 1990	Ventas Previstas 1991
Enero	70	108
Febrero	88	126
Marzo	98	145
Abril	90	125
Mayo	88	125
Junio	95	125
Julio	98	145
Agosto	1.173	1.458
Septiembre	1.390	1.655
Octubre	1.620	1.925
Noviembre	1.778	2.057
Diciembre	850	1.006

Lindop, el director de producción creía que la empresa podría mantener sus inversiones en activo fijo durante el próximo año a un nivel igual al de la amortización, aunque había advertido que el volumen proyectado para 1991 se acercaría a la plena capacidad de las máquinas de Play Time.

La práctica habitual de Play Time Toy Company era producir en respuesta a los pedidos de los clientes. Esto significaba que sólo se necesitaba una pequeña fracción de capacidad para satisfacer la demanda de los siete primeros meses del año. Generalmente no se utilizaba más de un 25-30% de capacidad en ningún momento de este período. Los primeros pedidos grandes para la campaña de Navidad llegaban hacia mediados de agosto. Desde agosto hasta diciembre la fuerza laboral aumentaba bastante y hacía horas extraordinarias funcionando toda la maquinaria 16 horas al día. En 1990, las primas por horas extraordinarias habían ascendido a 165.000 dólares. Los envíos se hacían siempre que era posible dentro del mismo día en que se fabricaba un pedido. De aquí que los

volúmenes de producción y de ventas tendiesen a ser iguales cada mes.

Como solía hacerse en el pasado se habían preparado balances y cuentas de resultados previsionales para 1991, basados en la hipótesis de producción estacional y sometido al juicio de King para su aprobación. Estos estados contables aparecen en los Anexos I y 2.

La propuesta de cambio a producción uniforme

Tras haber pasado la experiencia de una temporada de venta en Play Time, Lindop estaba profundamente impresionado por los muchos problemas que se derivaban del método de programar la producción en la empresa. Las primas por horas extraordinarias reducían los beneficios la expansión y contracción estacional de la fuerza laboral provocaba dificultades de contratación y altos costos de formación y de control de calidad. La maquinaria permanecía parada durante siete meses y medio y luego se la sometía a un uso intenso. Los programas de producción acelerada durante la temporada alta tenían como resultado frecuentes cambios de montaje en las máquinas. Como resultado, se producía una aparentemente inevitable confusión en la programación de las series de producción. Las series cortas y los frecuentes cambios en las máquinas causaban ineficiencias en el montaje y el empaquetado ya que los trabajadores tenían dificultad en reaprender el modo de operar.

Por estas razones Lindop había urgido a King a adoptar una política de producción mensual uniforme en 1991. Hizo notar que las estimaciones del volumen de ventas generalmente habían resultado fiables en el pasado. Las condiciones de compra no se verían afectadas por la reprogramación de las compras. La eliminación de las primas por horas extraordinarias daría como resultado unos ahorros sustanciales, estimados en 200.000 dólares para 1991. Además, Lindop creía firmemente que se obtendrían ahorros adicionales significativos en mano de obra, aproximadamente unos 235.000 dólares, como consecuencia de una producción más ordenada. Sin embargo una parte de los ahorros sería compensada por unos mayores costos de almacenamiento y manipulación que se estimaban en unos 100.000 dólares anuales. King se preguntaba acerca del efecto que la producción uniforme podría tener sobre las necesidades de fondos de la empresa en 1991. Suponía que, exceptuando los beneficios y las fluctuaciones de stocks de mercaderías, clientes y proveedores, las entradas y salidas de fondos estarían aproximadamente equilibradas. Para simplificar el problema, King decidió suponer que los porcentajes de margen bruto no variarían de modo significativo mensualmente bajo cualquiera de los métodos de producción; es decir, el costo de las mercancías vendidas sería un 70% de las ventas en cada uno de los 12 meses bajo producción estacional y sería un 65,16% de las ventas en cada uno de los 12 meses bajo producción uniforme. Los costos adicionales de almacenamiento y manipulación de 100.000 dólares se incluirían en los gastos operativos.

ANEXO 1
PLAY TIME TOY COMPANY

Estado de Situación Patrimonial

En miles de dólares

	31-dic-90	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Caja ^a	175	786	1.366	1.111	175	175	175	175	175	175	175	175	175
Clientes ^b	2.628	958	234	271	270	250	250	270	1.603	3.113	3.580	3.982	3.063
Stocks ^c	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530	530
Total Activo circulante	3.333	2.274	2.130	1.912	975	955	955	975	2.308	3.818	4.285	4.687	3.768
Activo Fijo Neto ^d	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070
Total Activo	4.403	3.344	3.200	2.982	2.045	2.025	2.025	2.045	3.378	4.888	5.355	5.757	4.838
Proveedores ^e	255	32	38	44	38	38	38	44	437	497	578	617	302
Crédito Bancario ^f	680	0	0	0	-750	-620	-412	-253	438	1.611	1.608	1.541	880
Impuestos a Pagar ^g	80	27	-24	-153	-235	-286	-369	-419	-334	-260	-128	18	25
Porción a corto	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Pasivo circulante total	1.065	109	64	-60	-897	-818	-693	-578	591	1.897	2.107	2.226	1.257
Deuda a Largo plazo ^h	400	400	400	400	400	400	375	375	375	375	375	375	350
Recursos Propios	2.938	2.835	2.736	2.641	2.542	2.443	2.343	2.248	2.412	2.616	2.873	3.156	3.231
Total Pasivo mas PN	4.403	3.344	3.200	2.982	2.045	2.025	2.025	2.045	3.378	4.888	5.355	5.757	4.838

(a) Saldo mínimo de 175.000 dólares; se incluyó el exceso de caja de los meses en que la empresa no tenía deuda

(b) Plazo de cobro de 60 días

(c) Los stocks se mentendrían durante todo 1991 al nivel del 31 de diciembre de 1990

(d) Adquisiciones de equipos iguales a amortización

(e) Igual al 30% de las ventas del mes correspondiente, debido a la relación de los 2,7 millones de dólares de compras de materias primas en 1991 con las ventas de 9 millones. Esto representaba un período de pago de 30 días. Puesto que el stock era uniforme, las compras seguirían el patrón estacional de las ventas y de la producción

0,3

(g) Los impuestos a pagar sobre el beneficio de 1990 debían abonarse el 15 de marzo de 1991. El 15 de abril, 15 de junio, 15 de septiembre y 15 de diciembre de 1991 debían abonarse un 25% en cada caso de los impuestos estimados para 1991. La empresa podía utilizar su deuda fiscal del año anterior (126.000 dólares) como estimación de su deuda fiscal para 1991 efectuando en 1992 el pago de ajuste a los impuestos reales. Alternativamente, la empresa podía estimar su deuda fiscal para 1991 directamente. Play Time había decidido utilizar su deuda fiscal del año anterior como estimación y pagar 31.000 dólares en abril y septiembre y 32.000 dólares en junio y diciembre.

(h) A amortizar a razón de 25.000 dólares cada junio y diciembre

ANEXO 2
PLAY TIME TOY COMPANY

Estado de Resultados previsual bajo la producción estacional, 1991

En miles de dólares

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Total
Ventas	108	126	145	125	125	125	145	1.458	1.655	1.925	2.057	1.006	9.000
Costo mercaderías vendidas ^a	76	88	101	87	87	88	102	1.021	1.158	1.348	1.440	704	6.300
Beneficio Bruto	32	38	44	38	38	37	43	437	497	577	617	302	2.700
Gastos operativos ^b	188	188	188	188	188	188	188	188	188	188	188	188	2.256
Beneficio antes de impuestos	-156	-150	-144	-150	-150	-151	-145	249	309	389	429	114	444
Impuestos ^c	-53	-51	-49	-51	-51	-51	-49	85	105	132	146	39	151
Beneficio neto	-103	-99	-95	-99	-99	-100	-96	164	204	257	283	75	293

(a) Asumiendo un costo de las mercaderías vendidas del 70% de ventas

(b) Distribuidos uniformemente a lo largo del año

(c) Alícuota impositiva del 34% 0,34