



MAESTRÍA EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS

**FINANCIAMIENTO DE PyMEs EN EL
MERCADO DE CAPITALES**

*VIABILIDAD DE LA OBTENCIÓN DE FONDOS PARA
EMPRESAS PyMEs DEL SECTOR DEL RETAIL*

MAESTRANDO: Lic. Carlos Fernando Berardo

DIRECTOR DE TESIS: CPN Rogelio Villanueva

RESUMEN	4
I. INTRODUCCION	5
II. MARCO TEORICO CONCEPTUAL	
II.I. DEFINICION DE PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA SEGÚN LEGISLACION ARGENTINA	
II.I.I. Marco Legal.....	7
II.I.II. Realidad actual de las PyMEs.....	10
II.I.III. Encuadramiento de la firma según disposiciones legales	11
II.II. UTILIZACION DE LA INFORMACION CONTABLE	
II.II.I. Información contable. Exposición de los Estados Contables	12
II.II.II. Reordenación de la información del Estado de Situación Patrimonial	13
II.II.III. Reordenación de la información del Estado de Situación Patrimonial	15
II.II.IV. Obtención de Ratios	16
II.II.IV.I. Ratios de Liquidez.....	16
II.II.IV.II. Ratios de Endeudamiento	17
II.II.IV.III. Ratios de Rentabilidad.....	18
II.III. TEORIA DE LAS SERIES DE TIEMPO	
II.III.I. Definición.....	20
II.III.II. Componentes de las series de tiempo	21
II.IV. MODELO DEL ENFOQUE DEL PORCENTAJE DE VENTAS	
II.IV.I. Modelo de Regresión Lineal	24
II.IV.II. Modelo del Enfoque de porcentaje de ventas.....	26
II.V. DEFINICION DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES	
II.V.I. Definición.....	29
II.V.II. Marco Regulatorio	29
II.V.III. Establecimiento del precio de colocación de la ON	31
II.V.IV. Ventajas de Emitir ON	31
II.V.V. ON PyMEs.....	32
III. ANALISIS EMPIRICO Y CONCLUSIONES	
III.I. CONSOLIDACION Y ANALISIS DE LA INFORMACION HISTORICA	
III.I.I. Consolidación de la Información Contable	34
III.I.II. Análisis de la Información Histórica	35
III.I.II.I Ratios de Liquidez.....	35
III.I.II.II Ratios de Solvencia	36
III.I.II.III Ratios de Rentabilidad.....	37
III.II. PROYECCION DE VENTAS FUTURAS ESPERADAS	38
III.III. DETERMINACION DE LA NECESIDAD DE FINANCIAMIENTO EXTERNA	43
III.III.I. Análisis de Regresión	43
III.III.II. Modelo del Enfoque del Porcentaje de Ventas	48

III.IV. DISEÑO DE LA ESTRATEGIA FINANCIERA NECESARIA PARA FINANCIAR EL CRECIMIENTO	50
III.V. PROYECCION DE LA SITUACION FUTURA MEDIANTE LA ELABORACION DE BALANCES PROFORMA	54
III.V.I. Estimaciones para los Balances 2013 y 2014 suponiendo la no emisión de ON.....	54
III.V.II. Estimaciones para los Balances 2013 y 2014 suponiendo la emisión de ON a fines del Balance 2013 con crecimiento de ventas.....	57
III.V.III. Estimaciones para los Balances 2013 y 2014 suponiendo la emisión de ON a fines del Balance 2013 con decrecimiento de ventas	60
III.V.IV. Estimaciones para los Balances 2013 y 2014 suponiendo la emisión de ON a fines del Balance 2013 con crecimiento nulo de ventas	62
III.VI. CONCLUSIONES FINALES.....	65
IV. BIBLIOGRAFIA.....	66
V. ANEXOS	67

En el presente trabajo se analizó la viabilidad que existe para que una empresa PyME acceda a financiarse en el Mercado de Capitales con el fin de reemplazar su actual estructura de financiamiento.-

El mismo contó con un Marco Teórico donde se expusieron los principales modelos utilizados, entre los cuales se pueden enumerar: La Teoría Clásica de las Series de Tiempo, utilizada para estimar la tendencia futura de las ventas; el Modelo de Regresión Lineal Simple, aplicado para conocer las relaciones existentes entre las diferentes cuentas del Balance General y el nivel de ventas y por último el Modelo del Enfoque del Porcentaje de Ventas con el cual se pudo confeccionar los Balances Pro Forma.-

Por otra parte además contó con una parte de Desarrollo en donde se aplicó a la situación específica de la firma los modelos teóricos antes desarrollados y por último se llegó a una conclusión que se desprendió del análisis de los índices financieros obtenidos de la información recopilada y de las proyecciones realizadas.-

Se llegó a la conclusión de que Rizzi Distribuciones lograría mejoras en sus indicadores de Liquidez y Rentabilidad si accediera al Mercado de Capitales para financiarse.-

El Mercado de Capitales se presenta, cada vez más, como una importante opción para que las pequeñas y medianas empresas puedan obtener financiamiento. Diversas herramientas pueden utilizarse. Para corto plazo el descuento de cheques de pago diferido es una opción interesante. Para financiamiento a largo plazo, utilizando instrumentos de renta fija, las obligaciones negociables son una de las mejores alternativas.-

En el presente trabajo se analizará la conveniencia o no de emitir una Obligación Negociable en el Mercado de Valores de Buenos Aires por parte de la Empresa Rizzi Distribuciones SA, la cual nunca utilizó el Mercado de Capitales para financiarse.-

La empresa que se analiza nace en el año 1931 con el nombre de Casa Rizzi comercializando discos e instrumentos musicales. Año a año se fueron anexando artículos de época, como ser cocinas a kerosene, vitrolas, heladeras, televisores, etc. En 1969 se mudan al local de calle San Martín en la actual peatonal San Martín. En 1980 inauguran la sucursal de la ciudad de Paraná y en el año 1992 se produce la división de la firma en dos empresas: Rizzi Hogar (Casa Rizzi actual) y Rizzi Distribuciones S. A.-

Actualmente Rizzi Distribuciones posee 3 sucursales, dos en Paraná y una en Santa Fe y una dotación de 30 empleados.-

Las empresas como Rizzi Distribuciones S. A. son empresas pequeñas que compiten en el mercado de ventas de electrodomésticos (retail) con otras de mayor tamaño con desventajas en dos frentes:

1) el de la compra a proveedores, dado que las grandes empresas obtienen mejores condiciones ya que compran en mayor escala;

2) el del financiamiento de las necesidades de capital, dado que las pymes tienen acceso a escasas y onerosas fuentes de financiamiento. Ambos problemas se combinan para generar una debilidad que atenta contra su capacidad competitiva.-

En los últimos tiempos, el mercado de capitales viene poniendo a disposición de las pymes una serie de instrumentos de financiación. Atento a esta circunstancia, *se plantea el siguiente problema de investigación: ¿será posible que una empresa Pyme como Rizzi Distribuciones S. A. pueda utilizar estos instrumentos para atacar la desventaja que enfrenta en el frente financiero y así mejorar su posición competitiva en el mercado?*

El *objetivo general* de la investigación es: *mostrar que es viable la utilización del Mercado de Capitales como herramienta para la captación de fondos que deriven en una mayor competitividad de la Empresa.-*

A partir de dicho objetivo general es posible especificar los siguientes *objetivos específicos que facilitarán su consecución*.

- Encuadrar a la firma Rizzi Distribuciones en pequeña, mediana o gran empresa según la regulación vigente, es decir, la Ley N° 24.467/1995 y la Ley N° 25.300. Resolución N° 24/2001 de la ex Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa, modificada por la disposición N° 147/2006 de la actual Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SSEPYMEYDR) y Resolución N° 506/2007 de la Comisión Nacional de Valores (CNV), modificada por la Resolución N° 582/2010.-
- Analizar la información histórica de la empresa para definir las condiciones actuales de la misma;
- Estimar el posible crecimiento de las ventas y, a partir de este dato, estimar las necesidades de financiamiento para el próximo año;
- Diseñar una Obligación Negociable, especificando las condiciones de financiación a las que podría tener acceso una Pyme como Rizzi Distribuciones S. A. si decide incursionar en el Mercado de Valores de Buenos Aires;
- Estimar el posible costo de financiamiento que generaría la emisión de la obligación negociable;
- Construir balances pro forma que permitan comparar la proyectada situación futura con las condiciones actuales de la empresa.

La enumeración de los objetivos específicos es la que se usara como guía para el correcto desarrollo de la Tesis.-

II.I.I. Marco Legal

En tiempos anteriores, esta clasificación estaba regulada por la Resolución N° 401/89 del Ministerio de Economía de la Nación, en la cual se utilizaba a estos efectos una fórmula polinómica que tenía en cuenta determinados parámetros, como ser: personal ocupado, ventas totales anuales a valores constantes, netas de los impuestos nacionales pertinentes, activos producidos revaluados y netos de amortizaciones, mientras que para algunos sectores consideraba también el Patrimonio Neto ajustado por inflación. Los sectores que tenía en cuenta esta resolución para los que se establecían topes para cada una de las variables antes mencionadas eran: industrial, comercial y de servicios, minero, transporte, agropecuario, fruti hortícola y hoteles de turismo.-

Actualmente, los criterios de determinación de la condición PyME se basan en los dos últimos cuerpos legislativos importantes para esta categoría de empresas, la Ley N° 24.467/1995 y la Ley N° 25.300.-

En el caso específico de la Ley N° 24.467, conocida como “Estatuto PyME”, o de regulación de las pequeñas y medianas empresas, en su artículo 2° encomienda “a la autoridad de aplicación definir las características de las empresas que serán consideradas PYMES, teniendo en cuenta las peculiaridades de cada región del país, y los diversos sectores de la economía en que se desempeñan”, ello sin perjuicio de lo dispuesto en el Título III del mismo cuerpo legal, respecto a las relaciones de trabajo, cuya autoridad de aplicación en ese caso es el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.-

Así, en el art. 83 de la Ley mencionada señala que: “A los efectos de este Capítulo, pequeña empresa es aquella que reúna las dos condiciones siguientes: a) Su plantel no supere los cuarenta (40) trabajadores. b) Tengan una facturación anual inferior a la cantidad que para cada actividad o sector fije la Comisión Especial de Seguimiento del artículo 104 de esta ley”. La determinación de la calidad de PyME para la Ley en materia laboral depende de dos elementos cuantitativos: **la cantidad de empleados** y los **niveles de facturación**.-

Por su parte, la Ley N° 25.300 determina en su artículo 1° que la autoridad de aplicación deberá definir las características de las empresas que serán consideradas micro, pequeñas y medianas a los efectos de la implementación de los distintos instrumentos del presente régimen. Al respecto precisa que lo hará: “contemplando las especificidades propias de los distintos sectores y regiones y con base a los siguientes atributos de las mismas o sus equivalentes: **personal ocupado, valor de las ventas y valor de los activos aplicados al proceso productivo...**”

Asimismo, el último apartado del artículo establece que *“No serán consideradas MiPyMEs a los efectos de la implementación de los distintos instrumentos del presente régimen legal, las empresas que, aún reuniendo los requisitos cuantitativos establecidos por la autoridad de aplicación, estén vinculadas o controladas por empresas o grupos económicos nacionales o extranjeros que no reúnan tales requisitos”*.-

De esta manera la ley determina los elementos cuantitativos que debe tener en cuenta la autoridad de aplicación: *personal ocupado, facturación y valor de los activos* y establece como elemento cualitativo que debe cumplirse *la independencia de la empresa*.

La primera regulación de la SEPyME sobre esta ley es la N° 24/2001, en donde se definen los Niveles de Ventas a las micro, pequeñas y medianas empresas de los sectores agropecuario, industria y minería, comercio y servicios.-

Cabe remarcar que la propia Resolución de la SEPyME define la reglamentación como *“de tipo general”* y no limitante de las facultades de otros organismos *“para complementarla con precisiones o condiciones cualitativas adicionales o para fijar límites inferiores...a efectos de la instrumentación de Programas Específicos...”* (art. 5° Res. N° 24/2001).

Por esa razón los considerandos de la reglamentación dictada por la SEPyME se encargan en precisar que *“la coexistencia de definiciones diversas provoca un tratamiento diferente en las empresas”* y por ello el art. 7° de la misma, invita a los distintos organismos de la Administración a adoptar la *“presente caracterización de Micro, Pequeña, Mediana Empresa, con el fin de propender a una definición homogénea y única de dicho estrato empresario”*.

Como consecuencia de las implicancias de la devaluación sobre el nivel general de precios, la SEPyME dictó una nueva Resolución el 25 de octubre del año 2002, ajustando los montos de facturación (Resolución SEPyME 675/2002), y por último, una disposición (Disposición SEPyME 146/2006), que rige en la actualidad. Estas nuevas medida dio lugar a las Comunicación “A” 3793 del 4 de noviembre del año 2002, y Comunicación “A” 4628 del 16 de febrero de 2007, a través de las cuales el BCRA adoptó los montos a los establecidos por la Secretaría PyME.

TAMAÑO SECTOR	AGROPECUARIO	INDUSTRIA Y MINERÍA	COMERCIO	SERVICIOS	CONSTRUCCIÓN
MICROEMPRESA	\$ 456.000	\$ 1.250.000	\$ 1.850.000	\$ 467.000	\$ 480.000
PEQ. EMPRESA	\$ 3.040.000	\$ 7.500.000	\$11.100.000	\$ 3.360.000	\$ 3.000.000
MED EMPRESA	\$ 18.240.000	\$ 60.000.000	\$ 88.800.000	\$ 22.400.00	\$ 24.000.000

Esta disposición rigió hasta el jueves 20 de agosto del 2010 cuando, mediante la publicación del Boletín Oficial de esa fecha, se dieron a conocer los nuevos valores máximos de las ventas totales que hacen que una empresa pueda ser considerada micro, pequeña o mediana:

TAMAÑO SECTOR	AGROPECUARIO	INDUSTRIA Y MINERÍA	COMERCIO	SERVICIOS	CONSTRUCCIÓN
MICROEMPRESA	\$ 610.000	\$ 1.800.000	\$ 2.400.000	\$ 590.000	\$ 760.000
PEQ. EMPRESA	\$ 4.100.000	\$ 10.300.000	\$ 14.000.000	\$ 4.300.000	\$ 4.800.000
MED EMPRESA	\$ 24.100.000	\$82.200.000	\$ 111.900.000	\$ 28.300.000	\$ 37.700.000

Como novedad, la resolución de la SEPyME agrega dos medidas adicionales: la primera es que en el cálculo del nivel de ventas de la empresa que para comparar con el límite oficial se permite deducir de las ventas totales de las exportaciones realizadas, hasta un máximo del 35% del total de ventas.

La segunda medida establece que una vez que la empresa demuestra su calidad de PyME ante un programa público, mantiene tal condición durante 24 meses, independientemente de la evolución efectiva de sus ventas. Estas dos medidas buscan incentivar las exportaciones de las PyMEs, y facilitar el acceso a los programas gubernamentales, permitiendo, también, que la empresa pueda exceder temporariamente la facturación límite, como sucede cuando realiza alguna exportación extraordinaria.

Por otro lado, la Resolución N° 582 de la CNV en su artículo 1º, modifica los montos establecidos en el artículo 36 de la Resolución N° 506, la cual mantiene como variable principal las ventas anuales promedio de los últimos tres años pero duplica los montos que operan como topes (\$28.000.000 para Pequeña y \$223.800.000 para Mediana).-

Ahora bien, la pregunta que debe hacerse es, en que oportunidad cada una de estas definiciones tiene valor. La definición brindada por la CNV se tendrá como válida en aquellas situaciones establecidas en ese artículo 36, es decir, para la emisión de Acciones y ON en el Mercado de Capitales siempre y cuando la Empresa no utilice

simultáneamente programas de subsidios u otras ventajas según lo reglado en el artículo 37 de la Resolución.-

Por el contrario, si la Empresa está considerando solicitar el aval de una SGR, la misma deberá atenerse a la clasificación realizada en la disposición N° 147/06 (actualizada por la Resolución N° 21/2010) de la SEPyME, dado que esta Secretaría es la Autoridad de Aplicación de las SGR.-

II.I.II. Realidad Actual de las PyMeS

No es el objetivo de este trabajo describir en profundidad el sector Pyme de Argentina. Si podemos afirmar que se debe considerar a las Pymes como Empresas en si, no como un estado inicial en la vida de las mismas. Sus debilidades y fortalezas están directamente relacionadas al tamaño y a su capacidad de adaptarse a contextos económicos cambiantes.-

Dentro de la variedad de preocupaciones que poseen los empresarios Pyme, entre los que destacamos: aumentos de costos salariales, retrasos en la cadena de pagos, temor a una caída de las ventas, etc. el que mayor importancia reviste para este trabajo es la dificultad por la que atraviesan las Pymes para poder financiarse.-

La relación entre los empresarios Pyme y el Sector Bancario nunca fue sencilla, a los Bancos les cuesta acercarse y entender a esta clase de clientes mientras que los Empresarios rehúsan utilizar instrumentos de créditos que no sean los tradicionales quizás por la falta de un Management financiero que hace que en muchas ocasiones no se optimicen los recursos y se acceda a un financiamiento más costoso.-

El Mercado de oferta pública de títulos valores en la República Argentina ha tenido poca aceptación como fuente de financiamiento por parte de las empresas. Rara vez los pequeños y medianos empresarios consideran el posible “apalancamiento” de sus negocios mediante la oferta pública de sus paquetes accionarios dado que ven en este proceso una forma de “desprenderse” de su patrimonio sin reparar que esta acción posibilitaría financiar su patrimonio y las operaciones del negocio.-

Según datos del Observatorio Pyme, al analizar los balances de estas empresas se encuentra lo siguiente:

- Créditos, Caja y Bancos: se financian mediante acuerdo de giros en descubierto, descuento de cheques de terceros o factoring.-
- Bienes de Cambio: financiado por proveedores y en menor medida por clientes.-
- Activo Fijo: financiado por Bancos.-
- Resto de los activos: financiado por dueños (socios, accionistas, etc) y en muchas oportunidades por el fisco (evasión o apropiación de impuestos percibidos).-

II.I.III. Encuadramiento de la firma según disposiciones legales

Como se desprende del punto 1 del capítulo actual, para definir correctamente a una empresa como PYME, no se puede tomar solo una de las disposiciones legales que regulan a estas empresas; sino que se debe considerar lo expuesto en las leyes emitidas por el Congreso Nacional, las disposiciones y resoluciones de la SEPyME y además las resoluciones emitidas al respecto por la CNV.-

La empresa estudiada, Rizzi Distribuciones SA, se adapta a lo establecido legalmente según Ley 25300 y Resolución 21/2010 de la SEPyME para ser considerada Pyme; el promedio de facturación de los últimos tres años ha sido de \$9.756.711 (pesos corrientes) , consta de una dotación de 30 empleados y cumple con lo solicitado sobre independencia económica.-

También puede ser encuadrada como PYME si tomamos como valido la definición que emana de la Resolución 582 de la CNV.-

Por otro lado, no escapa de lo descripto como realidad actual de este tipo de Empresas en la República Argentina. Hoy en día financia sus actividades principalmente con Créditos Bancarios a Corto Plazo, difiriendo pagos a Proveedores y al Fisco y con aportes de Capital de los socios.-

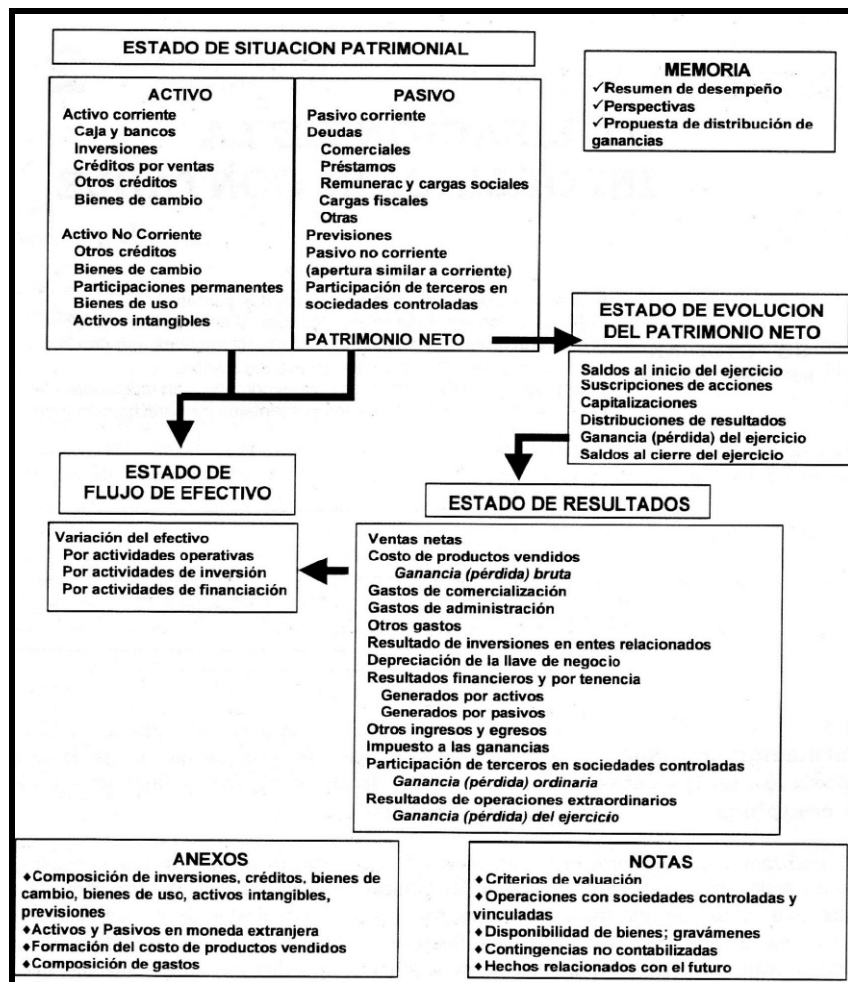
II.II.I. Información Contable. Exposición en los Estados Contables

La principal ventaja de la información contable en el análisis financiero es su carácter *integral*, ya que refleja de una manera estandarizada los efectos económicos y financieros de las actividades de la empresa.-

Los Estados Contables resumen los recursos de la Empresa, según están registrados en la contabilidad, y los medios de financiamiento de esos recursos. Expresan las cifras como un "saldo" a un momento determinado.-

Por otro lado, también resumen los flujos que se generan en cada período; por ejemplo, el Estado de Resultados es un resumen de cómo se han afectado los activos y pasivos de la Empresa a través de los Ingresos y Egresos.-

Según las normas vigentes en Argentina; una estructura básica de los Estados Contables es la siguiente



¹ Ricardo Fornero. *Análisis Financiero de la Información Contable*. Pág. 22

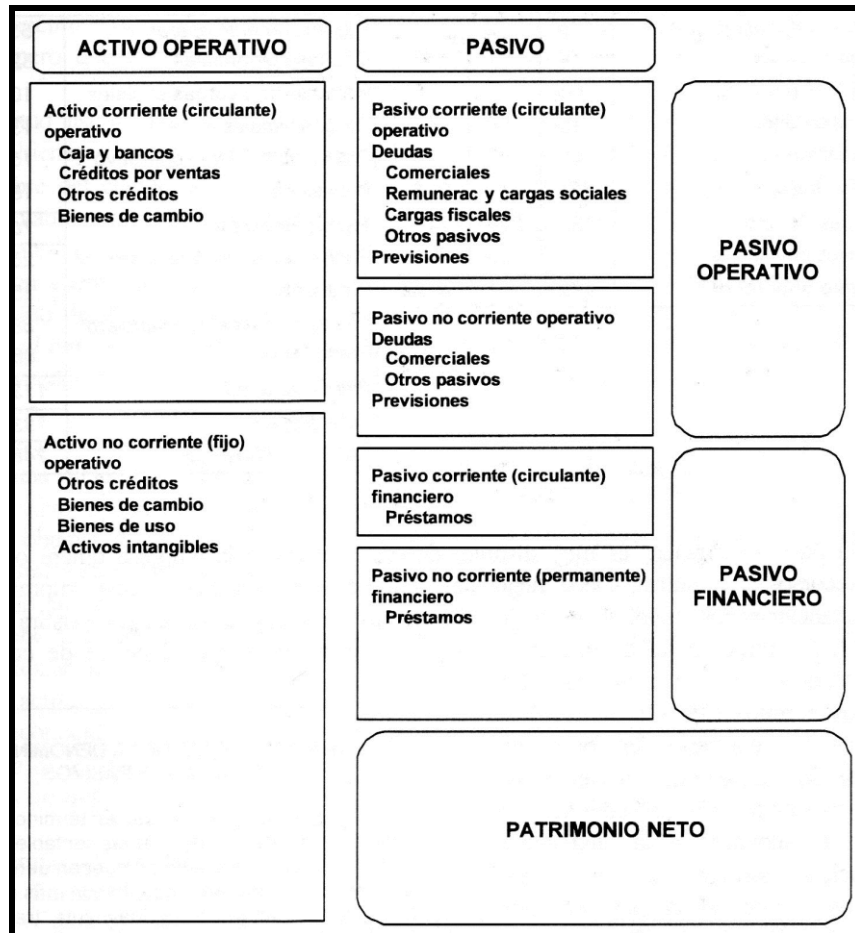
La clasificación de los Activos y Pasivos en *corrientes* o *no corrientes* dependen principalmente de la facilidad de transformarse en efectivo (activos) o en las condiciones de cancelación (pasivos).-

Los resultados, se clasifican separando las operaciones según su relación con las operaciones habituales de la Empresa; es por ello que existen las categorías de *ordinarios* o *extraordinarios*.-

La información de los principales componentes de la situación y los resultados se consigna en el Estado de Evolución del Patrimonio Neto (aportes de capital, distribuciones de resultados), el Estado de Flujo de Efectivo, los anexos y las notas.-

II.II.II. Reordenación de la información del Estado de Situación Patrimonial

La exposición de los Estados Contables descripta en el punto 1, de poco sirve para el análisis financiero. La reordenación del Estado de Situación Patrimonial implica agrupar los componentes operativos y de fuentes financieras de fondos, tal como se visualiza en el cuadro siguiente:



² Ricardo Fornero. *Análisis Financiero de la Información Contable*. Pág. 25

Los recursos operativos son los que se requieren para el desenvolvimiento de los negocios de la Empresa, la misma determina una serie de acciones (invierte en capacidad de producción, fija condiciones de venta, mantiene un cierto nivel de existencias, etc.) por las cuales obtiene un excedente (la “ganancia” operativa). Los *activos operativos* son la base de los negocios.-

Por otro lado, los *pasivos operativos* son los compromisos adquiridos directamente relacionados con los negocios (proveedores, cargas sociales, impuestos, etc). Existen por el hecho de desarrollar actividades operativas, la cuantía de los mismos estará influida por condiciones comerciales y regulatorias y fundamentalmente son intrínsecos al desenvolvimiento de los negocios. Mide la cantidad de recursos utilizados que aún no han sido pagados.-

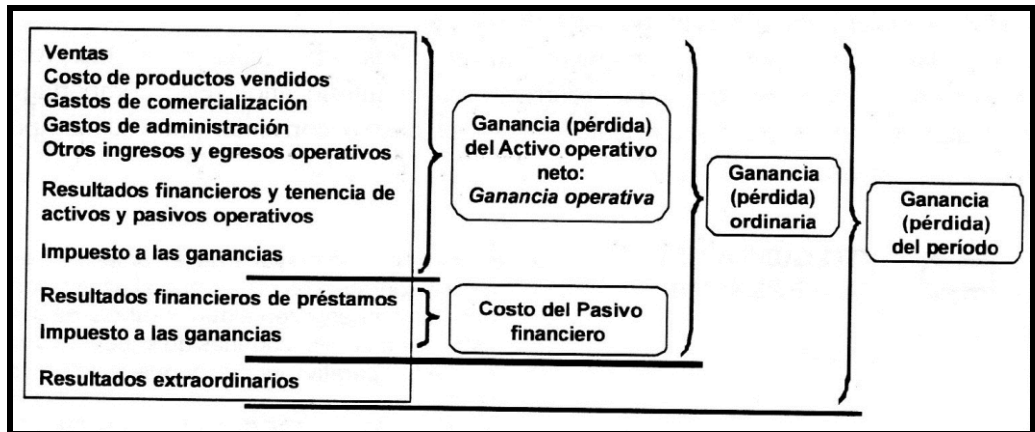
El *pasivo financiero* es distinto, depende de cómo la Empresa quiera o se pueda financiar; es decir, se puede tomar la decisión de financiarse solo con capital propio, solo con deudas o un mix entre ambas posibilidades. Por lo tanto, es una decisión mas estratégica que de negocios.-

En el Análisis Financiero lo que es necesario considerar es el *activo operativo neto*, es decir, que lo importante no es la magnitud del activo operativo sino la magnitud de esos recursos que la Empresa debe obtener en el Mercado Financiero (ya sea como deuda o como capital). Dicho de otra forma: de los recursos necesarios para el desenvolvimiento del negocio, ¿cuánto debe financiar la empresa en el mercado financiero y cuanto deberán financiar otras empresas o individuos?.-

II.II.III. Reordenación de la información del Estado de Resultados

Según las Normas Contables vigentes, en el Estado de Resultados quedan mezclados los flujos correspondientes al Activo Operativo y al Pasivo (operativo y financiero).-

El esquema siguiente grafica como debería reordenarse la información brindada por el Estado de Resultados. Los principales aspectos que requieren reordenarse son los ítems vinculados a los *resultados financieros* y *por tenencia e impuesto a las ganancias*.-



Debemos reorganizar los resultados con el fin de obtener la *ganancia operativa*. Este es el resultado que se le atribuye al Activo Operativo Neto (incluye las ventas, los costos de las actividades del negocio y los intereses registrados por el crédito a clientes) y por el Pasivo Operativo, considerando el efecto del impuesto sobre esta ganancia.-

El costo del Pasivo Financiero incluye tanto los intereses como los restantes cargos relacionados con la contratación del pasivo y los impuestos específicos que existan.-

Con respecto al Impuesto a las Ganancias, es claro que la magnitud del mismo se halla influenciada por cada uno de los componentes de ingresos y costos, en otras palabras, puede suceder que la Empresa logre reducir los costos operativos. Pero el efecto en el resultado no va a ser el ahorro total, sino que se verá reflejada solo una parte, dado que al reducirse los costos aumenta la ganancia y con ello el impuesto.-

Por otro lado, si contratamos una deuda a una determinada tasa, el costo financiero de esa deuda no será esa tasa sino que será menor dado que los intereses se deducen de la Ganancia con lo cual disminuye el impuesto a pagar.-

A raíz de lo expresado, se hace necesario poder distribuir la totalidad de la ganancia en componentes operativos y pasivo financiero.

³ Ricardo Fornero. *Análisis Financiero de la Información Contable*. Pág. 30

II.II.IV. Obtención de Ratios

El análisis del balance nos permite obtener un diagnóstico claro de la Situación Patrimonial (endeudamiento y capitalización) y Financiera de la empresa.-

Matemáticamente, un ratio es una razón, es decir, la relación entre dos números. Son un conjunto de índices, resultado de relacionar dos cuentas del Balance o del estado de Ganancias y Pérdidas. Los ratios proveen información que permite tomar decisiones acertadas a quienes estén interesados en la empresa. Sirven para determinar la magnitud y dirección de los cambios sufridos en la empresa durante un periodo de tiempo. Podremos agrupar los indicadores seleccionados en 6 grandes grupos, entre ellos: Ratios de Liquidez, de Endeudamiento, de Rentabilidad, de Rotación, de Gestión y otros ratios.-

A los fines de verificar la hipótesis planteada en el trabajo, solamente se analizarán los ratios de Liquidez, Endeudamiento y Rentabilidad.-

II.II.IV.I Ratios de Liquidez: Miden la capacidad de pago que tiene la empresa para hacer frente a sus deudas de corto plazo. Es decir, el dinero en efectivo de que dispone, para cancelar las deudas. Expresan no solamente el manejo de las finanzas totales de la empresa, sino la habilidad gerencial para convertir en efectivo determinados activos y pasivos corrientes. Entre ellos:

- **Liquidez Corriente:** Se calcula dividiendo los activos circulantes entre los pasivos circulantes. Mide la liquidez que posee la empresa para cubrir sus obligaciones de Corto Plazo, en el caso de que haga efectivo todas las partidas del activo corriente. Su valor ideal se sitúa entre 1 y 1.5 (recursos ociosos).-

Liquidez Corriente:	$\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$
---------------------	---

- **Prueba Acida:** Se calcula deduciendo del activo corriente el total de bienes de cambio y dividiéndolo por el pasivo corriente. Es un índice más objetivo que el de la liquidez corriente, dado que establece con mayor propiedad la cobertura de las obligaciones de corto plazo considerando solamente los activos más líquidos. Su valor ideal debe situarse entre 0.5 y 1.-

Prueba Acida:	$\frac{(\text{Activo Corriente} - \text{BC})}{\text{Pasivo Corriente}}$
---------------	---

II.II.IV.II. Ratios de Endeudamiento: Estos ratios, muestran la cantidad de recursos que son obtenidos de terceros para el negocio. Expresan el respaldo que posee la empresa frente a sus deudas totales. Dan una idea de la autonomía financiera de la misma. Permiten conocer qué tan estable o consolidada es la empresa en términos de la composición de los pasivos y su peso relativo con el capital y el patrimonio. Miden también el riesgo que corre quién ofrece financiación adicional a una empresa y determinan igualmente, quién ha aportado los fondos invertidos en los activos. Muestra el porcentaje de fondos totales aportados por el dueño(s) o los acreedores ya sea a corto o mediano plazo. Su evaluación nos permitirá comprobar si los recursos obtenidos por la empresa mantienen un adecuado equilibrio entre lo que es financiación propia y financiaron ajena. Los ratios a calcular serán los siguientes:

- **Capitalización:**

• Capitalización:	$\frac{\bullet \text{ Patrimonio Neto}}{\bullet \text{ Total PN y Pasivo}}$
-------------------	---

- **Endeudamiento:**

• Endeudamiento:	$\frac{\bullet \text{ Pasivo Total}}{\bullet \text{ Patrimonio Neto}}$
------------------	--

- **Endeudamiento a Corto Plazo:**

• Endeudamiento a Corto Plazo:	$\frac{\bullet \text{ Pasivo Corriente}}{\bullet \text{ Activo Total}}$
--------------------------------	---

- **Endeudamiento Total:** Representa el porcentaje de fondos de participación de los acreedores, ya sea en el corto o largo plazo, en los activos. En este caso, el objetivo es medir el nivel global de endeudamiento o proporción de fondos aportados por los acreedores.

Endeudamiento Total:	$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$
----------------------	---

- **Gastos Financieros:**

Gastos Financieros:	$\frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Ventas}}$
---------------------	---

II.II.IV.III. Ratios de Rentabilidad: Miden la capacidad de generación de utilidad por parte de la empresa. Tienen por objetivo apreciar el resultado neto obtenido a partir de ciertas decisiones y políticas en la administración de los fondos de la empresa. Evalúan los resultados económicos de la actividad empresarial.-

Expresan el rendimiento de la empresa en relación con sus ventas, activos o capital. Es importante conocer estas cifras, ya que la empresa necesita producir utilidad para poder existir. Relacionan directamente la capacidad de generar fondos en operaciones de corto plazo.-

- **Margen Bruto:** Corresponde al porcentaje de utilidad obtenida por sobre el costo de las ventas. Permite determinar la capacidad que tiene la empresa para definir los precios de venta de sus productos o servicios.-

Margen Bruto	$\frac{\text{Ventas} - \text{Costo de Vtas}}{\text{Ventas}}$
--------------	--

- **Rendimiento del Patrimonio (ROE)**

Es el rendimiento de los fondos que los propietarios tienen comprometidos en la Empresa.-

La ganancia que corresponde a los propietarios es la Ganancia Neta expresada por la suma de Ganancia Ordinaria (Ganancia Operativa menos el Costo del Pasivo Financiero) y de Resultados Extraordinarios.-

Rendimiento del Patrimonio	$\frac{\text{Ganancia Ordinaria}}{\text{Patrimonio Neto}}$
----------------------------	--

Como interpretación, podemos decir que el ROE es el excedente para los propietarios en relación con los fondos que han comprometido en la empresa. Por esto depende de cuánto rinden los recursos que utiliza la empresa y de cómo están financiados.-

- **Rendimiento Operativo (ROA)**

Rendimiento del Activo:	$\frac{\text{Ganancia Operativa d. Imp.}}{\text{Activo Total}}$
-------------------------	---

Partiendo de la formula anterior, mediante un artilugio matemático podemos llegar a la siguiente expresión, en donde encontraremos un importante concepto:

Rendimiento del Activo:	$\frac{\text{Ganancia Ope. D. Imp.}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}}$
-------------------------	--

El cociente *ventas / Activo Total* se denomina **Rotación Total**, un indicador de las ventas que se generan por cada peso invertido en recursos. Mientras que el primer factor se denomina **Margen Operativo sobre ventas**.-

La magnitud del rendimiento operativo surge de la respuesta a dos preguntas:

- Cuál es la ganancia por peso vendido?.-
- Cuanto se vende por peso invertido?.-

Un rendimiento bajo del activo puede originarse en una pobre rotación, por un bajo margen sobre ventas o por ambas cuestiones a la vez.-

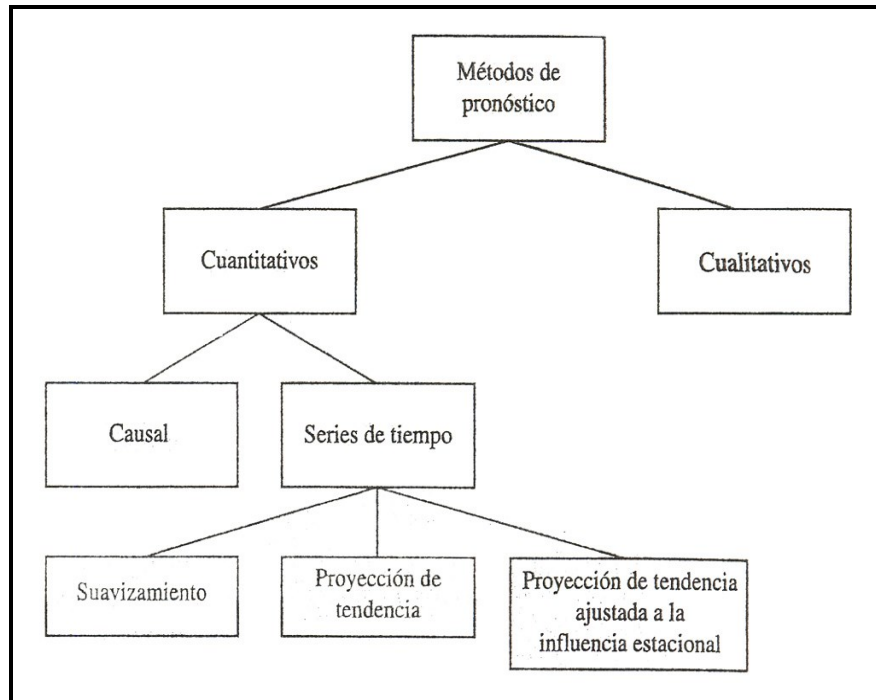
Lo importante del análisis del ROA es el efecto multiplicador; dado que permite la “comparación” entre empresas de diferentes sectores. Una magnitud puede compensarse con la otra dependiendo del ambiente competitivo, hay sectores en los cuales una inversión en capacidad permite alcanzar márgenes sobre ventas más altos y otros en los que la inversión en capacidad principalmente se manifiesta en mayores volúmenes de venta.-

II.III.I. Definición

Una serie de tiempo es un conjunto de observaciones de una determinada variable, la cual es medida en puntos sucesivos en el tiempo o en periodos de tiempo sucesivos. El objetivo final del análisis de series de tiempo es lograr un buen pronóstico o predicción de los futuros valores de una variable.-

Los métodos de pronóstico pueden clasificarse en cuantitativos y cualitativos. Métodos cuantitativos (de pronóstico causal o de serie de tiempos) se utilizan cuando se cuenta con información del pasado acerca de la variable sobre la cual se desea realizar el pronóstico; esa información se puede cuantificar y es razonable pensar que el patrón visualizado en el pasado continuará en el futuro.-

Si los datos históricos están restringidos a valores pasados de la variable, al método de pronóstico se lo conoce como *método de series de tiempo*. El objetivo es descubrir en esos datos históricos un patrón para después extrapolarlo al futuro.-



Se Utilizara para el Análisis de la Serie Tiempo una técnica estadística bastante precisa como es el método de los mínimos cuadrados. En el contexto del análisis de la serie de tiempo solo existe el tiempo como variable independiente.-

Este sistema de pronóstico es “empírico” dado que no explica la razón de los cambios solo dice que las series de números a ser proyectadas varían en función del tiempo.-

A pesar de tener una naturaleza mecánica, el análisis de las series es muy recomendable.-

⁴ Mendehall, William. *Estadística para Administradores*. Cap. 17 y 18

El hecho de que esta técnica no tome en cuenta los factores causales, no significa que el analista que lo utilice deba ignorar información adicional sobre cambios en las fuerzas subyacentes.

II.III.II. Componentes de una Serie de Tiempo

El comportamiento que siguen los datos de una serie de tiempo se debe a diversos componentes, la mayoría de los autores consultados sobre este tema, coinciden en que son cuatro los componentes que se combinan para arribar al valor de la serie de tiempo, estos componentes son: de tendencia, cíclico, estacional e irregular.-

Componente de Tendencia: al definir las series de tiempo, se dijo que las mediciones pueden hacerse en cualquier intervalo regular de tiempo, aunque los datos suelen mostrar fluctuaciones aleatorias, las series de tiempo también muestran un movimiento gradual hacia valores relativamente bajos o relativamente altos a través del lapso de tiempo estudiado. A este desplazamiento se lo conoce como *tendencia de la serie de tiempo*. Generalmente está asociado a factores de largo plazo que influyen en las variables.-

Componente Cíclico: más allá de que una serie de tiempo puede tener una tendencia a través de largos lapsos de tiempo, no todos los futuros valores de la serie caerán exactamente sobre la línea de tendencia, las series suelen mostrar secuencias de puntos que se encontraran por arriba o por debajo de la línea. Por eso se define que toda sucesión recurrente de puntos que caiga arriba o debajo de la línea de tendencia y que dure más de un año puede atribuirse al *componente cíclico de la serie de tiempo*. Por lo general, este componente se relaciona con movimientos cíclicos de la economía.-

Componente Estacional: en muchas series se observa un patrón permanente en lapsos de un año. Por tal motivo, es normal hablar de un *componente estacional de la serie* en aquellas en las cuales la variabilidad de los datos sea debida a la influencia estacional. Aunque por lo general se habla de variaciones estacionales que se presentan durante un año, el componente estacional se utiliza también para representar cualquier variación en un lapso de tiempo menor, por ejemplo, si se estudiaría el volumen de tráfico diario se verá que en el lapso de un día, se observa una conducta “estacional” en donde los valores máximos corresponden a las horas pico.-

Componente Irregular: es el factor residual, que representa las desviaciones entre los valores reales de la serie de tiempo de los valores que se esperan al considerar el resto de los componentes descriptos. Es causado por factores imprevistos, a corto plazo y no recurrentes que afectan a la serie. Es imposible predecir su efecto.-

Por lo tanto los datos de series de tiempo pueden representarse mediante la siguiente expresión matemática:

$$Y_t = f(T_t, C_t, E_t, A_t)$$

Dónde:

Y_t : valor real de los datos en la serie de tiempo en el tiempo t .-

T_t : componente de tendencia en t .-

C_t : componente cíclico en t .-

E_t : componente estacional en t .-

A_t : componente aleatorio en t .-

Teniendo en cuenta la presencia de estos componentes, podemos definir al valor correspondiente de la serie de tiempo (Y_t) de la siguiente manera:

$$Y_t = T_t * C_t * E_t * A_t$$

Por lo tanto los cambios en los valores reales están determinados por los cuatro factores. Ahora el siguiente paso es calcular la tendencia. Para identificarla, utilizamos como datos las observaciones desestacionalizadas, por lo que, en una tendencia lineal, tendre:

$$T_t = b_0 + b_1 t \quad (1)$$

Dónde:

- T_t : valor de la tendencia de la serie de tiempo en el periodo t .-
- b_0 : intersección de la línea de tendencia
- b_1 : pendiente de la línea de tendencia
- t : tiempo

Las fórmulas para calcular b_0 y b_1 se presentan a continuación:

$$b_1 = \frac{\sum t Y_t - (\sum t \sum Y_t)/n}{\sum t^2 - (\sum t)^2/n}$$

$$b_0 = \bar{Y} - b_1 \bar{t}$$

Una vez hallados los valores para b_0 y b_1 reemplazamos en (1) y obtendremos el pronóstico de la tendencia de la serie para las unidades de tiempo futuras.

El último paso para poder obtener un pronóstico cuando existen tanto efectos de tendencia como estacionales, es usar el *índice estacional* para ajustar la proyección de tendencia desestacionalizada, multiplicando el valor del pronóstico desestacionalizado basado en la tendencia por su índice estacional correspondiente.-

En cuanto al componente cíclico, se puede decir que su comportamiento es similar al componente estacional pero con la salvedad de que se presenta en periodos de tiempo

más prolongados. Sin embargo, debido a la duración del componente cíclico, suele ser complicado obtener suficientes datos para estimarlo.-

II.IV.I. Modelo de Regresión Lineal

Con frecuencia, nos encontramos con modelos en que una variable (Y) puede ser explicada a través de otra variable (X), lo que se representa como:

$$Y = f(X)$$

Si consideramos que esa relación entre la variable X y la variable Y es lineal, tendríamos la siguiente expresión:

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t$$

Generalmente las relaciones del tipo anterior raramente son exactas, sino más bien son aproximaciones en las cuales se han dejado de lado muchas variables de importancia secundaria, por lo tanto se debe incluir un término que refleje todos estos factores distintos de X que influyen sobre la variable endógena, pero que ninguno de ellos es relevante de manera individual, Con ello, la anterior expresión quedaría de la siguiente forma:

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_t + u_t$$

La expresión anterior refleja una relación lineal con una única variable explicativa; recibiendo el nombre de **relación lineal simple**.

El objetivo principal de la Regresión es la determinación o estimación de β_1 y β_2 a partir de la información contenida en las observaciones de que se disponen.-

Si la relación de dependencia entre las dos variables fuese exacta, las observaciones se situarían a lo largo de una recta. En este caso las estimaciones de β_1 y β_2 serían, respectivamente, la ordenada al origen y la pendiente real de la recta.-

Pero si la relación entre X e Y fuese estocástica, en general las observaciones formarán una nube de puntos. En este caso las estimaciones de β_1 y β_2 serían la ordenada al origen y la pendiente de una recta *próxima* a los puntos.-

El desafío pasa por hallar estimadores tales que la recta que surge de ellos se ajuste lo mejor posible a los puntos reales, haciendo lo más pequeño posible el error o residuo existente.-

Existen diversos criterios de ajuste; un primer criterio consistiría en tomar como estimadores $\hat{\beta}_1$ y $\hat{\beta}_2$ aquellos valores que hagan la suma de todos los residuos tan próxima a cero como sea posible. Con este criterio la expresión a minimizar se representaría como:

$$\left| \sum_{t=1}^T \hat{u}_t \right|$$

El problema fundamental de este método de estimación radica en que los residuos de distinto signo pueden compensarse.-

Otra forma de evitar la compensación de residuos positivos con negativos consiste en tomar los valores absolutos de los residuos. En este caso se minimizaría la siguiente expresión:

$$\sum_{t=1}^T |\hat{u}_t|$$

A pesar de que los estimadores así calculados poseen propiedades interesantes, su cálculo es complicado, requiriendo la resolución de un problema de programación lineal.-

Un tercer método consiste en minimizar la suma de los cuadrados de los residuos, es decir,

$$S = \sum_{t=1}^T \hat{u}_t^2$$

Estos estimadores gozan de ciertas propiedades estadísticas deseables. Por otra parte, al tomar los cuadrados de los residuos se evita la compensación de ellos, además, a diferencia del criterio anterior, los estimadores mínimo – cuadráticos son fáciles de obtener.-

La obtención de estos estimadores mínimo – cuadráticos conllevan un desarrollo teórico interesante, pero que no es relevante su conocimiento para la aplicación práctica que se le dará en este trabajo.-

Por último, es necesario disponer de algún indicador que exprese que tan preciso es el ajuste de la recta a la nube de puntos. Ha recibido gran aceptación en el contexto del análisis de regresión el **coeficiente de determinación R^2** . Se trata de una medida que toma los valores 0 y 1 (0 cuando las variables son independientes y 1 cuando existe entre ellas una relación perfecta).-

II.IV.II. Modelo del Enfoque del Porcentaje de Ventas

Este modelo planteado es simplemente una técnica útil y sencilla de lo que se denomina Planeación Financiera.-

La Planeación Financiera crea un programa detallado para el futuro de la empresa, es necesaria para establecer metas, elegir estrategias de operación y financieras, pronosticar resultados contra los cuales supervisar y evaluar el desempeño y crear planes de contingencia ante situaciones imprevistas.-

Los componentes de un Modelo de Planeación Financiera son los siguientes:

1. Pronóstico de ventas. Todos los planes financieros requieren un pronóstico de ventas. No es posible hacer pronósticos de ventas exactos ya que las ventas dependen del futuro estado incierto de la economía.-

2. Estados proforma. El plan financiero tendrá un balance general pronosticado, un estado de resultados y un estado de origen y aplicación de recursos. A Estos se conocen como estados financieros proforma, o proformas.-

3. Requerimientos de activos El plan describirá el gasto de capital presupuestado.-

4. Requerimientos Financieros. El plan incluirá una sección sobre arreglos financieros, la cual debe exponer las políticas de dividendos y de deuda.-

Un plan financiero tiene entradas, un modelo, y salidas. Entre las entradas podemos numerar las proyecciones de ventas, de cobranzas, tasas de interés, etc. Las salidas de un plan financiero son los estados financieros proforma o estados financieros proyectados. Los Estados Financieros Proforma, muestran los efectos de las decisiones de la empresa sobre sus futuros estados financieros.-

El método del pronóstico del porcentaje de ventas ayuda a tomar decisiones a través de un método abreviado. Este método se enfoca en la necesidad de fondos externos e identifica un procedimiento de seis pasos para construir el balance general proforma. La idea básica es separar las cuentas del estado de resultados y del balance general en dos grupos: las que varían, directamente con las ventas y las que no lo hacen. Dado un pronóstico de ventas, podremos calcular cuánto financiamiento necesitará la empresa para mantener el nivel de ventas pronosticado.-

Los pasos en la estimación son los siguientes:

1. Expresar los elementos del balance general que varían con las ventas como porcentaje de éstas.-

2. Multiplicar los porcentajes determinados en el paso (1) por las ventas proyectadas para obtener el monto del periodo futuro.-

3. Donde no proceda un porcentaje, se introduce la cifra del balance general anterior en el periodo futuro.-

4. Calcular las utilidades retenidas proyectadas.-

5. Agregar las cuentas de activos para determinar las ventas proyectadas. A continuación, añade las cuentas de pasivo y de capital contable para determinar el financiamiento total; la diferencia es el déficit. Esto equivale a la financiación adicional necesaria (FAN).-

6. Se muestra la relación entre el crecimiento proyectado de ventas y las FAN. Se ve, la necesidad de activos nuevos a partir de que el crecimiento de ventas proyectado aumenta mucho más rápido que las utilidades retenidas adicionales más la nueva deuda. A la larga, se crea un déficit y se hace evidente la necesidad de financiamiento externo. La principal fuente neta de efectivo se encuentra en las operaciones de la empresa, el ingreso de las ventas menos los costos de los bienes vendidos y los gastos de operación es igual al ingreso de las operaciones de la empresa.-

El ingreso neto, es lo que queda después de pagar gastos de intereses e impuestos. Esta utilidad neta se puede distribuir en dividendos o bien, se puede retener y reinvertir. Una razón de pagos de dividendos alta, incrementa la cantidad de financiamiento externo que la empresa debe conseguir para alcanzar sus metas, lo que impactará en la política de estructura del capital.-

El crecimiento de las ventas requiere inversiones adicionales, de tal manera que la empresa debe tener financiamiento para poder crecer. Algún financiamiento a corto plazo surge espontáneamente de las ventas adicionales, otro tipo de financiamiento puede provenir de las utilidades retenidas, cualquier financiamiento restante debe provenir de otras fuentes, tales como préstamos adicionales. La fórmula del pronóstico del porcentaje de ventas se basa en la siguiente ecuación:

$$FAN = (A/V)gV_0 - (P/V)gV_0 - [M(1+g)V_0 - D]$$

Dónde:

FAN: financiamiento adicional necesario

A/V: incremento en activos requerido por incremento de ventas

P/V: incremento en el pasivo proporcionado por el incremento de las ventas

V₀: ventas para el presente año

g: crecimiento de las ventas

M: margen de utilidad neta sobre ventas

D: dividendos en efectivo planeados

Podemos hallar la tasa de crecimiento interno, que indica hasta donde puede crecer una empresa utilizando solamente recursos internos sin recibir financiamiento externo; basándonos en la formula anterior haciendo que FAN sea igual a 0, resolviendo algebraicamente tenemos que:

$$g = \frac{MV_0 - D}{V_0[(A/V) - (P/V) - M]}$$

Si suponemos que la empresa paga un dividendo anual fijo en efectivo cada año, que no es más que una proporción de su utilidad neta, calculada simplemente como el margen de utilidad multiplicado por las ventas del año venidero, tendremos que:

$$D = dMV_0(1+g)$$

Sustituyendo en la anterior:

$$g = \frac{M(1 - d)}{(A/V) - (P/V) - M(1 - d)}$$

De tal manera, que el crecimiento interno está directamente relacionado con el margen de utilidades e inversamente relacionado con la razón de reembolso de dividendos. Un margen de utilidad más alto, permite más crecimiento y un mayor desembolso de dividendos, lo restringe.-

II.V.I. Definición

Las Obligaciones Negociables son títulos de deuda privada emitidos por empresas para ser colocados pública o privadamente entre inversores particulares o institucionales. El inversor que adquiere este título se constituye como Obligacionista o Acreedor de la empresa con derecho a que le restituyan el capital más los intereses convenidos en el periodo de tiempo considerado.-

Cuando tienen oferta pública, estas son colocadas por medio de un Mercado de Valores, previa registración por la Comisión Nacional de Valores y autorización por una Bolsa de Comercio con Mercado de Valores adherido.-

II.V.II. Marco Regulatorio

El marco regulatorio se encuentra dado por la Ley N° 17811, la Ley N°23576 modificada por la Ley N°23962, el Decreto 1087/93, las Resoluciones N°401/89 y 208/93 del Ministerio de Economía y la Resolución N°235/93 de la Comisión Nacional de Valores.-

Según este marco, pueden ser emitidas por:

- a) Las sociedades por acciones.-
- b) Las Asociaciones Civiles.-
- c) Las Cooperativas.-
- d) Las sucursales de las Sociedades por acciones constituidas en el extranjero, y
- e) Las entidades del Estado Nacional, Provincial y municipal.-

La enumeración dada por la ley respecto de quienes se hallan facultados para financiarse mediante la emisión de obligaciones negociables es taxativa, de tal manera que las empresas que no encuadren en los tipos señalados no podrán recurrir de ninguna manera a esta herramienta. Esta circunstancia es de suma relevancia si tenemos en cuenta que implica que las sociedades de responsabilidad limitada -SRL-, con altísima presencia en el mundo empresario argentino, tienen vedado el acceso al fondeo por este medio en el mercado de capitales.-

La ductilidad que ofrece el diseño de este instrumento financiero permite decir que el mismo puede ser hecho a la medida de las necesidades y proyecciones del emisor.-

En efecto, la ley prevé que puedan emitirse diversas clases con derechos diferentes estableciendo como única salvedad de que dentro de cada clase otorguen los mismos derechos, además de contemplar la posibilidad de que la emisión se divida en series en la medida en que, la emisión de nuevas series esté precedida de la suscripción total de las anteriores.-

No existe limitación alguna para la fijación de las condiciones de emisión referidas al rendimiento o a la forma de devolución del capital.-

Los valores negociables comprendidos en el régimen especial de emisión de deuda de pequeñas y medianas empresas dispuesto por el artículo 36 y siguientes del Capítulo VI de las Normas de la CNV, sólo podrán ser adquiridos por los inversores calificados que se encuentren dentro de las siguientes categorías:

1. El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus entidades autárquicas, entidades financieras oficiales, sociedades del Estado, empresas del Estado y personas jurídicas de derecho público.
2. Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.
3. Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.
4. Agentes de bolsa y agentes o sociedades adheridas a entidades autorreguladas no bursátiles.
5. Fondos comunes de inversión.
6. Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a PESOS SETECIENTOS MIL (\$ 700.000).
7. Sociedades de personas con un patrimonio neto mínimo superior a PESOS UN MILLON QUINIENTOS MIL (\$ 1.500.000).
8. Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.
9. Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

No se exigirá el patrimonio neto mínimo fijado en los incisos 6) y 7) en los supuestos de emisiones garantizadas en un SETENTA Y CINCO POR CIENTO (75%), como mínimo, por una Sociedad de Garantía Recíproca o institución que reúna las condiciones establecidas por el BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA para las entidades inscriptas en el Registro de Sociedades de Garantía Recíproca, o se trate de emisiones efectuadas por sociedades que ya cotizan sus acciones en la entidad autorregulada donde se vayan a inscribir los valores negociables representativos de deuda.-

II.V.III. Establecimiento del precio de colocación de la ON

Puede ser determinado de diversas formas, al final será la oferta y la demanda en el mercado el que lo determine. De las diversas formas de colocación, las más comunes son:

- Precio Fijo: el emisor fija según su propio criterio el precio de colocación, este puede ser a la par, sobre la par o bajo la par.-
- Book Building: el precio surge de la formación de una curva en base a las manifestaciones de interés recibidas por los interesados, lo que permite establecer un precio de corte.-
- Subasta Holandesa: sobre la base de manifestaciones de interés, se adjudican las ON partiendo de la mejor oferta hacia la menor, hasta agotar el monto de la emisión.-

También puede existir una combinación de las anteriores o bien otra forma distinta elegida por el emisor.-

Si el emisor decide colocar los títulos contratando a un colocador, podría acordar con este alguna de las tres modalidades de colocación vigentes, la selección de una u otra modalidad dependerá de las características de la emisión:

- Colocación en firme: el colocador adquiere la totalidad de la emisión y luego trata de colocarla entre el público por su cuenta y riesgo.-
- Colocación stand by: el colocador se compromete a adquirir aquellos títulos no absorbidos por el público.-
- Colocación al mejor esfuerzo: el colocador se compromete a poner en ejecución su mejor actividad profesional para colocar la emisión, pero sin asumir un compromiso de resultado.-

II.V.IV. Ventajas de emitir ON

- 1) Menores tasas de interés, al eliminarse la intermediación financiera del sistema bancario, las tasas que pagan las empresas son menores y las que obtienen los inversores son superiores, logrando por lo tanto una reducción de las tasas activas y un aumento de las tasas pasivas.-
- 2) Mayores plazos de amortización del endeudamiento, se logran financiamientos de mediano plazo.-
- 3) Obtención de fondos por la totalidad de la necesidad financiera de la empresa, independientemente del destino que los mismos tengan, contando como únicos requisitos la **capacidad de repago** y **garantías suficientes**.-

- 4) Posibilidad de adaptar las amortizaciones del endeudamiento al Cash Flow de las empresas y no a las disponibilidades de liquidez de los bancos.-
- 5) Mejora la imagen de la empresa en el mercado, ya que aquellas que pueden recurrir al ahorro público como alternativa de financiamiento, deben reunir requisitos de organización y administración que las hacen más confiables.-
- 6) Paso previo de importancia a cualquier intento de apertura del Capital Social. Gracias a la emisión de ON, las empresas comienzan a ser reconocidas en el Mercado de Capital y si cumplen con lo pactado podrán acceder al mismo por medio de la emisión de acciones.-
- 7) Posibilidad de que sea una fuente interminable de recursos ya que aquellas empresas que honran sus obligaciones en tiempo y forma van a poder acudir al Mercado de Capitales de manera recurrente, logrando reducir costos, prolongando los plazos del financiamiento anterior y disminuir las relaciones de montos de garantías.-
- 8) El destino flexible que los fondos de estas emisiones pueden tener.-
- 9) Mejora los ratios de la empresa, transformando en muchos casos pasivos corrientes en no corrientes, o simplemente financiando proyectos con pasivo no corriente.-

II.V.V. ON PyMEs

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) pueden emitir acciones y obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización instituido por un Decreto del Poder Ejecutivo (en el caso de obligaciones negociables), normas complementarias de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y resoluciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), creado a efectos de que las citadas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos.

Las pymes son automáticamente autorizadas a hacer oferta pública de obligaciones negociables y acciones, previo registro ante la CNV y cumplimiento de los requisitos de información que exige dicho organismo. Para obtener la autorización de cotización, deben realizar los trámites respectivos ante la BCBA.-

El monto máximo en circulación para las emisiones de obligaciones negociables pymes es de \$15.000.000 por empresa. Las emisoras pueden solicitar la autorización de cotización de un programa de emisión a colocar en series sucesivas dentro del plazo máximo de dos años de otorgada aquélla. Se entenderá que las colocaciones de series

sucesivas parciales están comprendidas en la autorización de cotización original cuando se trate de ON del mismo tipo y con condiciones de emisión similares.-

Las emisoras de acciones u obligaciones negociables bajo el régimen especial deben presentar una solicitud de registro ante la CNV, acompañada de la siguiente documentación:

- Copia de la resolución del órgano que dispuso la emisión y colocación por oferta pública de las obligaciones negociables y sus condiciones y/o el ingreso al régimen y la negociación de sus acciones mediante la oferta pública.-
- Datos de la inscripción de los instrumentos constitutivos y estatutos de la emisora, así como de sus modificaciones, en el Registro Público de Comercio o la autoridad de contralor que correspondiese.-
- Declaración jurada respecto al cumplimiento de las condiciones de la Resolución M.E. N° 401 del 23 de noviembre de 1989 y sus modificatorias.-
- Y toda aquella información que el Organismo considere necesaria.-

III.I.I. Consolidación de la Información Contable

Antes de comenzar a analizar la información histórica provista por la firma, es necesario realizar algún trabajo previo de ordenación y consolidación de la misma con el fin de incorporar conceptos claves necesarios para los futuros análisis a realizar y además para simplificar la exposición de los Estados Contables. De esta forma, presento los balances consolidados históricos con los que se trabajó (los cuales pueden verse sin consolidar en los anexos respectivos):

BALANCE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Activo Corriente	3.833.081	4.518.585	5.603.442	6.612.233	7.030.616	7.577.070	7.701.523
Efectivo	17.893	534.801	179.866	67.877	17.770	32.361	99.481
Deudores por Ventas	1.588.294	1.771.830	2.771.761	3.178.693	3.583.762	3.900.355	3.757.203
Bienes de Cambio	2.226.894	2.211.954	2.651.815	3.365.663	3.429.084	3.644.354	3.844.839
Activo No Corriente	2.098.194	2.212.344	2.033.123	1.887.707	1.789.366	1.765.384	1.754.253
Bienes de Uso	1.803.930	1.812.796	1.781.586	1.795.612	1.702.687	1.681.525	1.654.740
Deudores a Largo Plazo	294.264	399.548	251.537	92.095	86.679	83.859	99.513
TOTAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776
Pasivo Corriente	2.670.923	3.017.471	3.211.094	3.421.163	3.567.014	4.019.009	3.868.022
Deudas Comerciales	1.369.823	1.543.664	1.709.821	1.697.446	1.791.966	1.862.755	1.885.314
Deudas Bancarias	1.301.100	1.473.807	1.501.273	1.723.717	1.775.048	2.156.254	1.982.708
Pasivo No Corriente	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027
Deudas Bancarias	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Negociables	-	-	-	-	-	-	-
Otros Pasivos a Largo Plazo	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027
TOTAL PASIVO	3.064.913	3.553.884	4.078.549	4.128.486	4.390.095	4.847.587	4.688.049
Capital y Reservas	2.651.665	2.712.990	2.715.502	2.782.488	2.683.204	2.695.536	2.693.060
Resultados Ejercicios Anteriores	164.124	214.697	464.055	842.514	1.088.966	1.248.468	1.099.331
Resultados del Ejercicio	50.573	249.358	378.459	746.451	657.717	550.863	975.336
TOTAL PATRIMONIO NETO	2.866.362	3.177.045	3.558.016	4.371.454	4.429.887	4.494.867	4.767.727
TOTAL IGUAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776 ⁵

En la cuenta Deudores por Ventas del Activo Corriente se consolidaron los saldos correspondientes a las cuentas *Créditos por Ventas* y *Accionistas*.-

En la cuenta Deudas Comerciales correspondiente al Pasivo Corriente se incluyen los saldos de las cuentas *Proveedores*, *Personal* (remuneraciones pendientes de pago) y *Deudas Fiscales*.-

En la cuenta Otros Pasivos a Largo Plazo correspondiente al Pasivo No Corriente se incluyen los saldos de préstamos bancarios solicitados a un plazo mayor de un año.-

⁵ Cuadro N°1. Balance General Rizzi Distribuciones S.A. Ejercicios 2006 / 2012. Fuente: Elaboración propia.-

III.I.II. Análisis de la Información Histórica

Para el análisis de la información contable se utilizarán una serie de ratios según lo establecido en el Capítulo II del Marco Teórico precedente, este análisis se realizará de forma horizontal (tomando un ejercicio contable como base y compararlo con los sucesivos con el fin de encontrar tendencias y realizar proyecciones) y de forma vertical (se analiza los valores alcanzados por los ratios en los Estados Contables de cada año determinado).-

Con el fin de poder realizar esta comparación de la situación histórica / actual con la situación proyectada futura presento a vuestra consideración los Ratios Financieros correspondientes a Liquidez, Endeudamiento y Rentabilidad que considero más importantes para el análisis a efectuar:

RIZZI DISTRIBUCIONES SA - RATIOS								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Promedio 2006/2012
LIQUIDEZ								
Liquidez: <i>Activo corriente / Pasivo corriente</i>	1,44	1,50	1,75	1,93	1,97	1,89	1,99	1,78
Prueba ácida: <i>(Activo Corriente - Bienes de Cambio) / Pasivo corriente</i>	0,60	0,76	0,92	0,95	1,01	0,98	1,00	0,89
ENDEUDAMIENTO								
Endeudamiento Bancario CP: <i>Deuda Bancaria / Activo Total</i>	22%	22%	20%	20%	20%	23%	21%	21,1%
Endeudamiento a corto plazo: <i>Pasivo Corriente/Activo total</i>	45%	45%	42%	40%	40%	43%	41%	42,4%
Endeudamiento Total: <i>Pasivo total / Activo total</i>	52%	53%	53%	49%	50%	52%	50%	51,1%
Costos financieros: <i>Costo Financiero / Total Pasivo</i>	17%	18%	20%	20%	21%	23%	22%	20,2%
Deuda comercial a CP: <i>Deuda Comercial / Activo Total</i>	23%	23%	22%	20%	20%	20%	20%	21,2%
RENTABILIDAD								
Margen Bruto: <i>(Ventas - Costo de Ventas) / Ventas</i>	41%	42%	40%	40%	43%	41%	42%	41%
Margen Neto Operativo: <i>Resultado Neto Operativo / Ventas</i>	11%	15%	17%	19%	21%	20%	23%	18%
Margen Ordinario: <i>Resultado Ejercicio / Ventas</i>	1%	4%	5%	8%	7%	6%	10%	6%
ROE: <i>Resultado del ejercicio / PN</i>	2%	8%	11%	17%	15%	12%	20%	12%
ROA: <i>Resultado ordinario / Activo total</i>	10%	13%	16%	18%	18%	18%	21%	16%
<i>Margen: Resultado Ordinario / Ventas</i>	10%	14%	15%	18%	18%	18%	20%	16%
<i>Rotación: Ventas / Activo Total</i>	0,99	0,97	1,02	1,05	1,01	1,00	1,06	1,01

6

III.I.II.I. Ratios de Liquidez

El ratio de *Liquidez Corriente* expuesto en el resumen precedente, exhibe valores que oscilan entre los valores 1.44 y 1.99 en el período analizado, tomando un promedio de 1.78. Esto significa que por cada \$1 de Pasivo Corriente, Rizzi Distribuciones posee en promedio \$1.78 de respaldo en el Activo Corriente. El valor teórico óptimo para el índice de Liquidez debe oscilar entre 1.5 y 2, se concluye que según los datos históricos Rizzi Distribuciones posee una adecuada liquidez.-

El ratio de *Prueba Ácida* alcanza valores que van desde 0.60 a 1, tomando como promedio para el período analizado un valor de 0.89. Esto significa que la Empresa posee en promedio \$0.89 para hacer frente a cada \$1 de pasivo corriente sin necesidad de tener que acudir a la liquidación de inventarios.-

Es lógico que estos ratios tomen valores altos en el período analizado, dado que en el mismo se observa un crecimiento de las ventas, lo que genera que tanto el Activo Corriente como el Pasivo Corriente crezcan; pero la diferencia es que los principales

⁶ Cuadro N°2. Ratios Financieros Rizzi Distribuciones S.A. Ejercicios 2006 / 2012. Fuente: Elaboración Propia.-

componentes del Activo Corriente (Bienes de Cambio y Deudores por Ventas) son más sensibles al incremento en las ventas que los principales componentes del Pasivo Corriente. Sería interesante ver el comportamiento de estos índices en un período de tiempo en que las ventas decrezcan.-

III.I.II. II Ratios de Solvencia

Dentro del *Activo*, vemos que la mayor parte de la inversión realizada es destinada a *Activos Corrientes*, representado en los altos stocks de bienes de cambio que se deben mantener para hacer frente a la competencia; este rubro representa aproximadamente el 75% de la composición del Activo promedio en el período analizado. El 25% restante, obviamente, está incluido en el *Activo no Corriente*.-

Si se toma como base el Ejercicio Contable del año 2006, el *Activo Corriente* representa el 65% del Activo; para el Ejercicio 2008, esa participación ya es del 78%, y para el Ejercicio 2012 el *Activo Corriente* aporta el 81% del Activo Total.-

Por otra parte, el *Activo no Corriente* está compuesto principalmente por la cuenta *Bienes de Uso*. Si tomo como año de referencia el ejercicio 2006, los *Bienes de Uso* han disminuido su participación en el *Activo Total* desde un 30% a un 17.5% actual.-

Dentro del Pasivo, se observa que el incremento del pasivo debido al incremento de las ventas se financia a través de deuda a corto plazo (principalmente mediante créditos bancarios a un año de plazo y deuda con proveedores), representado en el rubro *Pasivo Corriente*, siendo éste el 83% de la composición del Pasivo en promedio en el período analizado.-

Esta situación de poseer un *Pasivo Corriente* elevado coloca a la Empresa en una situación de apremio evidente, otorgando a los acreedores un poder enorme, dado que en el caso de que decidan modificar la política crediticia hacia la firma pondrían a la misma en una situación terminal.-

Se puede observar en el cuadro de resumen de los ratios precedente que en promedio la *Deuda Bancaria* en estos años alcanza el 21% del Activo Total; lo que significa que para invertir en \$100 en Activos, la empresa contrae deuda en el sistema bancario de \$21.-

El *Endeudamiento a Corto Plazo* es elevado, en concordancia a la importancia manifestada del Pasivo Corriente en la estructura de financiamiento; este ratio representa un 42% del Activo Total.-

III.I.II.III Ratios de Rentabilidad

El *Margen Bruto* en el período analizado fue del 41% en promedio. Esto indica que por cada peso vendido Rizzi Distribuciones genera \$0.41 de utilidad luego de descontarse los costos de ventas. El valor óptimo de este ratio es el mayor posible que se pueda alcanzar, este valor que surge del análisis de la empresa está dentro de los márgenes de empresas similares que se desempeñan en el mismo mercado.-

Se observa un incremento débil del margen sobre las ventas a medida que las mismas crecen.-

El *Margen Neto Operativo* en el período analizado ha sido del 18% promedio. Es decir, que por cada \$1 de venta, la empresa genera \$0.18 de utilidad luego de descontarse los costos de ventas y los costos fijos operativos.-

El *Margen Ordinario* fue del 6% en promedio para el período analizado. Significa que por cada \$1 de venta, la empresa genera luego de restar los costos de ventas, los costos operativos fijos, intereses e impuestos \$0.06 de utilidad.-

Los valores de los Márgenes Netos Operativos y Ordinarios muestran una variación marcadamente positiva en el período a medida que las ventas crecen, lo que lleva a pensar que los costos fijos operativos crecieron a un menor ritmo que el crecimiento de las ventas.-

El *Rendimiento sobre los Activos* es en promedio en el período analizado del 16% observándose un valor mínimo de 10% y un máximo de 21%. Significa que por cada \$1 que la empresa invierte en Activos, obtiene de utilidad neta \$0.21.-

El *Rendimiento sobre el Patrimonio Neto* es en promedio un 12%, lo cual significa que la empresa genera \$0.12 de utilidad para los accionistas por cada \$1 invertidos.-

El *Costo Financiero* se mantiene en un nivel que promedia el 20.2%; es importante destacar en este punto de que el costo de financiarse en el Sistema Bancario Tradicional es del 34.5% promedio para el período analizado; lo que sucede es que esa tasa se ve licuada al poseer deuda en el Pasivo Corriente que no genera costos (Deuda Comercial).- Se observa que el Rendimiento sobre los Activos (ROA) es menor al Costo Financiero (CF) por lo que el Rendimiento sobre los Fondos Propios (ROE) es inferior al ROA, es decir, que parte de rentabilidad que genera la empresa se destina a retribuir deuda en lugar de retribuir el Capital de los accionistas.-

Luego de observar estos ratios, queda claramente expuesto que la Solvencia y la Liquidez de la firma se encuentran comprometidas por la existencia de un Pasivo Corriente elevado.-

III.II. Proyección de Ventas Futuras Esperadas

Propongo estimar las ventas utilizando la Teoría Clásica de las Series de Tiempo expuesta en el Marco Teórico en el Capítulo III; el objetivo es descubrir en esos datos históricos un patrón para después extrapolarlo al futuro. Para realizar esta labor utilizo los datos históricos de ventas mensuales desde Enero de 2005 a Diciembre de 2012, los cuales los consolido por trimestres con el fin de suavizar la serie evitando el efecto aleatorio de las observaciones.-

Cada dato de la serie se conforma de un Componente de Tendencia, un Componente Cíclico, un Componente Estacional y un Componente Irregular, ello queda representado en la siguiente expresión:

$$Y_t = T_t * C_t * E_t * A_t$$

El proceso de descomposición comienza con la identificación y eliminación del factor estacional de nuestras series con el fin de calcular la tendencia. Usare el método de promedios móviles para aislar las fluctuaciones estacionales.-

En la hoja de trabajo adjunta encontramos las siguientes columnas:

- Columna 1: simplemente representa todos los trimestres de los años analizados (desde enero de 2005 a diciembre de 2012).-
- Columna 2: listamos los totales de venta por trimestre.-
- Columna 3: el primer paso en el proceso de desestacionalización es el de calcular un promedio trimestral para el primer año. En este caso ese valor es igual a \$1.204.979, el siguiente valor se obtiene moviéndose hacia abajo un trimestre, es decir, se elimina el valor del primer trimestre y se incorpora el del quinto trimestre (\$1.322.513) y así sucesivamente con el resto de los valores.-
- Columna 4: se calcula el promedio móvil centrado de los promedios móviles trimestrales.-
- Columna 5: obtendremos ahora los valores estacionales, que son las razones de los valores representados en la columna 2 y de los promedios móviles de la columna 4. Por ejemplo para el tercer trimestre de 2005 el valor estacional es igual a 1,376; lo que significa que las ventas de electrodomésticos para ese trimestre ponderan mucho más que otros.-
- Columna 6: obtenemos el índice de estacionalidad trimestral, que no es otra cosa más que los promedios de los índices obtenidos para cada trimestre. Por ejemplo para obtener el índice estacional trimestral correspondiente al primer trimestre calculamos el promedio de los valores correspondientes a todos los 1° trimestres de los años estudiados.-

- Columna 7: cuando dividimos los datos reales de la columna 2 entre los factores estacionales de la columna 6, obtenemos los valores de la serie desestacionalizada. Para el 1° trimestre de 2005 el valor de la serie desestacionalizada es de \$ 1.047.107 cuando el valor real era de \$ 947.480.-

Ahora el siguiente paso es calcular la tendencia. Para identificarla, utilizamos como datos las observaciones desestacionalizadas, por lo que, en una tendencia lineal, tendré:

$$T_t = b_0 + b_1 t \quad (1)$$

Dónde:

- T_t : valor de la tendencia de la serie de tiempo en el periodo t .-
- b_0 : intersección de la línea de tendencia
- b_1 : pendiente de la línea de tendencia
- t : tiempo

Una vez hallados los valores para b_0 y b_1 utilizando la Función de Regresión de la planilla de cálculo Microsoft Excel, reemplazamos en (1) y obtendremos el pronóstico de la tendencia de la serie para las unidades de tiempo futuras. En el caso analizado:

$$T_t = 1.246.032 + 46.581t$$

El último paso para poder obtener un pronóstico cuando existen tanto efectos de tendencia como estacionales, es usar el *índice estacional* para ajustar la proyección de tendencia desestacionalizada, multiplicando el valor del pronóstico desestacionalizado basado en la tendencia por su índice estacional correspondiente.-

En cuanto al componente cíclico, se puede decir que su comportamiento es similar al componente estacional pero con la salvedad de que se presenta en periodos de tiempo más prolongados. Sin embargo, debido a la duración del componente cíclico, suele ser complicado obtener suficientes datos para estimarlo.-

Tesis de Posgrado - Financiamiento de PyMEs en el Mercado de Capitales

Serie de Tiempo con Datos Trimestrales de Ventas Generales Reales									
t (1)	Trimestre	Total Ventas (2)	Promedio Movil Trimestral (3)	Promedio Movil Centrado (4)	Valor Estacional Irregular (5)	Indice Estacional (6)	Y _t Desestac (7)	t * Y _t Desestac	t ²
1	1° Trim 05	\$ 947,480				0,905	\$ 1.047,107	\$ 1.047,107	1
2	2° Trim 05	\$ 982,743				0,769	\$ 1.278,326	\$ 2.556,653	4
3	3° Trim 05	\$ 1.760,068	\$ 1.204,979	\$ 1.251,858	1,406	1,376	\$ 1.278,988	\$ 3.836,963	9
4	4° Trim 05	\$ 1.129,626	\$ 1.298,738	\$ 1.345,684	0,839	0,825	\$ 1.369,312	\$ 5.477,249	16
5	1° Trim 06	\$ 1.322,513	\$ 1.392,631	\$ 1.408,091	0,939		\$ 1.461,574	\$ 7.307,872	25
6	2° Trim 06	\$ 1.358,315	\$ 1.423,552	\$ 1.445,109	0,940		\$ 1.766,860	\$ 10.601,162	36
7	3° Trim 06	\$ 1.883,753	\$ 1.466,666	\$ 1.496,176	1,259		\$ 1.368,865	\$ 9.582,058	49
8	4° Trim 06	\$ 1.302,082	\$ 1.525,687	\$ 1.534,343	0,849		\$ 1.578,360	\$ 12.626,880	64
9	1° Trim 07	\$ 1.558,599	\$ 1.542,999	\$ 1.577,864	0,988		\$ 1.722,485	\$ 15.502,363	81
10	2° Trim 07	\$ 1.427,563	\$ 1.612,730	\$ 1.619,721	0,881		\$ 1.856,936	\$ 18.569,362	100
11	3° Trim 07	\$ 2.162,674	\$ 1.626,712	\$ 1.630,272	1,327		\$ 1.571,549	\$ 17.287,042	121
12	4° Trim 07	\$ 1.358,012	\$ 1.633,833	\$ 1.673,045	0,812		\$ 1.646,157	\$ 19.753,890	144
13	1° Trim 08	\$ 1.587,081	\$ 1.712,257	\$ 1.775,402	0,894		\$ 1.753,962	\$ 22.801,502	169
14	2° Trim 08	\$ 1.741,261	\$ 1.838,546	\$ 1.897,099	0,918		\$ 2.264,987	\$ 31.709,811	196
15	3° Trim 08	\$ 2.667,831	\$ 1.955,651	\$ 2.010,912	1,327		\$ 1.938,631	\$ 29.079,467	225
16	4° Trim 08	\$ 1.826,432	\$ 2.066,173	\$ 2.090,642	0,874		\$ 2.213,967	\$ 35.423,478	256
17	1° Trim 09	\$ 2.029,167	\$ 2.115,112	\$ 2.201,964	0,922		\$ 2.242,533	\$ 38.123,057	289
18	2° Trim 09	\$ 1.937,016	\$ 2.288,817	\$ 2.258,849	0,858		\$ 2.519,620	\$ 45.353,158	324
19	3° Trim 09	\$ 3.362,654	\$ 2.228,881	\$ 2.211,362	1,521		\$ 2.443,537	\$ 46.427,210	361
20	4° Trim 09	\$ 1.586,687	\$ 2.193,842	\$ 2.206,033	0,719		\$ 1.923,353	\$ 38.467,061	400
21	1° Trim 10	\$ 1.889,011	\$ 2.218,223	\$ 2.181,232	0,866		\$ 2.087,640	\$ 43.840,430	441
22	2° Trim 10	\$ 2.034,542	\$ 2.144,241	\$ 2.187,488	0,930		\$ 2.646,479	\$ 58.222,536	484
23	3° Trim 10	\$ 3.066,723	\$ 2.230,735	\$ 2.255,819	1,359		\$ 2.228,494	\$ 51.255,360	529
24	4° Trim 10	\$ 1.932,664	\$ 2.280,904	\$ 2.275,261	0,849		\$ 2.342,740	\$ 56.225,756	576
25	1° Trim 11	\$ 2.089,685	\$ 2.269,619	\$ 2.299,819	0,909		\$ 2.309,414	\$ 57.735,346	625
26	2° Trim 11	\$ 1.989,402	\$ 2.330,020	\$ 2.327,740	0,855		\$ 2.587,762	\$ 67.281,816	676
27	3° Trim 11	\$ 3.308,329	\$ 2.325,460	\$ 2.306,042	1,435		\$ 2.404,062	\$ 64.909,667	729
28	4° Trim 11	\$ 1.914,422	\$ 2.286,625	\$ 2.299,205	0,833		\$ 2.320,627	\$ 64.977,567	784
29	1° Trim 12	\$ 1.934,346	\$ 2.311,784	\$ 2.368,032	0,817		\$ 2.137,741	\$ 61,994,494	841
30	2° Trim 12	\$ 2.090,040	\$ 2.424,280	\$ 2.464,025	0,848		\$ 2.718,669	\$ 81,560,064	900
31	3° Trim 12	\$ 3.758,311	\$ 2.503,770				\$ 2.731,049	\$ 84,662,530	961
32	4° Trim 12	\$ 2.232,384					\$ 2.706,055	\$ 86,593,770	1024
33	1° Trim 13						\$ 2,518,400		
34	2° Trim 13						\$ 2,175,467		
35	3° Trim 13						\$ 3,958,293		
36	4° Trim 13						\$ 2,411,315		
37	1° Trim 14						\$ 2,686,997		
38	2° Trim 14						\$ 2,318,708		
39	3° Trim 14						\$ 4,214,702		
40	4° Trim 14						\$ 2,565,025		

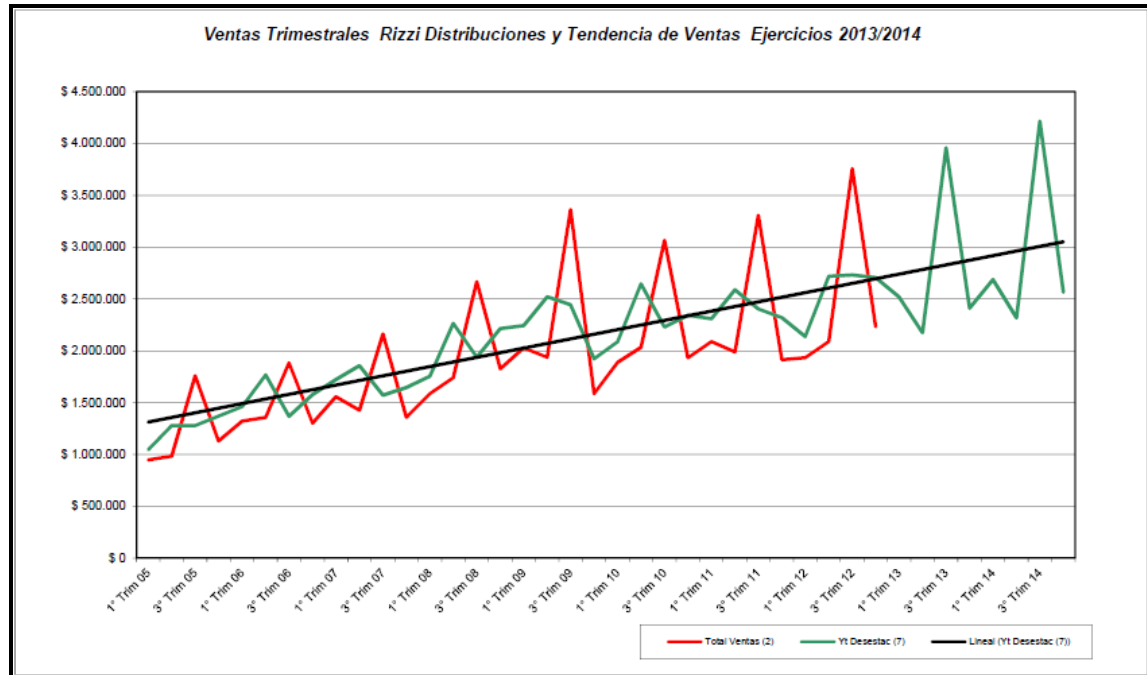
Ejercicio 2013

Ejercicio 2014

Estimado de Ventas Reales

⁷ Cuadro N°3. Ventas Trimestrales Reales (2006/2012) y Estimadas (2013/2014) de Rizzi Distribuciones S.A. Fuente: Elaboración Propia.-

Gráficamente:



La tendencia de ventas que muestra la serie de tiempo puede resumirse de la siguiente manera:

Ejercicio	Ventas Reales Totales	Variación vs. Ejercicio Anterior
2005	\$ 4.819.917	
2006	\$ 5.866.663	22%
2007	\$ 6.506.848	11%
2008	\$ 7.822.605	20%
2009	\$ 8.915.524	14%
2010	\$ 8.922.940	0%
2011	\$ 9.301.839	4%
2012	\$ 10.015.081	8%
2013 ^(*)	\$ 11.063.475	10%
2014 ^(*)	\$ 11.785.432	7%

^(*) Estimado

La proyección fue realizada con los niveles de ventas mensuales informados por la Empresa deflactados, tomando como Tasa de Inflación la medida por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos que a pesar de la manipulación a la que es sometida sigue siendo la única referencia válida del costo del nivel de vida.-

⁸ Cuadro N°4. Ventas Reales 2005 / 2012 y Tendencias Estimadas 2013 / 2014 Rizzi Distribuciones S.A. Fuente: Elaboración Propia.-

La proyección que surge de este método parte de suponer que las variables persiguen un patrón macroeconómico que se espera se mantenga en su mayor parte a lo largo del análisis.-

Las condiciones económicas de la Argentina pueden influenciar en el nivel de ventas afectando la rentabilidad de la Empresa; es por ello que tomo la decisión de suavizar la tasa de crecimiento para el ejercicio 2013 y subsiguiente, porque estimo que existirá un enfriamiento de la economía, realizado a través de un sinceramiento de tarifas de servicios y de un incremento de tasas bancarias para depósitos que hará que exista menos dinero circulando, con tasas de crecimiento del PBI menores a las registradas en años anteriores, con una expectativa inflacionaria en aumento y retroalimentada y además se aprecian situaciones problemáticas en el sector externo referidas principalmente a los coletazos aún existentes de las crisis económicas de las Grandes Potencias y su consecuente disminución en el nivel de exportaciones de nuestros productos, y a la dificultad que se vislumbra para poder realizar importaciones de bienes de consumo, que repercutirá claramente en el consumo de electrodomésticos.-

Teniendo en cuenta lo expresado anteriormente respecto al contexto macroeconómico, decido recortar el crecimiento a una tasa fija del 6% real para cada uno de los ejercicios contables bajo estudio, con los que los niveles de venta para cada uno de los períodos serán:

- Año 2013: \$10.615.985
- Año 2014: \$ 11.252.945

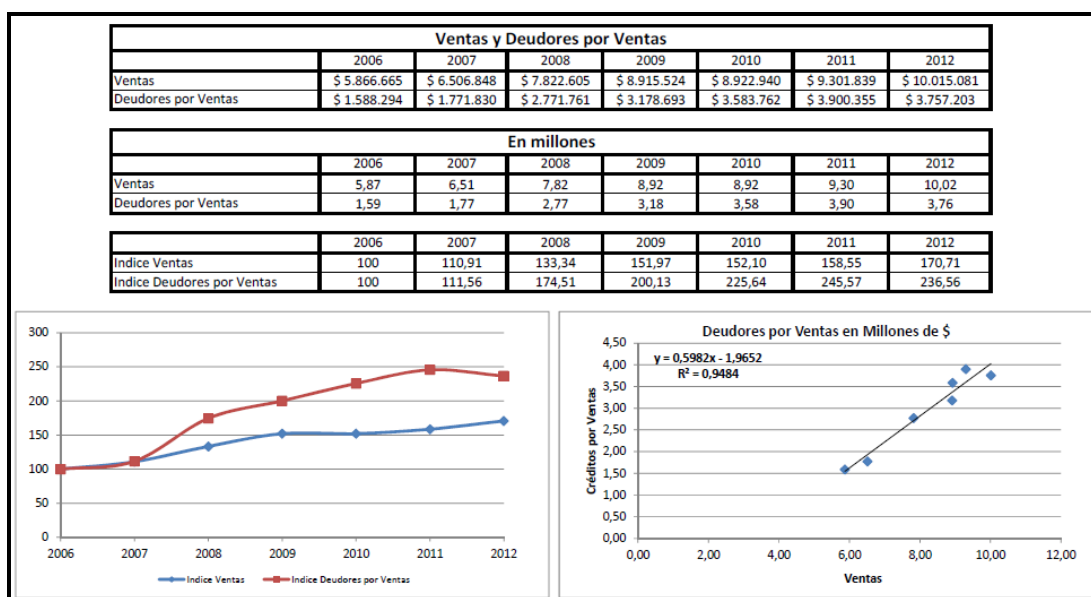
III.III. Determinación de la Necesidad de Financiamiento Externa

Es importante ahora, una vez proyectado los niveles de ventas futuros esperados, y antes de aplicar el Modelo del Enfoque de Ventas, separar las cuentas del estado de resultados y del balance general en dos grupos: las que varían, directamente con las ventas y las que no lo hacen. Dado un pronóstico de ventas, podremos calcular cuánto financiamiento necesitará la empresa para mantener el nivel de ventas pronosticado. Esta relación puede comprobarse mediante el análisis de regresión de las cuentas del balance general respecto al nivel de ventas anual.-

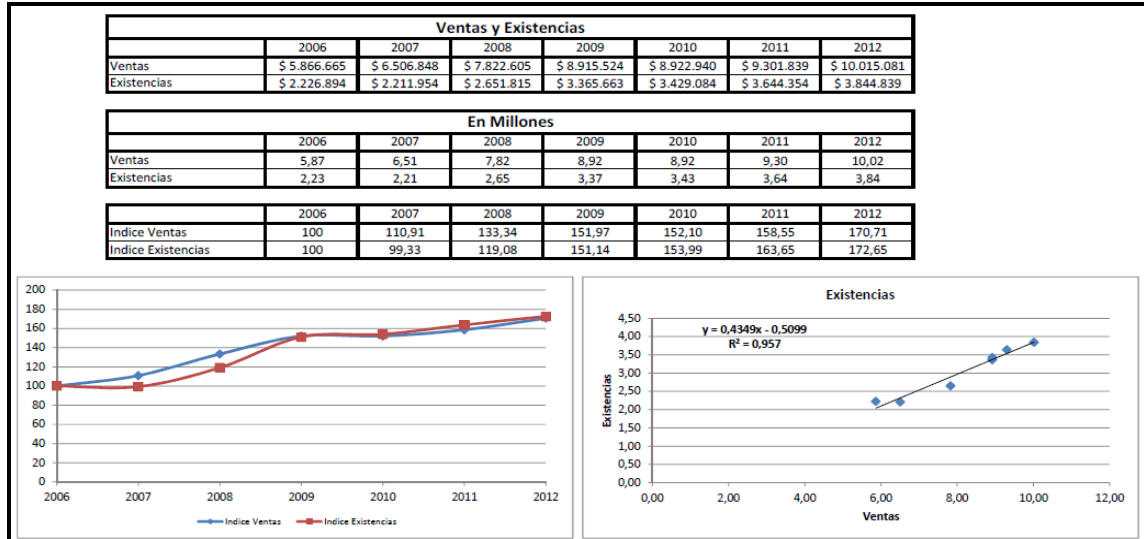
III.III.I. Análisis de Regresión

Utilizando la información histórica brindada por la firma, se comenzó por calcular los números índices correspondientes a cada cuenta del balance involucrada y al nivel de ventas anual, tomando como base el año 2006 (2006 = 100). Luego para cada una de ellas se calculó la recta de regresión, estimando los valores de β_1 y β_2 y el coeficiente de determinación R^2 tal lo establecido en la teoría precedente. A continuación expongo el análisis realizado a cada cuenta en particular:

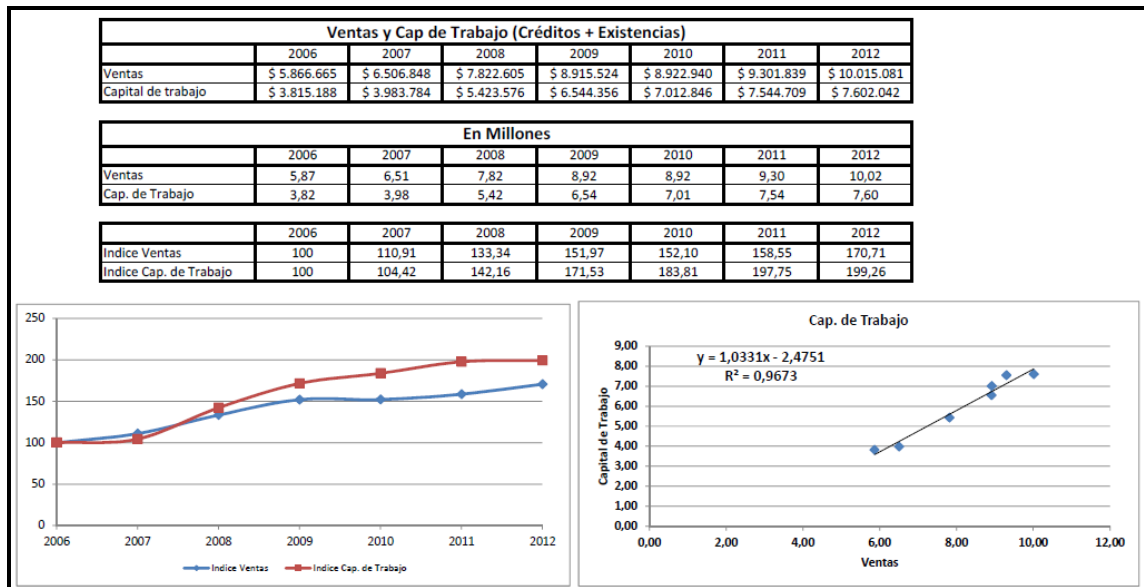
Deudores por Ventas: Es esperable que el monto de esta cuenta varíe al variar el nivel de ventas dado que una gran parte de las ventas se realiza a crédito, lo que se observa es que crece a una cuantía menor a las ventas, si las ventas crecen \$1; el monto de deudores por venta crece \$0.5982, que no es otra cosa más que la pendiente de la recta de regresión. El R^2 muestra una relación del 95% aproximadamente lo que termina de confirmar la fuerte relación que existe entre las variables.-



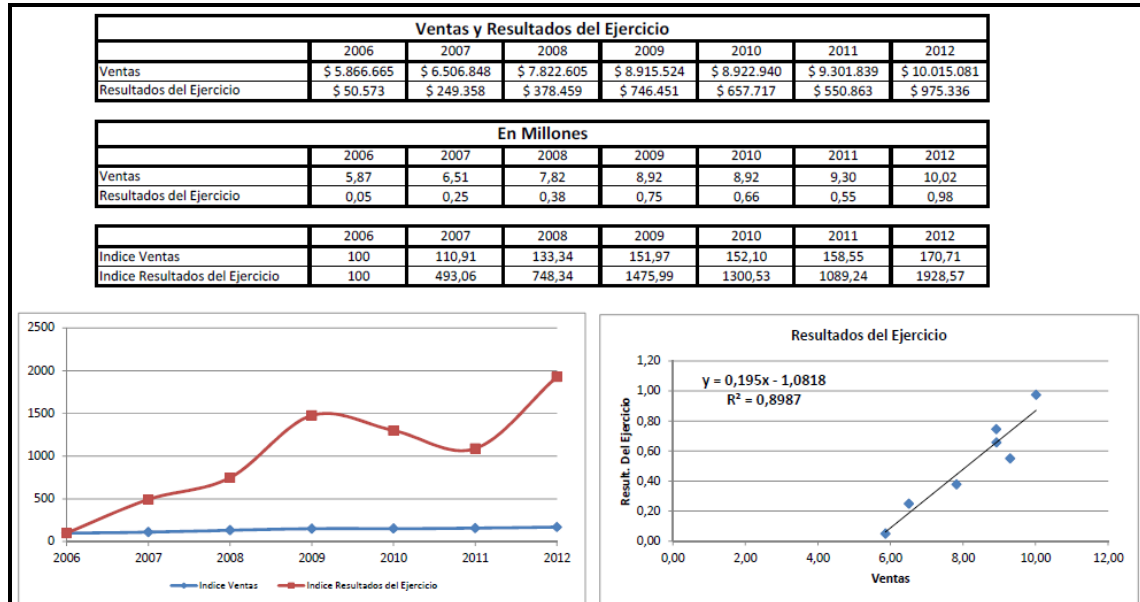
Existencias: Es esperable también que el monto de esta cuenta varíe al variar el nivel de ventas, su crecimiento es menor a las ventas, si las ventas crecen \$1; el monto de deudores por venta crece \$0.4349, que no es otra cosa más que la pendiente de la recta de regresión. El R^2 muestra una relación del 96% aproximadamente lo que termina de confirmar la fuerte relación que existe entre las variables.-



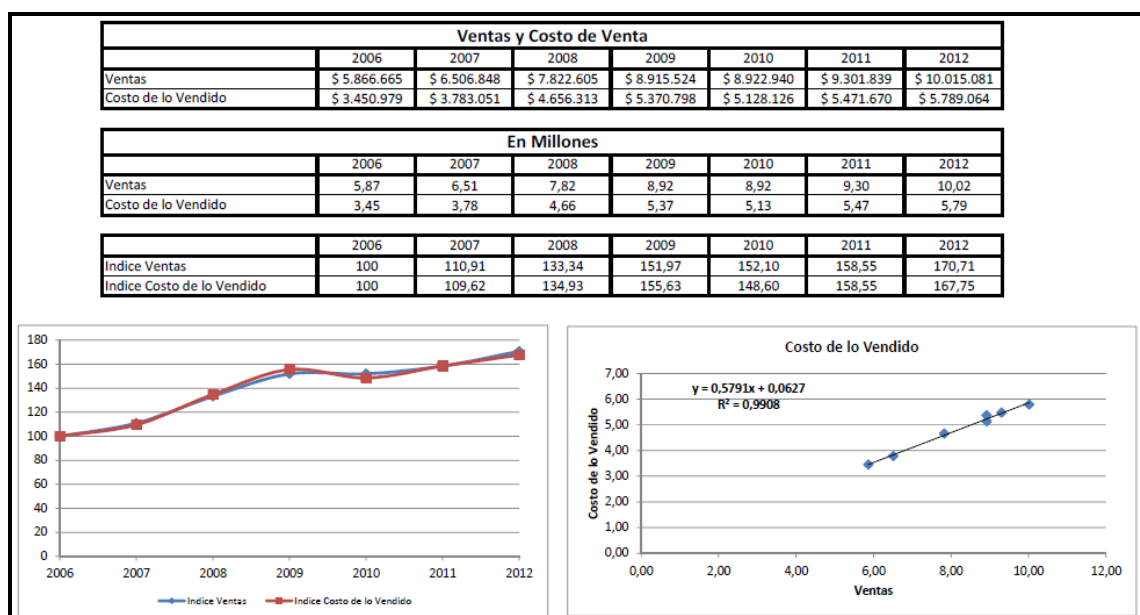
Capital de Trabajo: está representado en este caso por la suma de los dos ítems precedentes, por lo tanto también existe una relación positiva con el nivel de ventas; su crecimiento es mayor según la recta de regresión y el R^2 llega al 97%. -



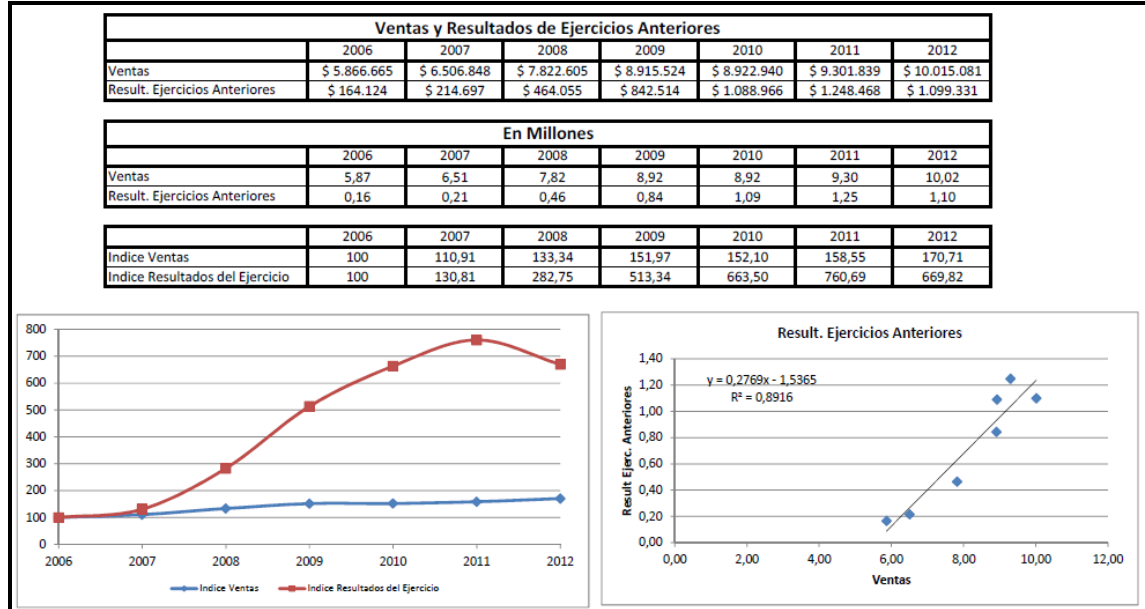
Resultado del Ejercicio: En este caso no existe una relación tan directa con el nivel de ventas, si bien las ventas explican gran parte del resultado, queda evidenciado en la forma oscilante de la curva. La recta de regresión indica que si las ventas crecen en \$1; el resultado lo hará en \$0.195. La confirmación de la relación positiva entre estas variables llega al ver el valor elevado del R^2 (aproximadamente del 90%).-



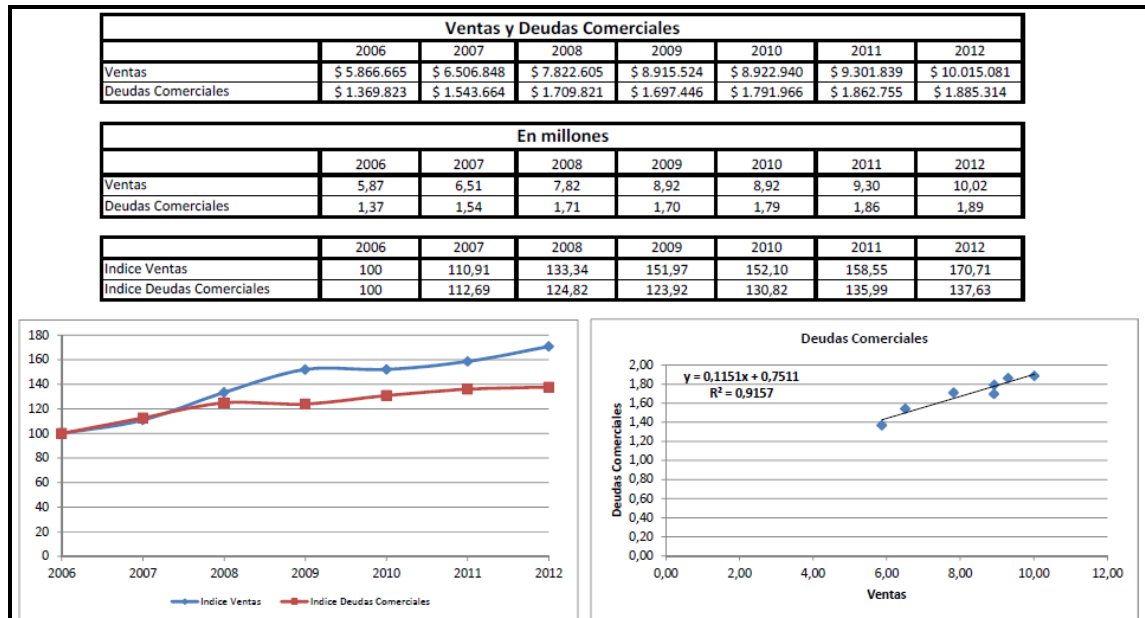
Costo de la Mercadería Vendida: aquí si la relación es bien visible y directa; es de esperar que si aumentan las ventas, aumente también el costo de la mercadería vendida (ya sea por un incremento de precios o por un incremento de las cantidades físicas vendidas). La recta de regresión indica que si las ventas crecen en \$1; el costo lo hará en \$ 0.5791. El R^2 es del 99%. -



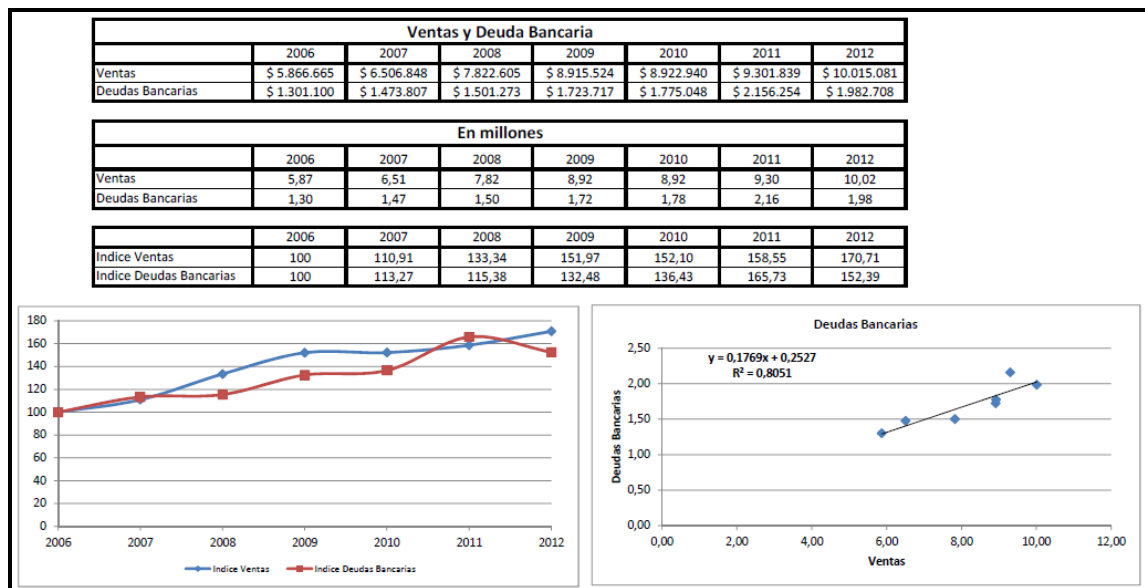
Resultado de Ejercicios Anteriores: si los resultados de los ejercicios anteriores son positivos, es esperable que exista una relación positiva con el nivel de ventas, el R^2 del 89% así lo confirma.-



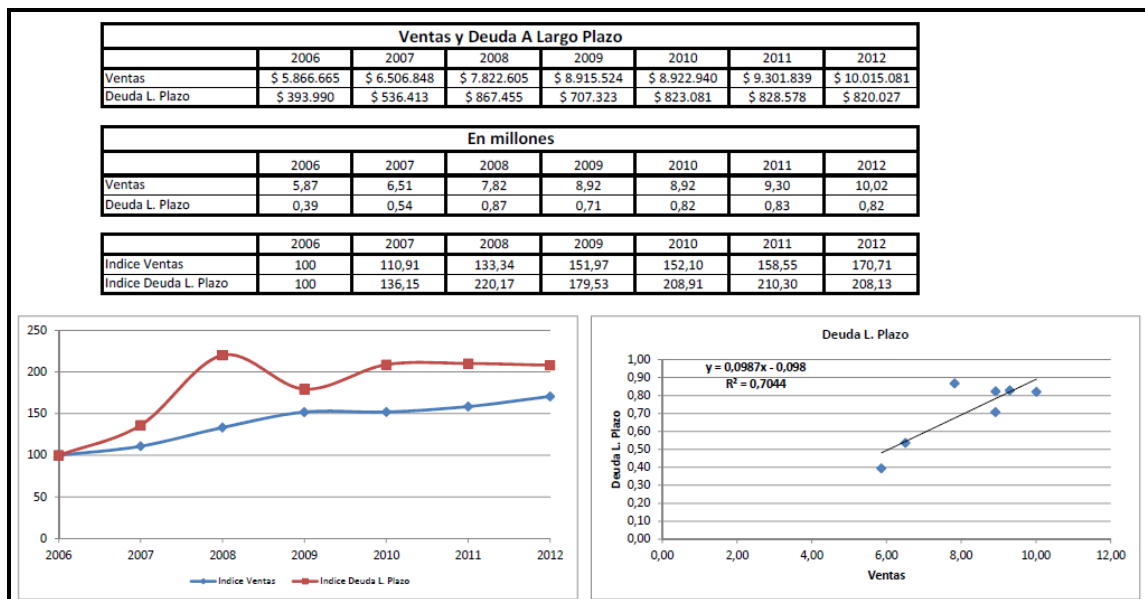
Deudas Comerciales: es lógico que exista una relación positiva con el nivel de ventas dado que es una de las fuentes de financiamiento del Activo Corriente, si se vende más, se compra más y necesitaremos más financiamiento. LA recta de regresión estima que si crece \$1 las ventas; crece \$0.1151 las deudas; el R^2 es del 92%.-



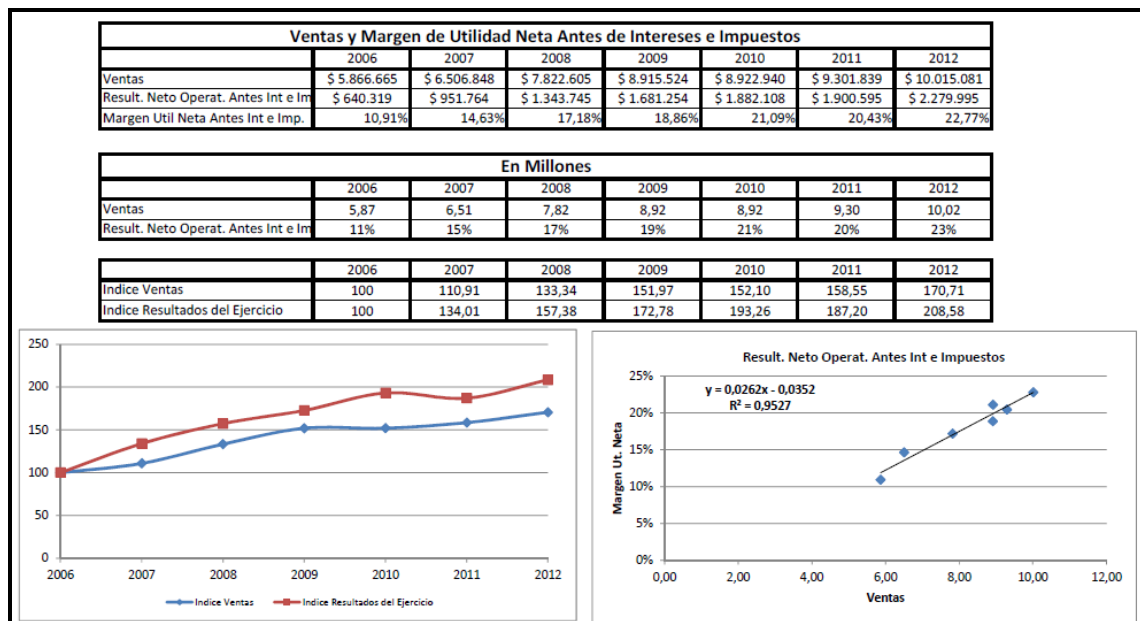
Deuda Bancaria: mismo razonamiento que el anterior, la recta de regresión indica que crece en \$0.1769 por cada \$1 de incremento de ventas. El R^2 es del 80.5%.-



Deuda a Largo Plazo: mismo razonamiento que el anterior, la recta de regresión indica que crece en \$0.0987 por cada \$1 de incremento de ventas. El R^2 es del 70.5% si bien es alto es menos representativo que los anteriores.-



Resultado Neto Operativo antes de II: Idéntico razonamiento que con el Resultado del Ejercicio. El R^2 es del 95%.-



Capital, Reservas y Activo no Corriente no se encuentran correlacionados con el nivel de ventas.-

III.III.II. Modelo del Enfoque del Porcentaje de Ventas

La aplicación de este Modelo servirá para determinar la Necesidad de Financiamiento Externa (FAN) de Rizzi Distribuciones para poder alcanzar la meta de crecimiento establecida. El concepto es sencillo; todo incremento de ventas trae aparejado un incremento en la mayoría de los rubros del Balance; por un lado se incrementan los activos (principalmente las cuentas de Existencias y Deudores por Ventas); y por otro lado también se incrementa el Pasivo dado que debemos financiar de alguna forma ese crecimiento. Más allá de modelo teórico presentado, usaré una versión simplificada y adaptada a una realidad como la de Rizzi Distribuciones.-

Del Análisis de Regresión realizado con los datos históricos observamos que las cuentas Deudores por Venta (D_V) y Existencia (E) pueden expresarse de la siguiente manera:

- $\Delta D_V = 0.5982 \Delta V$;
- $\Delta E = 0.4349 \Delta V$

Lo que significa que el rubro Deudores por Venta se incrementa en \$0.5982 cuando las ventas se incrementan en \$1, el mismo análisis se hace con el rubro Existencias.-

Ahora bien, como hacemos para financiar ese mayor requerimiento de Capital de Trabajo?.-

Se financia a través de un incremento de deudas comerciales (D_C), de deuda bancaria (D_B) a corto plazo, de deuda a largo plazo (D_{LP}) y con la reinversión de una parte de las Ganancias del ejercicio (R_A), a saber:

- $\Delta D_C = 0.1151 \Delta V$
- $\Delta D_B = 0.1769 \Delta V$
- $\Delta D_{LP} = 0.0987 \Delta V$
- $\Delta R_A = 0.2769 \Delta V$

Por otro lado sabemos que el incremento anual de las ventas genera un aumento del margen de ganancia sobre ventas (M_{gV}) antes de intereses e impuestos:

- $\Delta \% M_{gV} = 0.00262 \Delta V$

Por lo tanto el FAN de Rizzi Distribuciones quedará conformado de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \text{FAN} &= \Delta D_V + \Delta E - \Delta D_C - (R_E - D) \\ \text{FAN} &= 0.5982 \Delta V + 0.4349 \Delta V - 0.1151 \Delta V - (R_E - D) \end{aligned}$$

La necesidad de financiamiento estará confirmada por el incremento del saldo de Deudores por Ventas más el incremento de las Existencias necesarias para sostener el nuevo nivel de ventas menos el incremento del saldo de Deudas Comerciales menos la reinversión de la ganancia del ejercicio, se toma la decisión de que los Dividendos (D) serán el 80% del R_E .-

La variable R_E (Resultado del próximo ejercicio) dependerá del margen sobre ventas actual; del incremento del margen de ventas, del nivel de ventas actual, del incremento del nivel de ventas, del nivel de deuda bancaria y de largo plazo, del costo financiero de la misma, y además incorporaré un costo que represente el incremento de los costos fijos que traería aparejado la emisión de la ON, así tendremos:

$$\Delta R_E = \{[(M_{g0} + \Delta \% M_{gV}) * (V_0 + \Delta V) - (D_B + D_{LP}) * CFT - \Delta CF_{ON}]\} * (1 - \% \text{IMP. GAN.})$$

III.IV. Diseño de la Estrategia Financiera necesaria para financiar el crecimiento

El instrumento financiero que propongo a la Gerencia para solucionar el problema de financiamiento es, como ya se ha establecido en el Capítulo V precedente, la emisión de un Programa Global de Obligaciones Negociables PyMEs.-

A continuación expongo el boceto de prospecto del instrumento que se pondría a consideración de los futuros inversores:

CONDICIONES PARTICULARES DE LA EMISIÓN DE LA SERIE I DE

OBLIGACIONES NEGOCIABLES PYMES

Las Obligaciones Negociables constituirán obligaciones negociables de acuerdo a la Ley Nº 23.576 de Obligaciones Negociables y modificatorias (la “Ley de Obligaciones Negociables”), y serán emitidas de conformidad con todos los requisitos de la Ley de Obligaciones Negociables y de otras leyes y regulaciones aplicables de la República Argentina.-

Las Obligaciones Negociables serán colocadas a través de oferta pública en la República Argentina. Sólo pueden ser adquiridas por los inversores que indica el artículo 25 del capítulo VI de las Normas de la Comisión Nacional de Valores. La Serie I no cuenta con calificación de riesgo.-

Se ha resuelto, ofrecer la Serie I de obligaciones negociables PyMEs por un monto de \$ 2.000.000 (Pesos dos millones). La emisión será de 2.000.000 Obligaciones Negociables garantizadas de valor nominal \$ 1 cada una, que representan un monto de \$ 2.000.000. Las Obligaciones Negociables contarán con la fianza de una S.G.R. por \$ 2.000.000 con más sus intereses.-

Factores de Riesgo

Los potenciales compradores de las Obligaciones Negociables deben analizar cuidadosamente toda la información contenida en este Prospecto y tomar en cuenta, entre otras cosas, los siguientes factores de riesgo.-

Deben asegurarse que entienden las características de los términos y condiciones de las Obligaciones Negociables, así como el alcance de su exposición al riesgo en caso de realizar su inversión. Teniendo en cuenta sus propias circunstancias y condición financiera, deben tomar todos los recaudos que razonablemente estimen necesarios antes de realizar su inversión.-

- **Factores económicos y políticos locales**

Antes de efectuar su inversión, los potenciales inversores deberán considerar que no es posible ofrecer garantía alguna de que los acontecimientos futuros en la economía

Argentina, y las políticas gubernamentales y fiscales vinculadas con ellos, no puedan tener un efecto adverso sobre las Obligaciones Negociables.-

En particular, la Emisora podría verse afectada por la inflación, las tasas de interés, las políticas normativas, las regulaciones de los negocios, las normas tributarias y, en general, por el entorno político, social y económico argentino.-

En consecuencia, no es posible asegurar que los futuros acontecimientos económicos, sociales y políticos en Argentina, sobre los cuales la Emisora no ejerce ningún tipo de control, no afectarán el negocio, la situación patrimonial o los resultados de la Emisora, o su capacidad de cumplir con los pagos de capital e intereses de las Obligaciones Negociables.-

- **Factores de riesgo relativos al negocio de la Emisora**

La Emisora posee la totalidad de sus operaciones e instalaciones en Argentina. En consecuencia, su situación patrimonial y los resultados de sus operaciones dependen en gran parte del contexto macroeconómico y político de Argentina.-

Asimismo, la Emisora se encuentra expuesta a los riesgos propios de sus negocios, entre los cuales se encuentran los siguientes:

- Inconvenientes en el suministro de mercadería, debido a restricciones aduaneras.-
- Poder sindical: es posible que debido al mismo se produzcan actualizaciones salariales que desacomoden de forma desproporcionada la actual estructura de gastos de la empresa.-
- Devaluación de nuestra moneda: puede influir desfavorablemente en los precios de nuestros productos.-
- Nivel de consumo de la población: debido a decisiones políticas que impacten en la economía, decaiga la confianza del consumidor o se vea deteriorado el poder adquisitivo de sus ingresos, hechos que hagan que no pueda seguir consumiendo artículos que no sean de primera necesidad, o bien que atesore en lugar de gastar.-

Fecha de emisión: Es la fecha de Integración de los Fondos.-

Fecha de vencimiento: La fecha de vencimiento coincidirá con la de la cuota 4 de amortización de capital de conformidad con lo estipulado "Amortización de Capital".

Interés: En concepto de renta se pagará en forma mensual, un interés fijo equivalente a la Tasa de Referencia más un Diferencial de Tasa a licitarse en el momento de la colocación, con un mínimo del 17% y un máximo de un 19% nominal anual, devengado desde la fecha de integración –para el primer servicio- o desde la fecha de pago de servicios anterior para los restantes-, hasta la fecha de pago de servicios correspondiente. El rendimiento se calculará sobre el saldo de capital, aplicando el Modelo Francés de amortización.-

La Tasa de Referencia es la Tasa BADLAR, que es el promedio de las tasas de interés para colocaciones a plazo fijo en bancos privados en pesos por un plazo de entre 30 (treinta) días y 35 (treinta y cinco) días para operaciones por un monto mayor a un millón de pesos, elaborada y publicada por el Banco Central de la República Argentina. El Diferencial de Tasa es la tasa adicional que se pagará por sobre la tasa de referencia, expresada como una cantidad de puntos básicos.-

Moneda: Pesos.

Amortización de Capital: La amortización de capital será realizada en 1 (una) cuota correspondiente al mes 12.-

Denominación (unidad mínima de negociación): \$ 1 (Peso uno) y múltiplos de \$ 1 (Peso uno).

Forma: Las Obligaciones Negociables serán documentadas en certificados globales permanentes depositados en Caja de Valores S.A. Los obligacionistas no tendrán derecho a exigir la entrega de láminas individuales, por lo que todas las transferencias se realizarán a través del sistema de depósito colectivo. La Caja de Valores S.A. se encuentra autorizada a percibir de los depositantes aranceles por la administración del depósito colectivo y por los pagos de los servicios; estos aranceles estarán a cargo de los depositantes quienes podrán trasladarlos a los beneficiarios.-

Garantía: Las Obligaciones Negociables contarán con la fianza de **GARANTIZAR S.G.R.** por \$ 2.000.000 más sus intereses.-

La S.G.R. se compromete a abonar cualquier importe adeudado por **Rizzi Distribuciones** en virtud de las Obligaciones Negociables garantizadas, sea en concepto de intereses compensatorios y gastos, como de amortización de capital, dentro de una determinada cantidad de días siguientes a haber recibido notificación fehaciente de la Bolsa donde coticen las obligaciones negociables o de haber tomado conocimiento por cualquier otro medio del incumplimiento del pago por parte de Rizzi Distribuciones, lo que ocurra primero. El pago se efectuará a través de la Caja de Valores S.A., debiendo cumplir con sus obligaciones de fiador en las mismas condiciones que el crédito original.-

Rescate: El emisor podrá efectuar el rescate total anticipado de las obligaciones negociables garantizadas a partir de los 300 (trescientos) días contados desde la fecha de emisión, mediante notificación efectuada con un plazo no menor a treinta días. En caso de rescate deberá reintegrarse a los tenedores de las obligaciones negociables garantizadas el capital a rescatar y abonarse los intereses corridos pendientes de pago sobre el capital a rescatar, hasta la fecha de rescate. Dicha fecha deberá coincidir con cualquiera de las fechas de pago de capital e intereses según lo estipulado. El rescate se hará saber con un mes de anticipación por publicación de tres días en el boletín de

comercio de la Bolsa de Comercio de Santa Fe y en un diario de circulación general de la República Argentina. Esta facultad podrá ser realizada en la medida en que haya transcurrido el plazo mínimo establecido precedentemente.-

Destino de los fondos: Los fondos provenientes de la colocación de éstas Obligaciones Negociables, tendrán dos fines fundamentales; una parte irá destinada a la transformación de la Estructura Financiera de la firma y la parte restante será la fuente de financiamiento del plan de ventas anual.-

Colocación

Las Obligaciones Negociables se Colocarán a través de los Agentes Colocadores en el Mercado de Valores del Litoral SA y Cotizarán en la Bolsa de Comercio de Santa Fe.-

Sistema de Colocación: Subasta Holandesa (Dutch Auction) Modificada.-

Mecanismo de Adjudicación: Para determinar el spread de puntos básicos de la suscripción y las cantidades asignadas a cada oferente aceptado se aplicará el denominado "Sistema Holandés" modificado.-

Las ofertas recibidas serán adjudicadas comenzando con las ofertas que soliciten el menor spread y continuando hasta agotar las ON Serie I disponibles. Todas las ofertas deberán especificar el Spread solicitado. La adjudicación se realizará a un único Spread.-

Al finalizar el período de colocación se comunicará a los oferentes el Spread de Suscripción y las cantidades asignadas, quedando perfeccionado el contrato de suscripción conforme con dichos parámetros, con aquellos inversores que hubieran ofrecido un Spread igual o menor al de Corte, según corresponda.-

En caso de que exista sobre suscripción se distribuye proporcionalmente entre aquellos que licitaron el spread de corte.-

III.V. Proyección de la situación futura mediante la elaboración de Balances Pro forma

A los efectos de poder facilitar el análisis final voy a proponer diferentes escenarios a saber:

1. Balances Ejercicios 2013 y 2014 suponiendo la no emisión de Obligaciones Negociables.-
2. Balances Ejercicios 2013 y 2014 suponiendo la emisión de Obligaciones Negociables con un crecimiento de ventas.-
3. Balances Ejercicios 2013 y 2014 suponiendo la emisión de Obligaciones Negociables con un decrecimiento de ventas
4. Balances Ejercicios 2013 y 2014 suponiendo la emisión de Obligaciones Negociables con un crecimiento nulo de ventas.-

Presentaré a continuación los resúmenes de los cálculos de las estimaciones para cada uno de los escenarios que serán importantes de comparar:

III.V.I. Estimaciones para los Balances 2013 y 2014 suponiendo la no emisión de Obligaciones Negociables

ESTIMACION PARA EL AÑO 2013			ESTIMACION PARA EL AÑO 2014		
PARAMETROS	$\Delta DV = 0.5982 \Delta V$	VO \$ 10.015.081	$\Delta DV = 0.5982 \Delta V$	VO \$ 10.615.986	
	$\Delta E = 0.4349 \Delta V$	DB \$ 1.982.708	$\Delta E = 0.4349 \Delta V$	DB \$ 2.334.381	
	$\Delta DC = 0.1151 \Delta V$	DLP \$ 820.027	$\Delta DC = 0.1151 \Delta V$	DLP \$ 820.027	
	$\Delta \%MgV = 0.0262 \Delta V$	Mg0 0,2277	$\Delta \%MgV = 0.0262 \Delta V$	Mg0 0,2537	
	$\Delta DB = 0.1769 \Delta V$		$\Delta DB = 0.1769 \Delta V$	$\Delta CFON$	
	$\Delta DLP = 0.0987 \Delta V$		$\Delta DLP = 0.0987 \Delta V$		
CALCULOS	$\Delta \%V$: 6%	ΔDC : \$ 69.164	$\Delta \%V$: 6%	ΔDC : \$ 73.314	
	ΔV : \$ 600.905	ΔDB : \$ 106.300	ΔV : \$ 636.959	ΔDB : \$ 112.678	
	ΔDV : \$ 359.461	ΔDLP : \$ 59.309	ΔDV : \$ 381.029	ΔDLP : \$ 62.868	
	ΔE : \$ 261.334	$\Delta \%MgV$: \$ 15.744	ΔE : \$ 277.014	$\Delta \%MgV$: \$ 16.688	
	RE \$ 999.787		RE \$ 1.212.331		
D \$ 799.830		D \$ 969.865			
FAN13 \$ 351.673		FAN14 \$ 342.262			

Esta situación planteada proyecta un crecimiento del 6% de ventas para el ejercicio 2013 con respecto al ejercicio 2012 y otro 6% para el ejercicio 2014 respecto del ejercicio 2013, tal lo expresado en el capítulo III de la teoría precedente.-

Utilizando los parámetros resumidos en el cuadro anterior, se calculan, los Resultados del Ejercicio, los Dividendos y la Necesidad de Financiamiento Externa de la siguiente manera:

$$R_{E\ 13}: \{[(0.2277+0.015744)*(\$10.015.081+600.905)]-[(1.982.708+820.027)*0.3733]-\$0\}*(1-0.35)$$

$$R_{E\ 14}: \{[(0.2537+0.01668)*(\$10.615.986+636.959)]-[(2.334.381+820.027)*0.3733]-\$0\}*(1-0.35)$$

$$D_{13}: 0.80 * R_{E 13}$$

$$D_{14}: 0.80 * R_{E 14}$$

$$FAN_{13}: \$359.461+ \$261.334 - \$69.164 - (\$999.787 - \$799.830) = \$ 351.673$$

$$FAN_{14}: \$381.029+ \$277.014 - \$73.314 - (\$1.212.331 - \$969.865) = \$ 342.262$$

Esta necesidad de financiamiento externo necesario para cumplir las metas de ventas establecidas hará que la Deuda Bancaria a corto plazo proyectada para el ejercicio 2013 sea de \$2.334.381, y para el ejercicio 2014 alcance los \$2.676.634 incrementando la participación de la misma en el total del Pasivo agudizando aún más esta situación latente de Insolvencia

BALANCE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activo Corriente	3.833.081	4.518.585	5.603.442	6.612.233	7.030.616	7.577.070	7.701.523	8.322.318	8.980.360
Efectivo	17.893	534.801	179.866	67.877	17.770	32.361	99.481	99.481	99.481
Deudores por Ventas	1.588.294	1.771.830	2.771.761	3.178.693	3.583.762	3.900.355	3.757.203	4.116.664	4.497.693
Bienes de Cambio	2.226.894	2.211.954	2.651.815	3.365.663	3.429.084	3.644.354	3.844.839	4.106.173	4.383.186
Activo No Corriente	2.098.194	2.212.344	2.033.123	1.887.707	1.789.366	1.765.384	1.754.253	1.754.253	1.754.253
Bienes de Uso	1.803.930	1.812.796	1.781.586	1.795.612	1.702.687	1.681.525	1.654.740	1.654.740	1.654.740
Deudores a Largo Plazo	294.264	399.548	251.537	92.095	86.679	83.859	99.513	99.513	99.513
TOTAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776	10.076.571	10.734.614
Pasivo Corriente	2.670.923	3.017.471	3.211.094	3.421.163	3.567.014	4.019.009	3.868.022	4.288.859	4.704.436
Deudas Comerciales	1.369.823	1.543.664	1.709.821	1.697.446	1.791.966	1.862.755	1.885.314	1.954.478	2.027.792
Deudas Bancarias	1.301.100	1.473.807	1.501.273	1.723.717	1.775.048	2.156.254	1.982.708	2.334.381	2.676.644
Pasivo No Corriente	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027	820.027	820.027
Deudas Bancarias	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Negociables	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Pasivos a Largo Plazo	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027	820.027	820.027
TOTAL PASIVO	3.064.913	3.553.884	4.078.549	4.128.486	4.390.095	4.847.587	4.688.049	5.108.886	5.524.463
Capital y Reservas	2.651.665	2.712.990	2.715.502	2.782.488	2.683.204	2.695.536	2.693.060	2.693.060	2.693.060
Resultados Ejercicios Anteriores	164.124	214.697	464.055	842.514	1.088.966	1.248.468	1.099.331	1.274.838	1.304.760
Resultados del Ejercicio	50.573	249.358	378.459	746.451	657.717	550.863	975.336	999.787	1.212.331
TOTAL PATRIMONIO NETO	2.866.362	3.177.045	3.558.016	4.371.454	4.429.887	4.494.867	4.767.727	4.967.685	5.210.151
TOTAL IGUAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776	10.076.571	10.734.614

INDICES	Promedio 2006/2012	EJERCICIOS 2013-14 SIN ON	
		2013	2014
Liquidez	1,78	1,94	1,91
Prueba acida	0,89	0,98	0,98
Endeudamiento Bancario CP	21,13%	23,17%	24,93%
Endeudamiento a corto plazo	42,36%	42,56%	43,82%
Endeudamiento Total	51,10%	50,70%	51,46%
Costos financieros	20,20%	23,05%	23,63%
Margen Bruto	41,31%	42,39%	42,39%
Margen Neto Operativo	17,98%	25,37%	25,27%
Margen Ordinario	5,85%	9,42%	10,77%
ROE	12,13%	20,13%	23,27%
ROA	16,31%	21,61%	23,45%

Los ratios de Liquidez se mantienen en niveles aceptables lo que no significa que no existan riesgos de liquidez al mantener el Pasivo Corriente en un nivel tan elevado dado que caídas de las ventas en el futuro pueden hacer descender la liquidez.-

En cuanto a los indicadores de Solvencia no se visualizan cambios importantes dado que la proyección mantiene una estructura de financiamiento como la actual; lo que implica un endeudamiento a corto plazo importante y además en crecimiento dado que el mismo

⁹ Cuadro N°5. Balance General Rizzi Distribuciones S.A. Ejercicios 2006/2014 suponiendo no emisión de ON. Fuente: Elaboración Propia.-

¹⁰ Cuadro N°6. Ratios Financieros Rizzi Distribuciones S.A. Promedio 2006/2012 comparado con proyectado 2013/2014. Fuente: Elaboración Propia.-

crece a un ritmo más rápido que las Deudas Comerciales, como es de esperar no existirán variaciones en el Costo Financiero.-

Dentro de los indicadores de Rentabilidad no se esperan mayores cambios en los Márgenes y así queda demostrado, dado que no estoy proponiendo ningún cambio en la estructura de costos, la variación que existe entre los márgenes proyectados para los ejercicios 2013 y 2014 comparado con el promedio de los ejercicios 2006/12 se deben a la relación positiva existente entre ventas y márgenes visto en el Análisis de Regresión precedente.-

El ROA muestra una tendencia de crecimiento positiva para los períodos proyectados debido a que se incrementan las ventas netas y además se incrementa la Rentabilidad del negocio debido al incremento de los márgenes al crecer las ventas.-

El Costo Financiero se incrementa en los períodos proyectados básicamente por el incremento del stock de deuda bancaria en el corto plazo a través de los Bancos Comerciales (se replica la tasa real pagada en el ejercicio 2012 de 37.33% para ambos períodos proyectados); obsérvese que para el ejercicio 2013 el ROA sigue siendo menor al CF pero en una cuantía menor a la del promedio del período analizado, este incremento del ROA redundará en una mejora del rendimiento de los accionistas (ROE) pero hago la aclaración de que esta situación no es resultado de la aplicación de la estrategia financiera propuesta sino que se debe simplemente a la mejora de Rentabilidad por crecimiento de las ventas y los márgenes de las mismas.-

Para el ejercicio 2014 prácticamente el Retorno sobre los Activos es similar al Costo Financiero y al Rendimiento de los Accionistas; mejorando aún más el beneficio de los mismos.-

III.V.II. Estimaciones para los Balances 2013 y 2014 suponiendo la emisión de Obligaciones Negociables a fines del Balance 2013 con crecimiento de ventas

Al igual que en el escenario anterior se espera un crecimiento positivo de las ventas para el ejercicio 2013 y para el ejercicio 2014:

ESTIMACION PARA EL AÑO 2013			ESTIMACION PARA EL AÑO 2014		
PARAMETROS	$\Delta DV = 0.5982 \Delta V$	VO \$ 10.015.081	PARAMETROS	$\Delta DV = 0.5982 \Delta V$	VO \$ 10.615.986
	$\Delta E = 0.4349 \Delta V$	DB \$ 1.982.708		$\Delta E = 0.4349 \Delta V$	DB \$ 346.211
	$\Delta DC = 0.1151 \Delta V$	DLP \$ 820.027		$\Delta DC = 0.1151 \Delta V$	DLP \$ 820.027
	$\Delta \%MgV = 0.0262 \Delta V$	MgO 0,2277		$\Delta \%MgV = 0.0262 \Delta V$	MgO 0,2537
	$\Delta DB = 0.1769 \Delta V$			$\Delta DB = 0.1769 \Delta V$	$\Delta CFON$ \$ 91.000
	$\Delta DLP = 0.0987 \Delta V$			$\Delta DLP = 0.0987 \Delta V$	
CALCULOS	$\Delta \%V:$ 6%	$\Delta DC:$ \$ 69.164	CALCULOS	$\Delta \%V:$ 6%	$\Delta DC:$ \$ 73.314
	$\Delta V:$ \$ 600.905	$\Delta DB:$ \$ 106.300		$\Delta V:$ \$ 636.959	$\Delta DB:$ \$ 112.678
	$\Delta DV:$ \$ 359.461	$\Delta DLP:$ \$ 59.309		$\Delta DV:$ \$ 381.029	$\Delta DLP:$ \$ 62.868
	$\Delta E:$ \$ 261.334	$\Delta \%MgV:$ \$ 15.744		$\Delta E:$ \$ 277.014	$\Delta \%MgV:$ \$ 16.688
RE \$ 940.637			RE \$ 1.362.600		
D \$ 752.510			D \$ 1.090.080		
FAN13 \$ 363.503			FAN14 \$ 312.208		

Utilizando los parámetros resumidos en el cuadro anterior, se calculan, los Resultados del Ejercicio, los Dividendos y la Necesidad de Financiamiento Externa de la siguiente manera:

$$RE_{13}: \{[(0.2277+0.015744)*(\$10.015.081+600.905)] - [(1.982.708+820.027)*0.3733] - \$91.000\} * (1-0.35)$$

$$RE_{14}: \{[(0.2537+0.01668)*(\$10.615.986+636.959)] - [(346.211+820.027)*0.3733 + (2.000.000*0.21)] - \$91.000\} * (1-0.35)$$

$$D_{13}: 0.80 * RE_{13}$$

$$D_{14}: 0.80 * RE_{14}$$

$$FAN_{13}: \$359.461 + \$261.334 - \$69.164 - (\$940.637 - \$752.510) = \$363.503$$

$$FAN_{14}: \$381.029 + \$277.014 - \$73.314 - (\$1.362.600 - \$1.090.080) = \$312.208$$

A diferencia del escenario anterior, la Deuda Bancaria a CP no será la que absorba esa necesidad de financiamiento del ejercicio 2013 por el hecho de que ese FAN se encuentra incluido en el monto de emisión de la Obligación Negociable, por lo cual cambiará la estructura del pasivo, tal como se observa en el Balance proforma que se expone a continuación:

BALANCE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activo Corriente	3.833.081	4.518.585	5.603.442	6.612.233	7.030.616	7.577.070	7.701.523	8.322.318	8.980.360
Efectivo	17.893	534.801	179.866	67.877	17.770	32.361	99.481	99.481	99.481
Deudores por Ventas	1.588.294	1.771.830	2.771.761	3.178.693	3.583.762	3.900.355	3.757.203	4.116.664	4.497.693
Bienes de Cambio	2.226.894	2.211.954	2.651.815	3.365.663	3.429.084	3.644.354	3.844.839	4.106.173	4.383.186
Activo No Corriente	2.098.194	2.212.344	2.033.123	1.887.707	1.789.366	1.765.384	1.754.253	1.754.253	1.754.253
Bienes de Uso	1.803.930	1.812.796	1.781.586	1.795.612	1.702.687	1.681.525	1.654.740	1.654.740	1.654.740
Deudores a Largo Plazo	294.264	399.548	251.537	92.095	86.679	83.859	99.513	99.513	99.513
TOTAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776	10.076.571	10.734.613
Pasivo Corriente	2.670.923	3.017.471	3.211.094	3.421.163	3.567.014	4.019.009	3.868.022	2.300.689	2.386.211
Deudas Comerciales	1.369.823	1.543.664	1.709.821	1.697.446	1.791.966	1.862.755	1.885.314	1.954.478	2.027.792
Deudas Bancarias	1.301.100	1.473.807	1.501.273	1.723.717	1.775.048	2.156.254	1.982.708	346.211	358.419
Pasivo No Corriente	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027	2.820.027	3.120.027
Deudas Bancarias	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Negociables	-	-	-	-	-	-	-	2.000.000	2.300.000
Otros Pasivos a Largo Plazo	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027	820.027	820.027
TOTAL PASIVO	3.064.913	3.553.884	4.078.549	4.128.486	4.390.095	4.847.587	4.688.049	5.120.716	5.506.239
Capital y Reservas	2.651.665	2.712.990	2.715.502	2.782.488	2.683.204	2.695.536	2.693.060	2.693.060	2.693.060
Resultados Ejercicios Anteriores	164.124	214.697	464.055	842.514	1.088.966	1.248.468	1.099.331	1.322.158	1.172.715
Resultados del Ejercicio	50.573	249.358	378.459	746.451	657.717	550.863	975.336	940.637	1.362.600
TOTAL PATRIMONIO NETO	2.866.362	3.177.045	3.558.016	4.371.454	4.429.887	4.494.867	4.767.727	4.955.855	5.228.376
TOTAL IGUAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776	10.076.571	10.734.614

11

Para el ejercicio 2014, la situación es similar; se modifica la estructura del Pasivo como consecuencia del traspaso de Deuda Corriente a Deudas a Largo Plazo.-

En este caso el monto a emitir de la SERIE II de Obligaciones Negociables es mayor al del ejercicio 2013; esto es así dado que la Necesidad de Financiamiento necesaria para cumplir las metas del ejercicio 2014 se adicionan al monto emitido en la Serie I. Esta modificación en el monto a colocar de Obligaciones Negociables de la SERIE II, se puede lograr dado que las emisiones de las distintas series del Programa Global están relacionadas con el nivel de ventas estimado para cada período.-

INDICES	Promedio 2006/2012	EJERCICIOS 2013-14 CON ON Y CREC. VTAS	
		2013	2014
Liquidez	1,78	3,62	3,76
Prueba acida	0,89	1,83	1,93
Endeudamiento Bancario CP	21,13%	3,44%	3,34%
Endeudamiento a corto plazo	42,36%	22,83%	22,23%
Endeudamiento Total	51,10%	50,82%	51,29%
Costos financieros	20,20%	23,08%	16,76%
Margen Bruto	41,31%	42,39%	42,39%
Margen Neto Operativo	17,98%	25,37%	25,27%
Margen Ordinario	5,85%	8,86%	12,11%
ROE	12,13%	18,98%	26,06%
ROA	16,31%	21,06%	21,29%

12

Los *ratios de Liquidez* se modifican sustancialmente tomando valores mayores a 2; lo que significa que existen recursos ociosos. Esto sucede por el hecho fundamental de que disminuye drásticamente el Pasivo Corriente. Lo mismo ocurre con el ratio de *Prueba Ácida*.-

En cuanto a los indicadores de Solvencia se visualizan cambios importantes en lo relativo al *Endeudamiento Bancario*, el cual se sitúa en niveles del 3% aproximado con respecto al 21% promedio del período analizado; esta mejora obviamente mejora el ratio de

¹¹ Cuadro N°7. Balance General Rizzi Distribuciones S.A. Ejercicios 2006/2014 suponiendo emisión de ON y ventas crecientes. Fuente: Elaboración Propia.-

¹² Cuadro N°8. Ratios Financieros Rizzi Distribuciones S.A. Promedio 2006/2012 comparado con proyectado 2013/2014. Fuente: Elaboración Propia

Endeudamiento a Corto Plazo (primer beneficio que se alcanza al emitir Obligaciones Negociables).-

Con respecto al Costo Financiero, obsérvese que para el ejercicio 2013 no presenta mejoras dado que la vigencia de las condiciones de la Serie I de Obligaciones Negociables se dará a partir del Ejercicio 2014; en el mismo si se observa la caída del Costo Financiero de casi 3.5 puntos (segundo beneficio buscado al emitir la ON), esto se logra por el hecho de que se está proponiendo reemplazar una deuda de un costo elevado por la deuda contraída a través de Obligaciones Negociables, la cual posee un Costo Financiero del 21% (incluyendo los gastos).-

Dentro de los indicadores de Rentabilidad se esperan cambios en los Márgenes que se desprenden de la relación de los mismos con el nivel de venta y así queda demostrado.-

El ROA muestra una tendencia de crecimiento positiva para los períodos proyectados debido a que se incrementa el nivel de ventas netas y además se incrementa la Rentabilidad del negocio debido al incremento de los márgenes al crecer las ventas.-

El Costo Financiero es aún elevado para el Ejercicio 2013 pero existe una mejora de más de 6 puntos si se compara con la proyección del Ejercicio 2014 por el hecho de que la empresa ya se estaría financiando en mejores condiciones.-

Para el Ejercicio 2014 se observa que el ROA es mayor al Costo Financiero por lo que se espera que el ROE sea mayor al ROA; esto efectivamente se produce y significa que los accionistas logran apalancarse positivamente, es decir que el accionista se beneficia más que proporcionalmente respecto a la rentabilidad del activo.-

III.V.III. Estimaciones para los Balances 2013 y 2014 suponiendo la emisión de Obligaciones Negociables a fines del Balance 2013 con decrecimiento de ventas

Se proyecta un crecimiento positivo de las ventas para el ejercicio 2013 y un crecimiento negativo de las ventas para el balance 2014:

ESTIMACION PARA EL AÑO 2013			ESTIMACION PARA EL AÑO 2014		
PARAMETROS	$\Delta DV = 0.5982 \Delta V$	VO \$ 10.015.081	PARAMETROS	$\Delta DV = 0.5982 \Delta V$	VO \$ 10.615.986
	$\Delta E = 0.4349 \Delta V$	DB \$ 1.982.708		$\Delta E = 0.4349 \Delta V$	DB \$ 346.211
	$\Delta DC = 0.1151 \Delta V$	DLP \$ 820.027		$\Delta DC = 0.1151 \Delta V$	DLP \$ 820.027
	$\Delta \%MgV = 0.0262 \Delta V$	MgO 0,2277		$\Delta \%MgV = 0.0262 \Delta V$	MgO 0,2537
	$\Delta DB = 0.1769 \Delta V$			$\Delta DB = 0.1769 \Delta V$	$\Delta CFON$ \$ 91.000
	$\Delta DLP = 0.0987 \Delta V$			$\Delta DLP = 0.0987 \Delta V$	DON \$ 1.230.829
CALCULOS	$\Delta \%V$: 6%	ΔDC : \$ 69.164	CALCULOS	$\Delta \%V$: -6%	ΔDC : \$ -73.314
	ΔV : \$ 600.905	ΔDB : \$ 106.300		ΔV : \$ -636.959	ΔDB : \$ -112.678
	ΔDV : \$ 359.461	ΔDLP : \$ 59.309		ΔDV : \$ -381.029	ΔDLP : \$ -62.868
	ΔE : \$ 261.334	$\Delta \%MgV$: \$ 15.744		ΔE : \$ -277.014	$\Delta \%MgV$: \$ -16.688
RE \$ 940.637			RE \$ 922.213		
D \$ 752.510			D \$ 737.770		
FAN13 \$ 363.503			FAN14 \$ -769.171		

Los Resultados del Ejercicio, los Dividendos y la Necesidad de Financiamiento Externa se calculan de la siguiente manera:

$$RE_{13}: \{[(0.2277+0.015744)*(\$10.015.081+600.905)]-[(1.982.708+820.027)*0.3733]-\$91.000\}*(1-0.35)$$

$$RE_{14}: \{[(0.2537-0.01668)*(\$10.615.986-636.959)]-[(346.211+820.027)*0.3733+(1.200.000*0.21)]-\$91.000\}*(1-0.35)$$

$$D_{13}: 0.80 * RE_{13}$$

$$D_{14}: 0.80 * RE_{14}$$

$$FAN_{13}: \$359.461 + \$261.334 - \$69.164 - (\$940.637 - \$752.510) = \$ 363.503$$

$$FAN_{14}: - \$381029 - \$277014 - \$73314 - (\$922.213 - \$737.770) = - \$ 769.171$$

La situación para el ejercicio 2013 será similar a la situación precedente es decir, las deudas bancarias disminuirán a \$346.211, se visualiza la restructuración del pasivo, reemplazando deuda a corto plazo por deuda a largo plazo mediante la emisión de la ON, trayendo aparejados los cambios ya vistos en los ratios.-

Si se proyectan cambios en el Balance General para el ejercicio 2014; en este caso la emisión de la Serie II de Obligaciones negociables será por un monto de \$1.200.000 debido a que en este caso planteado el FAN es negativo; es decir, que la empresa podría financiarse con lo que genera. Por lo tanto cancela Capital de la Serie I y emite una nueva por un monto menor.-

BALANCE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activo Corriente	3.833.081	4.518.585	5.603.442	6.612.233	7.030.616	7.577.070	7.701.523	8.322.318	7.664.275
Efectivo	17.893	534.801	179.866	67.877	17.770	32.361	99.481	99.481	99.481
Deudores por Ventas	1.588.294	1.771.830	2.771.761	3.178.693	3.583.762	3.900.355	3.757.203	4.116.664	3.735.635
Bienes de Cambio	2.226.894	2.211.954	2.651.815	3.365.663	3.429.084	3.644.354	3.844.839	4.106.173	3.829.159
Activo No Corriente	2.098.194	2.212.344	2.033.123	1.887.707	1.789.366	1.765.384	1.754.253	1.754.253	1.754.253
Bienes de Uso	1.803.930	1.812.796	1.781.586	1.795.612	1.702.687	1.681.525	1.654.740	1.654.740	1.654.740
Deudores a Largo Plazo	294.264	399.548	251.537	92.095	86.679	83.859	99.513	99.513	99.513
TOTAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776	10.076.571	9.418.528
Pasivo Corriente	2.670.923	3.017.471	3.211.094	3.421.163	3.567.014	4.019.009	3.868.022	2.300.689	2.258.204
Deudas Comerciales	1.369.823	1.543.664	1.709.821	1.697.446	1.791.966	1.862.755	1.885.314	1.954.478	1.881.164
Deudas Bancarias	1.301.100	1.473.807	1.501.273	1.723.717	1.775.048	2.156.254	1.982.708	346.211	377.040
Pasivo No Corriente	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027	2.820.027	2.020.027
Deudas Bancarias	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Negociables	-	-	-	-	-	-	-	2.000.000	1.200.000
Otros Pasivos a Largo Plazo	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027	820.027	820.027
TOTAL PASIVO	3.064.913	3.553.884	4.078.549	4.128.486	4.390.095	4.847.587	4.688.049	5.120.716	4.278.231
Capital y Reservas	2.651.665	2.712.990	2.715.502	2.782.488	2.683.204	2.695.536	2.693.060	2.693.060	2.693.060
Resultados Ejercicios Anteriores	164.124	214.697	464.055	842.514	1.088.966	1.248.468	1.099.331	1.322.158	1.525.024
Resultados del Ejercicio	50.573	249.358	378.459	746.451	657.717	550.863	975.336	940.637	922.213
TOTAL PATRIMONIO NETO	2.866.362	3.177.045	3.558.016	4.371.454	4.429.887	4.494.867	4.767.727	4.955.855	5.140.297
TOTAL IGUAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776	10.076.571	9.418.528

13

INDICES	Promedio 2006/2012	EJERCICIOS 2013-14 CON ON Y DECREC. VTAS	
		2013	2014
Liquidez	1,78	3,62	3,39
Prueba acida	0,89	1,83	1,70
Endeudamiento Bancario CP	21,13%	3,44%	4,00%
Endeudamiento a corto plazo	42,36%	22,83%	23,98%
Endeudamiento Total	51,10%	50,82%	45,42%
Costos financieros	20,20%	23,08%	18,20%
Margen Bruto	41,31%	42,39%	40,50%
Margen Neto Operativo	17,98%	25,37%	20,92%
Margen Ordinario	5,85%	8,86%	9,24%
ROE	12,13%	18,98%	17,94%
ROA	16,31%	21,06%	18,06%

14

Los *ratios de Liquidez* para 2014 alcanzan valores mayores a 2; muy por encima del promedio 2006/2012. La explicación es similar al escenario anterior, sucede por el hecho de que disminuye el Pasivo Corriente. Lo mismo ocurre con el ratio de *Prueba Ácida*.

En cuanto a los indicadores de Solvencia se visualizan cambios importantes en lo relativo al *Endeudamiento Bancario*, el cual se sitúa en niveles del 4% aproximado con respecto al 21% promedio del período analizado; esta mejora se hace extensiva obviamente el ratio de *Endeudamiento a Corto Plazo*.

Con respecto al Costo Financiero, obsérvese que para el ejercicio 2013 no presenta mejoras dado que la vigencia de las condiciones de la Serie I de Obligaciones Negociables se dará a partir del Ejercicio 2014; en el mismo si se observa la caída del Costo Financiero de 2 puntos (segundo beneficio buscado al emitir la ON), esto se logra por el hecho de que se está proponiendo reemplazar una deuda de un costo elevado por la deuda contraída a través de Obligaciones Negociables, la cual posee un Costo Financiero del 21% (incluyendo los gastos).

Dentro de los indicadores de Rentabilidad se esperan cambios en los Márgenes que se desprenden de la relación de los mismos con el nivel de venta y así queda demostrado.

¹³ Cuadro N°9. Balance General Rizzi Distribuciones S.A. Ejercicios 2006/2014 suponiendo emisión de ON y ventas decrecientes. Fuente: Elaboración Propia.-

¹⁴ Cuadro N°10. Ratios Financieros Rizzi Distribuciones S.A. Promedio 2006/2012 comparado con proyectado 2013/2014. Fuente: Elaboración Propia.-

El ROA muestra una tendencia de crecimiento positiva para los períodos proyectados debido a que se incrementa la Rentabilidad del negocio debido al incremento de los márgenes al crecer las ventas.-

El Costo Financiero es aún elevado para el Ejercicio 2013 pero existe una mejora de aproximadamente 5 puntos comparado con la situación de proyección del Ejercicio 2014 por el hecho de que la empresa ya se estaría financiando en mejores condiciones.-

Para el Ejercicio 2014 se observa que el ROA es similar al Costo Financiero y similar al ROE, los accionistas logran beneficiarse por este incremento del ROA y la disminución del Costo Financiero (apalancamiento nulo) pero en una menor cuantía que la situación de crecimiento de ventas.-

III.V.IV. Estimaciones para los Balances 2013 y 2014 suponiendo la emisión de Obligaciones Negociables a fines del Balance 2013

Se proyecta un crecimiento de ventas para el Ejercicio 2013 y un crecimiento nulo de las ventas para el balance 2014:

ESTIMACION PARA EL AÑO 2013			ESTIMACION PARA EL AÑO 2014		
PARAMETROS	$\Delta DV = 0.5982 \Delta V$	VO \$ 10.015.081	PARAMETROS	$\Delta DV = 0.5982 \Delta V$	VO \$ 10.615.986
	$\Delta E = 0.4349 \Delta V$	DB \$ 1.982.708		$\Delta E = 0.4349 \Delta V$	DB \$ 346.211
	$\Delta DC = 0.1151 \Delta V$	DLP \$ 820.027		$\Delta DC = 0.1151 \Delta V$	DLP \$ 820.027
	$\Delta \%MgV = 0.0262 \Delta V$	Mg0 0,2277		$\Delta \%MgV = 0.0262 \Delta V$	Mg0 0,2537
	$\Delta DB = 0.1769 \Delta V$			$\Delta DB = 0.1769 \Delta V$	$\Delta CFON$ \$ 91.000
	$\Delta DLP = 0.0987 \Delta V$		$\Delta DLP = 0.0987 \Delta V$	DON \$ 1.772.901	
CALCULOS	$\Delta \%V$: 6%	ΔDC : \$ 69.164	CALCULOS	$\Delta \%V$: 0%	ΔDC : \$ -
	ΔV : \$ 600.905	ΔDB : \$ 106.300		ΔV : \$ -	ΔDB : \$ -
	ΔDV : \$ 359.461	ΔDLP : \$ 59.309		ΔDV : \$ -	ΔDLP : \$ -
	ΔE : \$ 261.334	$\Delta \%MgV$: \$ 15.744		ΔE : \$ -	$\Delta \%MgV$: \$ -
RE \$ 940.637			RE \$ 1.135.497		
D \$ 752.510			D \$ 908.398		
FAN13 \$ 363.503			FAN14 \$ -227.099		

Los Resultados del Ejercicio, los Dividendos y la Necesidad de Financiamiento Externa se calculan de la siguiente manera:

$$R_E_{13} = \{[(0.2277+0.015744)*(\$10.015.081+600.905)]-[(1.982.708+820.027)*0.3733]-\$91.000\}*(1-0.35)$$

$$R_E_{14} = \{[(0.2537)*(\$10.615.986)]-[(346.211+820.027)*0.3733+(1.750.000*0.21)]-\$91.000\}*(1-0.35)$$

$$D_{13} = 0.80 * R_E_{13}$$

$$D_{14} = 0.80 * R_E_{14}$$

$$FAN_{13} = \$359.461 + \$261.334 - \$69.164 - (\$940.637 - \$752.510) = \$ 363.503$$

$$FAN_{14} = \$0 + \$0 - \$0 - (\$1.135.497 - \$908.398) = - \$ 227.099$$

La situación para el ejercicio 2013 será similar a las situaciones precedentes, es decir, las deudas bancarias disminuirán a \$346.211, se visualiza la restructuración del pasivo,

reemplazando deuda a corto plazo por deuda a largo plazo mediante la emisión de la ON, trayendo aparejados los cambios ya vistos en los ratios fundamentalmente de liquidez y rentabilidad.-

Si se proyectan cambios en el Balance General para el ejercicio 2014; en este caso la emisión de la Serie II de Obligaciones negociables será por un monto de \$1.750.000 debido a que en este caso planteado el FAN es negativo; es decir, que la empresa podría financiar su crecimiento con las utilidades no retribuidas que genera. Por lo tanto cancela Capital de la Serie I y emite una nueva por un monto menor.-

BALANCE	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activo Corriente	3.833.081	4.518.585	5.603.442	6.612.233	7.030.616	7.577.070	7.701.523	8.322.318	8.322.318
Efectivo	17.893	534.801	179.866	67.877	17.770	32.361	99.481	99.481	99.481
Deudores por Ventas	1.588.294	1.771.830	2.771.761	3.178.693	3.583.762	3.900.355	3.757.203	4.116.664	4.116.664
Bienes de Cambio	2.226.894	2.211.954	2.651.815	3.365.663	3.429.084	3.644.354	3.844.839	4.106.173	4.106.173
Activo No Corriente	2.098.194	2.212.344	2.033.123	1.887.707	1.789.366	1.765.384	1.754.253	1.754.253	1.754.253
Bienes de Uso	1.803.930	1.812.796	1.781.586	1.795.612	1.702.687	1.681.525	1.654.740	1.654.740	1.654.740
Deudores a Largo Plazo	294.264	399.548	251.537	92.095	86.679	83.859	99.513	99.513	99.513
TOTAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776	10.076.571	10.076.571
Pasivo Corriente	2.670.923	3.017.471	3.211.094	3.421.163	3.567.014	4.019.009	3.868.022	2.300.689	2.323.590
Deudas Comerciales	1.369.823	1.543.664	1.709.821	1.697.446	1.791.966	1.862.755	1.885.314	1.954.478	1.954.478
Deudas Bancarias	1.301.100	1.473.807	1.501.273	1.723.717	1.775.048	2.156.254	1.982.708	346.211	369.112
Pasivo No Corriente	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027	2.820.027	2.570.027
Deudas Bancarias	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligaciones Negociables	-	-	-	-	-	-	-	2.000.000	1.750.000
Otros Pasivos a Largo Plazo	393.990	536.413	867.455	707.323	823.081	828.578	820.027	820.027	820.027
TOTAL PASIVO	3.064.913	3.553.884	4.078.549	4.128.486	4.390.095	4.847.587	4.688.049	5.120.716	4.893.617
Capital y Reservas	2.651.665	2.712.990	2.715.502	2.782.488	2.683.204	2.695.536	2.693.060	2.693.060	2.693.060
Resultados Ejercicios Anteriores	164.124	214.697	464.055	842.514	1.088.966	1.248.468	1.099.331	1.322.158	1.354.397
Resultados del Ejercicio	50.573	249.358	378.459	746.451	657.717	550.863	975.336	940.637	1.135.497
TOTAL PATRIMONIO NETO	2.866.362	3.177.045	3.558.016	4.371.454	4.429.887	4.494.867	4.767.727	4.955.855	5.182.954
TOTAL IGUAL ACTIVO	5.931.275	6.730.929	7.636.565	8.499.940	8.819.982	9.342.454	9.455.776	10.076.571	10.076.571

15

INDICES	Promedio 2006/2012	EJERCICIOS 2013-14 CON ON Y CREC. NULO	
		2013	2014
Liquidez	1,78	3,62	3,58
Prueba acida	0,89	1,83	1,81
Endeudamiento Bancario CP	21,13%	3,44%	3,66%
Endeudamiento a corto plazo	42,36%	22,83%	23,06%
Endeudamiento Total	51,10%	50,82%	48,56%
Costos financieros	20,20%	23,08%	16,58%
Margen Bruto	41,31%	42,39%	42,39%
Margen Neto Operativo	17,98%	25,37%	23,49%
Margen Ordinario	5,85%	8,86%	10,70%
ROE	12,13%	18,98%	21,91%
ROA	16,31%	21,06%	19,32%

16

Los ratios de Liquidez para 2014 alcanzan valores mayores a 2; muy por encima del promedio 2006/2012. La explicación es similar al escenario anterior, sucede por el hecho de que disminuye el Pasivo Corriente. Lo mismo ocurre con el ratio de Prueba Ácida.-

¹⁵ Cuadro N°11. Balance General Rizzi Distribuciones S.A. Ejercicios 2006/2014 suponiendo emisión de ON y crecimiento de ventas nulo. Fuente: Elaboración Propia.-

¹⁶ Cuadro N°12. Ratios Financieros Rizzi Distribuciones S.A. Promedio 2006/2012 comparado con proyectado 2013/2014. Fuente: Elaboración Propia.-

En cuanto a los indicadores de Solvencia se visualizan cambios importantes en lo relativo al *Endeudamiento Bancario*, el cual se sitúa en niveles del 3% aproximado con respecto al 21% promedio del período analizado; repercutiendo en forma positiva, en el valor del ratio de *Endeudamiento a Corto Plazo*.-

Con respecto al Costo Financiero, obsérvese que para el ejercicio 2013 no presenta mejoras dado que la vigencia de las condiciones de la Serie I de Obligaciones Negociables se dará a partir del Ejercicio 2014; en el mismo si se observa la caída del Costo Financiero aproximadamente 4 puntos (segundo beneficio buscado al emitir la ON), esto se logra por el hecho de que se está proponiendo reemplazar una deuda de un costo elevado por la deuda contraída a través de Obligaciones Negociables, la cual posee un Costo Financiero del 21% (incluyendo los gastos).-

Dentro de los indicadores de Rentabilidad se esperan cambios en los Márgenes que se desprenden de la relación de los mismos con el nivel de venta y así queda demostrado.-

El ROA muestra una tendencia de crecimiento positiva para los períodos proyectados debido a que se incrementa la Rentabilidad del negocio debido al incremento de los márgenes al crecer las ventas.-

El Costo Financiero es aún elevado para el Ejercicio 2013 pero existe una mejora de 6,5 puntos respecto a la proyección del Ejercicio 2014 por el hecho de que la empresa ya se estaría financiando en mejores condiciones.-

Para el Ejercicio 2014 se observa que el ROA es mayor al Costo Financiero y que se el ROE es mayor al ROA; es decir que el accionista se beneficia más que proporcionalmente respecto a la rentabilidad del activo.-

Esta estrategia financiera presentada no genera problemas de liquidez, el hecho de relacionar el monto de emisión de cada una de las Series del Programa Global de Obligaciones Negociables PyMEs con el nivel de ventas proyectado para cada Ejercicio Contable, se hace con el fin de hacer más atractiva la colocación para los inversores. Las proyecciones realizadas muestran que la empresa podría desenvolverse con normalidad a pesar de la imposición de esta cláusula.-

III.VI. Conclusiones Finales

Como conclusión final, se puede afirmar que si la Empresa Rizzi Distribuciones buscaría captar dinero del Mercado de Capitales con el fin de cumplir sus metas proyectadas de venta y mejorar su posición financiera de corto plazo en las condiciones pautadas en el presente trabajo seguramente lo haría con éxito.-

Desde el punto de vista operativo, Rizzi Distribuciones S.A. podría cumplimentar los requisitos propuestos por la Comisión Nacional de Valores en lo respectivo al envío de información pertinente sin resentir su actual estructura, además como ha quedado claramente establecido en la fórmula del cálculo de los Resultados del Ejercicio para los Balances Proyectados, se incluye una partida de dinero relacionada directamente con los costos derivados de emitir una Obligación Negociable.-

Con respecto a la Tasa de Interés fijada en la Obligación, la misma se corresponde con colocaciones similares realizadas por empresas PyMEs en el período planteado para la emisión de la misma y se sitúa por encima de una tasa ofrecida por un plazo fijo en el Sistema Bancario¹⁷.-

Operativamente, Rizzi Distribuciones podría, a la luz de los análisis anteriormente presentados, cumplir con los objetivos por los cuales planteo la necesidad de emitir esta Obligación; por un lado se lograría reestructurar el Pasivo de la Empresa (disminuyendo el Pasivo Corriente) mejorando principalmente los Ratios de Liquidez y Solvencia por otro lado se lograría disminuir el costo que se paga por el dinero prestado, logrando un apalancamiento financiero positivo que redundaría en un beneficio mayor para los accionistas aún en el escenario pesimista de un descenso de las ventas para el ejercicio 2014.-

¹⁷ Cuadro Resumen incluido en los Anexos del Trabajo

IV. Bibliografía

- *Amat Oriol*. Análisis Integral de Empresas. Editorial Profit, 2011.-
- *Amat Oriol*. Aplicación en Excel para el Análisis de Balances. II Edición. Editorial Profit, 2011.-
- *Berenson, Levine*. Estadística Básica en Administración. Conceptos y Aplicaciones. VI Edición. Editorial Prentice Hall Latinoamericana SA, 1999.-
- *Bolsa de Comercio de Buenos Aires*. Informes Varios del Departamento PyMe. Enero 2010 – Diciembre 2011.-
- *Brealey, Richard; Myers, Stewart*. Fundamentos de Financiación Empresarial. IV Edición. Editorial Mc Graw - Hill, 1993.-
- *Erpen, Mónica*, Cómo financiar la empresa a través del Mercado de Capitales. IAMC, 2000.-
- *Facultad de Ciencias Económicas de Entre Ríos*. Charla “ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIO EN EL MERCADO DE CAPITALES Y OPORTUNIDADES PARA LAS PYMES”. Dictada en Paraná en Noviembre de 2013.-
- *Fornero, Ricardo*; Análisis Financiero con Información Contable. Universidad Nacional de Cuyo – Facultad de Ciencias Económicas, 2003.-
- *Hernández Sampieri, Roberto – Fernandez Collado, Carlos – Baptista Lucio, Pilar*. Metodología de la Investigación. Ed. Mc Graw – Hill Colombia. IV Edición, 2010.-
- *IAMC*. Informes Semanales y Mensuales Varios. Enero 2010 – Diciembre 2011.-
- *IERAL*. Nota Técnica N°3 – Obligaciones Negociables. Noviembre 2007.-
- *Mendenhall, William*. Estadística para Administradores. II Edición. Grupo Editorial Iberoamericana, 1990.-
- *Sabino, Carlos A.*: Cómo hacer una tesis y elaborar todo tipo de escritos. Ed. Humanitas. Caracas, 1993 Disponible en Internet (Segunda edición).-
- *Stephen Ross, Randolph W. Westerfield, B. Jordan*; Fundamentos de Finanzas Corporativas, Quinta Edición. Ed. McGraw-Hill Interamericana, México 2004.-

ANEXOS

BALANCE EJERCICIO 2012



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2012	Ejercicio Finalizado el 31/12/2011
ACTIVO		
ACTIVO CORRIENTE		
Caja y Bancos (Nota 6.1.1)	\$ 99.481,00	\$ 32.361,00
Creditos por Ventas (Nota 6.1.2)	\$ 2.946.877,00	\$ 2.911.093,00
Otros Créditos (Nota 6.1.3)	\$ 810.326,00	\$ 989.262,00
Bienes de Cambio (Nota 6.1.4)	\$ 3.844.839,00	\$ 3.644.354,00
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 7.701.523,00	\$ 7.577.070,00
ACTIVO NO CORRIENTE		
Créditos por Ventas (Nota 6.1.5)	\$ 99.513,00	\$ 83.859,00
Bienes de Uso (Anexo 1 y Nota 3)	\$ 1.654.740,00	\$ 1.681.525,00
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 1.754.253,00	\$ 1.765.384,00
TOTAL DEL ACTIVO	\$ 9.455.776,00	\$ 9.342.454,00



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2012	Ejercicio Finalizado el 31/12/2011
PASIVO		
PASIVO CORRIENTE		
Cuentas por pagar (Nota 6.2.1)	\$ 1.219.608,00	\$ 1.064.896,00
Préstamos (Nota 6.2.2)	\$ 1.982.708,00	\$ 2.156.254,00
Remun. Y Cargas Sociales (Nota 6.2.3)	\$ 125.323,00	\$ 71.842,00
Fiscales (Nota 6.2.4)	\$ 540.383,00	\$ 726.017,00
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 3.868.022,00	\$ 4.019.009,00
PASIVO NO CORRIENTE		
Préstamos (Nota 6.2.5)	\$ 820.028,00	\$ 828.578,00
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 820.028,00	\$ 828.578,00
TOTAL DEL PASIVO	\$ 4.688.050,00	\$ 4.847.587,00
PATRIMONIO NETO	\$ 4.767.726,00	\$ 4.494.867,00
Según Estado Correspondiente	\$ 4.767.726,00	\$ 4.494.867,00



ESTADO RESULTADOS

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2012	Ejercicio Finalizado el 31/12/2011
VENTAS	\$ 10.015.081,00	\$ 9.301.839,00
COSTO DE VENTAS	\$ -5.789.064,00	\$ -5.471.670,00
UTILIDAD BRUTA	\$ 4.226.017,00	\$ 3.830.169,00
Gastos de Administración (Según Anexo 2)	\$ 887.764	\$ 881.676
Gastos de Comercialización (Según Anexo 2)	\$ 1.026.611	\$ 1.018.911
Amortizaciones	\$ 31.646	\$ 28.987
SUBTOTAL	\$ 2.279.994	\$ 1.900.594
OTROS INGRESOS / EGRESOS	\$ -779.421	\$ -1.053.081
Descuentos Obtenidos	\$ 266.840	\$ 44.740
Resultado Vta. Bs Uso		\$ -
Costos Financieros	\$ -1.046.261	\$ -1.097.821
Donaciones	\$ -	\$ -
UTILIDAD ANTES DE IMP.	\$ 1.500.573	\$ 847.513
Impuesto a la Ganancia	\$ 525.237	\$ 296.650
GANANCIA - SALDO FINAL	\$ 975.336	\$ 550.863



ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO NETO

DETALLE	CAPITAL SOCIAL	AJUSTE DEL CAPITAL	GANANCIAS RESERVADAS	RESULTADOS NO ASIGNADOS	TOTAL AL 31/12/2012	TOTAL AL 31/12/2011
Saldo al Inicio del Ejercicio	\$ 1.028.466	\$ 1.215.750	\$ 448.843	\$ 1.799.331	\$ 4.492.390	\$ 4.442.219
Dividendos				\$ -700.000	\$ -700.000	\$ -498.215
Resultado del Ejercicio				\$ 975.336	\$ 975.336	\$ 550.863
Saldo al Final del Ejercicio	\$ 1.028.466	\$ 1.215.750	\$ 448.843	\$ 2.074.667	\$ 4.767.726	\$ 4.494.867



BIENES DE USO - ANEXO I - Ejercicio 2012

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	INCORPORACIONES				AMORTIZACIONES					VALOR RESIDUAL NETO 2012
	VALOR AL INICIO	ALTAS DEL EJERCICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	VALOR AL CIERRE	ACUMULADAS AL INICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	ALICUOTA	DEL EJERCICIO	ACUMULADAS AL CIERRE	
Rodados	\$ 174.719,68	\$ 21.820,73	\$ 174.719,68	\$ 21.820,73	\$ 174.719,68	\$ 174.719,68	20,00	\$ 4.364,15	\$ 4.364,15	\$ 17.456,58
Muebles y Útiles	\$ 70.292,15	\$ -	\$ -	\$ 70.292,15	\$ 70.292,15	\$ -	10,00	\$ -	\$ 70.292,15	\$ -
Inmuebles										
San Jerónimo 1743	\$ 974.327,98	\$ -	\$ -	\$ 974.327,98	\$ 194.070,30	\$ -	2,00	\$ 12.861,13	\$ 206.931,43	\$ 767.396,55
San Jerónimo 1779	\$ 98.194,50	\$ -	\$ -	\$ 98.194,50	\$ 19.644,80	\$ -	2,00	\$ 1.296,17	\$ 20.940,97	\$ 77.253,53
San Jerónimo 1767	\$ 318.601,87	\$ -	\$ -	\$ 318.601,87	\$ 74.719,61	\$ -	2,00	\$ 4.205,54	\$ 78.925,15	\$ 239.676,72
25 de Mayo 1708	\$ 436.420,00	\$ -	\$ -	\$ 436.420,00	\$ 103.693,37	\$ -	2,00	\$ 5.760,74	\$ 109.454,11	\$ 326.965,89
Moreno 2737	\$ 67.478,39	\$ -	\$ -	\$ 67.478,39	\$ 15.240,65	\$ -	2,00	\$ 890,71	\$ 16.131,36	\$ 51.347,03
San Martín 638	\$ 240.534,04	\$ -	\$ -	\$ 240.534,04	\$ 95.251,44	\$ -	2,00	\$ 3.175,05	\$ 98.426,49	\$ 142.107,55
San Martín 634	\$ 109.020,25	\$ -	\$ 109.020,25	\$ -	\$ 30.368,22	\$ 30.368,22	2,00	\$ -	\$ -	\$ -
Almafuerte 776	\$ 47.904,93	\$ -	\$ -	\$ 47.904,93	\$ 8.852,90	\$ -	2,00	\$ 632,35	\$ 9.485,25	\$ 38.419,68
Almafuerte 778	\$ 22.057,67	\$ -	\$ -	\$ 22.057,67	\$ 4.076,22	\$ -	2,00	\$ 291,16	\$ 4.367,38	\$ 17.690,29
Almafuerte 780	\$ 26.527,07	\$ -	\$ -	\$ 26.527,07	\$ 4.902,25	\$ -	2,00	\$ 350,16	\$ 5.252,41	\$ 21.274,66
Almafuerte 788	\$ 22.014,29	\$ -	\$ -	\$ 22.014,29	\$ 4.068,26	\$ -	2,00	\$ 290,59	\$ 4.358,85	\$ 17.655,44
Almafuerte 784	\$ 26.136,54	\$ -	\$ -	\$ 26.136,54	\$ 4.830,10	\$ -	2,00	\$ 345,00	\$ 5.175,10	\$ 20.961,44
TOTALES 2012	\$ 2.634.229,36	\$ 21.820,73	\$ 283.739,93	\$ 2.372.310,16	\$ 804.729,95	\$ 205.087,90	-	\$ 34.462,75	\$ 634.104,80	\$ 1.738.205,36



GASTOS - ANEXO II

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 64, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	TOTAL 2012	GASTOS DE ADMINISTRACION	GASTOS DE COMERCIALIZACION	TOTAL 2011
Honorarios	\$ 200.000	\$ 200.000	\$ -	\$ 200.000
Sueldos y Jornales	\$ 846.836	\$ 384.636	\$ 462.200	\$ 841.648
Cargas Sociales	\$ 167.892	\$ 49.290	\$ 118.602	\$ 175.700
Publicidad y Propaganda	\$ 116.954	\$ -	\$ 116.954	\$ 114.821
Amortizacion Bs Uso	\$ 28.987	\$ 14.494	\$ 14.494	\$ 28.987
Seguros	\$ 54.210	\$ 54.210	\$ -	\$ 53.373
Gastos Varios	\$ 136.746	\$ 49.229	\$ 87.518	\$ 134.252
Gastos Oficina	\$ 86.463	\$ 86.463	\$ -	\$ 80.375
Servicios Post - Venta	\$ 36.886	\$ -	\$ 36.886	\$ 36.213
Luz. Telefono y otros	\$ 137.340	\$ 49.442	\$ 87.898	\$ 134.879
Fletes	\$ 26.989	\$ -	\$ 26.989	\$ 26.497
Gastos Comerc.	\$ 37.538	\$ -	\$ 37.538	\$ 36.882
Mantenimiento Rodados	\$ 37.534	\$ -	\$ 37.534	\$ 36.959
TOTALES 2012	\$ 1.914.376	\$ 887.764	\$ 1.026.611	
TOTALES 2011		\$ 881.676	\$ 1.018.911	\$ 1.900.587



COSTO DE LOS PRODUCTOS VENDIDOS - ANEXO III

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.e). LEY 19550

	Ejercicio finalizado el 31/12/2012	Ejercicio finalizado el 31/12/2011
Existencia al Inicio del Ejercicio	\$ 3.644.354	\$ 3.429.084
Compras del Ejercicio	\$ 5.989.549	\$ 5.686.940
SUBTOTAL	\$ 9.633.903	\$ 9.116.024
Existencia al Final del Ejercicio	\$ 3.844.839	\$ 3.644.354
COSTO DE LOS PRODUCTOS VDDIDOS.	\$ 5.789.064	\$ 5.471.670

BALANCE EJERCICIO 2011



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2011	Ejercicio Finalizado el 31/12/2010
ACTIVO		
ACTIVO CORRIENTE		
Caja y Bancos (Nota 6.1.1)	\$ 32.361,00	\$ 17.770,00
Creditos por Ventas (Nota 6.1.2)	\$ 2.911.093,00	\$ 2.820.196,00
Otros Créditos (Nota 6.1.3)	\$ 989.262,00	\$ 763.566,00
Bienes de Cambio (Nota 6.1.4)	\$ 3.644.354,00	\$ 3.429.084,00
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 7.577.070,00	\$ 7.030.616,00
ACTIVO NO CORRIENTE		
Créditos por Ventas (Nota 6.1.5)	\$ 83.859,00	\$ 86.679,00
Bienes de Uso (Anexo 1 y Nota 3)	\$ 1.681.525,00	\$ 1.702.687,00
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 1.765.384,00	\$ 1.789.366,00
TOTAL DEL ACTIVO	\$ 9.342.454,00	\$ 8.819.982,00



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2011	Ejercicio Finalizado el 31/12/2010
PASIVO		
PASIVO CORRIENTE		
Cuentas por pagar (Nota 6.2.1)	\$ 1.064.896,00	\$ 1.041.121,00
Préstamos (Nota 6.2.2)	\$ 2.156.254,00	\$ 1.775.048,00
Remun. Y Cargas Sociales (Nota 6.2.3)	\$ 71.842,00	\$ 69.690,00
Fiscales (Nota 6.2.4)	\$ 726.017,00	\$ 681.155,00
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 4.019.009,00	\$ 3.567.014,00
PASIVO NO CORRIENTE		
Préstamos (Nota 6.2.5)	\$ 828.578,00	\$ 823.081,00
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 828.578,00	\$ 823.081,00
TOTAL DEL PASIVO	\$ 4.847.587,00	\$ 4.390.095,00
PATRIMONIO NETO	\$ 4.494.867,00	\$ 4.429.887,00
Según Estado Correspondiente	\$ 4.494.867,00	\$ 4.429.887,00



ESTADO RESULTADOS

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2011	Ejercicio Finalizado el 31/12/2010
VENTAS	\$ 9.301.839,00	\$ 8.922.940,00
COSTO DE VENTAS	\$ -5.471.670,00	\$ -5.128.126,00
UTILIDAD BRUTA	\$ 3.830.169,00	\$ 3.794.814,00
Gastos de Administración (Según Anexo 2)	\$ 881.676	\$ 870.774
Gastos de Comercialización (Según Anexo 2)	\$ 1.018.911	\$ 1.013.077
Amortizaciones	\$ 28.987	\$ 28.854
SUBTOTAL	\$ 1.900.594	\$ 1.882.108
OTROS INGRESOS / EGRESOS	\$ -1.053.081	\$ -870.198
Descuentos Obtenidos	\$ 44.740	\$ 56.555
Resultado Vta. Bs Uso	\$ -	\$ -
Costos Financieros	\$ -1.097.821	\$ -926.753
Donaciones	\$ -	\$ -
UTILIDAD ANTES DE IMP.	\$ 847.513	\$ 1.011.910
Impuesto a la Ganancia	\$ 296.650	\$ 354.193
GANANCIA - SALDO FINAL	\$ 550.863	\$ 657.717



ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO NETO

DETALLE	CAPITAL SOCIAL	AJUSTE DEL CAPITAL	GANANCIAS RESERVADAS	RESULTADOS NO ASIGNADOS	TOTAL AL 31/12/2011	TOTAL AL 31/12/2010
Saldo al Inicio del Ejercicio	\$ 1.029.412	\$ 1.216.868	\$ 449.256	\$ 1.746.683	\$ 4.442.219	\$ 4.272.170
Dividendos				\$ -498.215	\$ -498.215	\$ -500.000
Resultado del Ejercicio				\$ 550.863	\$ 550.863	\$ 657.717
Saldo al Final del Ejercicio	\$ 1.029.412	\$ 1.216.868	\$ 449.256	\$ 1.799.331	\$ 4.494.867	\$ 4.429.887



BIENES DE USO - ANEXO I - Ejercicio 2011

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	INCORPORACIONES				AMORTIZACIONES					VALOR RESIDUAL NETO 2011
	VALOR AL INICIO	ALTAS DEL EJERCICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	VALOR AL CIERRE	ACUMULADAS AL INICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	ALICUOTA	DEL EJERCICIO	ACUMULADAS AL CIERRE	
Rodados	\$ 174.719,68	\$ -	\$ -	\$ 174.719,68	\$ 174.719,68	\$ -	20,00	\$ -	\$ 174.719,68	\$ 17.456,58
Muebles y Utiles	\$ 70.292,15	\$ -	\$ -	\$ 70.292,15	\$ 70.292,15	\$ -	10,00	\$ -	\$ 70.292,15	\$ -
Inmuebles										
San Jerónimo 1743	\$ 974.327,98	\$ -	\$ -	\$ 974.327,98	\$ 181.209,17	\$ -	2,00	\$ 12.861,13	\$ 194.070,30	\$ 780.257,68
San Jerónimo 1779	\$ 98.194,50	\$ -	\$ -	\$ 98.194,50	\$ 18.348,63	\$ -	2,00	\$ 1.296,17	\$ 19.644,80	\$ 78.549,70
San Jerónimo 1767	\$ 318.601,87	\$ -	\$ -	\$ 318.601,87	\$ 70.514,07	\$ -	2,00	\$ 4.205,54	\$ 74.719,61	\$ 243.882,26
25 de Mayo 1708	\$ 436.420,00	\$ -	\$ -	\$ 436.420,00	\$ 97.932,63	\$ -	2,00	\$ 5.760,74	\$ 103.693,37	\$ 332.726,63
Moreno 2737	\$ 67.478,39	\$ -	\$ -	\$ 67.478,39	\$ 14.349,94	\$ -	2,00	\$ 890,71	\$ 15.240,65	\$ 52.237,74
San Martín 638	\$ 240.534,04	\$ -	\$ -	\$ 240.534,04	\$ 92.076,39	\$ -	2,00	\$ 3.175,05	\$ 95.251,44	\$ 145.282,60
San Martín 634	\$ 109.020,25	\$ -	\$ -	\$ 109.020,25	\$ 28.929,15	\$ -	2,00	\$ 1.439,07	\$ 30.368,22	\$ 78.652,03
Almafuerte 776	\$ 47.904,93	\$ -	\$ -	\$ 47.904,93	\$ 8.220,55	\$ -	2,00	\$ 632,35	\$ 8.852,90	\$ 39.052,03
Almafuerte 778	\$ 22.057,67	\$ -	\$ -	\$ 22.057,67	\$ 3.785,06	\$ -	2,00	\$ 291,16	\$ 4.076,22	\$ 17.981,45
Almafuerte 780	\$ 26.527,07	\$ -	\$ -	\$ 26.527,07	\$ 4.552,09	\$ -	2,00	\$ 350,16	\$ 4.902,25	\$ 21.624,82
Almafuerte 788	\$ 22.014,29	\$ -	\$ -	\$ 22.014,29	\$ 3.777,67	\$ -	2,00	\$ 290,59	\$ 4.068,26	\$ 17.946,03
Almafuerte 784	\$ 26.136,54	\$ -	\$ -	\$ 26.136,54	\$ 4.485,10	\$ -	2,00	\$ 345,00	\$ 4.830,10	\$ 21.306,44
TOTALES 2011	\$ 2.634.229,36	\$ -	\$ -	\$ 2.634.229,36	\$ 773.192,28	\$ -	-	\$ 31.537,67	\$ 804.729,95	\$ 1.846.955,99



GASTOS - ANEXO II

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 64, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	TOTAL 2011	GASTOS DE ADMINISTRACION	GASTOS DE COMERCIALIZACION	TOTAL 2010
Honorarios	\$ 200.000	\$ 200.000	\$ -	\$ 200.000
Sueldos y Jornales	\$ 841.648	\$ 379.448	\$ 462.200	\$ 831.775
Cargas Sociales	\$ 175.700	\$ 57.098	\$ 118.602	\$ 177.862
Publicidad y Propaganda	\$ 114.821	\$ -	\$ 114.821	\$ 113.648
Amortizacion Bs Uso	\$ 28.987	\$ 14.494	\$ 14.494	\$ 28.854
Seguros	\$ 53.373	\$ 53.373	\$ -	\$ 52.913
Gastos Varios	\$ 134.252	\$ 48.331	\$ 85.922	\$ 132.881
Gastos Oficina	\$ 80.375	\$ 80.375	\$ -	\$ 79.553
Servicios Post - Venta	\$ 36.213	\$ -	\$ 36.213	\$ 35.843
Luz. Telefono y otros	\$ 134.879	\$ 48.556	\$ 86.323	\$ 131.132
Fletes	\$ 26.497	\$ -	\$ 26.497	\$ 26.226
Gastos Comerc.	\$ 36.882	\$ -	\$ 36.882	\$ 36.521
Mantenimiento Rodados	\$ 36.959	\$ -	\$ 36.959	\$ 36.643
TOTALES 2011	\$ 1.900.587	\$ 881.676	\$ 1.018.911	
TOTALES 2010		\$ 870.774	\$ 1.013.077	\$ 1.883.851



COSTO DE LOS PRODUCTOS VENDIDOS - ANEXO III

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.e). LEY 19550

	Ejercicio finalizado el 31/12/2011	Ejercicio finalizado el 31/12/2010
Existencia al Inicio del Ejercicio	\$ 3.429.084	\$ 3.365.663
Compras del Ejercicio	\$ 5.686.940	\$ 5.191.547
SUBTOTAL	\$ 9.116.024	\$ 8.557.210
Existencia al Final del Ejercicio	\$ 3.644.354	\$ 3.429.084
COSTO DE LOS PRODUCTOS VENDIDOS.	\$ 5.471.670	\$ 5.128.126

BALANCE EJERCICIO 2010



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2010	Ejercicio Finalizado el 31/12/2009
ACTIVO		
ACTIVO CORRIENTE		
Caja y Bancos (Nota 6.1.1)	\$ 17.770,00	\$ 67.877,00
Creditos por Ventas (Nota 6.1.2)	\$ 2.820.196,00	\$ 2.550.603,00
Otros Créditos (Nota 6.1.3)	\$ 763.566,00	\$ 628.090,00
Bienes de Cambio (Nota 6.1.4)	\$ 3.429.084,00	\$ 3.365.663,00
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 7.030.616,00	\$ 6.612.233,00
ACTIVO NO CORRIENTE		
Créditos por Ventas (Nota 6.1.5)	\$ 86.679,00	\$ 92.095,00
Bienes de Uso (Anexo 1 y Nota 3)	\$ 1.702.687,00	\$ 1.795.612,00
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 1.789.366,00	\$ 1.887.707,00
TOTAL DEL ACTIVO	\$ 8.819.982,00	\$ 8.499.940,00



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2010	Ejercicio Finalizado el 31/12/2009
PASIVO		
PASIVO CORRIENTE		
Cuentas por pagar (Nota 6.2.1)	\$ 1.041.121,00	\$ 975.687,00
Préstamos (Nota 6.2.2)	\$ 1.775.048,00	\$ 1.723.717,00
Remun. Y Cargas Sociales (Nota 6.2.3)	\$ 69.690,00	\$ 63.714,00
Fiscales (Nota 6.2.4)	\$ 681.155,00	\$ 658.045,00
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 3.567.014,00	\$ 3.421.163,00
PASIVO NO CORRIENTE		
Préstamos (Nota 6.2.5)	\$ 823.081,00	\$ 707.323,00
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 823.081,00	\$ 707.323,00
TOTAL DEL PASIVO	\$ 4.390.095,00	\$ 4.128.486,00
PATRIMONIO NETO	\$ 4.429.887,00	\$ 4.371.454,00
Según Estado Correspondiente	\$ 4.429.887,00	\$ 4.371.454,00



ESTADO RESULTADOS

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2010	Ejercicio Finalizado el 31/12/2009
VENTAS	\$ 8.922.940,00	\$ 8.915.524,00
COSTO DE VENTAS	\$ -5.128.126,00	\$ -5.370.798,00
UTILIDAD BRUTA	\$ 3.794.814,00	\$ 3.544.726,00
Gastos de Administración (Según Anexo 2)	\$ 870.774	\$ 825.306
Gastos de Comercialización (Según Anexo 2)	\$ 1.013.077	\$ 1.008.244
Amortizaciones	\$ 28.854	\$ 29.922
SUBTOTAL	\$ 1.882.108	\$ 1.681.254
OTROS INGRESOS / EGRESOS	\$ -870.198	\$ -532.824
Descuentos Obtenidos	\$ 56.555	\$ 283.033
Resultado Vta. Bs Uso	\$ -	\$ -
Costos Financieros	\$ -926.753	\$ -815.857
Donaciones	\$ -	\$ -
UTILIDAD ANTES DE IMP.	\$ 1.011.910	\$ 1.148.430
Impuesto a la Ganancia	\$ 354.193	\$ 401.979
GANANCIA - SALDO FINAL	\$ 657.717	\$ 746.451



ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO NETO

DETALLE	CAPITAL SOCIAL	AJUSTE DEL CAPITAL	GANANCIAS RESERVADAS	RESULTADOS NO ASIGNADOS	TOTAL AL 31/12/2010	TOTAL AL 31/12/2009
Saldo al Inicio del Ejercicio	\$ 1.024.703	\$ 1.211.301	\$ 447.200	\$ 1.588.966	\$ 4.272.170	\$ 3.625.003
Dividendos				\$ -500.000	\$ -500.000	
Resultado del Ejercicio				\$ 657.717	\$ 657.717	\$ 746.451
Saldo al Final del Ejercicio	\$ 1.024.703	\$ 1.211.301	\$ 447.200	\$ 1.746.683	\$ 4.429.887	\$ 4.371.454



BIENES DE USO - ANEXO I - Ejercicio 2010

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	INCORPORACIONES				AMORTIZACIONES					VALOR RESIDUAL NETO 2010
	VALOR AL INICIO	ALTAS DEL EJERCICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	VALOR AL CIERRE	ACUMULADAS AL INICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	ALICUOTA	DEL EJERCICIO	ACUMULADAS AL CIERRE	
Rodados	\$ 174.719,68	\$ -	\$ -	\$ 174.719,68	\$ 174.719,68	\$ -	20,00	\$ -	\$ 174.719,68	\$ -
Muebles y Útiles	\$ 70.292,15	\$ -	\$ -	\$ 70.292,15	\$ 70.292,15	\$ -	10,00	\$ -	\$ 70.292,15	\$ -
Inmuebles										
San Jerónimo 1743	\$ 974.327,98	\$ -	\$ -	\$ 974.327,98	\$ 168.348,04	\$ -	2,00	\$ 12.861,13	\$ 181.209,17	\$ 793.118,81
San Jerónimo 1779	\$ 98.194,50	\$ -	\$ -	\$ 98.194,50	\$ 17.052,46	\$ -	2,00	\$ 1.296,17	\$ 18.348,63	\$ 79.845,87
San Jerónimo 1767	\$ 318.601,87	\$ -	\$ -	\$ 318.601,87	\$ 66.308,53	\$ -	2,00	\$ 4.205,54	\$ 70.514,07	\$ 248.087,80
25 de Mayo 1708	\$ 436.420,00	\$ -	\$ -	\$ 436.420,00	\$ 92.171,89	\$ -	2,00	\$ 5.760,74	\$ 97.932,63	\$ 338.487,37
Moreno 2737	\$ 67.478,39	\$ -	\$ -	\$ 67.478,39	\$ 13.459,23	\$ -	2,00	\$ 890,71	\$ 14.349,94	\$ 53.128,45
San Martín 638	\$ 240.534,04	\$ -	\$ -	\$ 240.534,04	\$ 88.901,34	\$ -	2,00	\$ 3.175,05	\$ 92.076,39	\$ 148.457,65
San Martín 634	\$ 109.020,25	\$ -	\$ -	\$ 109.020,25	\$ 27.490,08	\$ -	2,00	\$ 1.439,07	\$ 28.929,15	\$ 80.091,10
Almafuerte 776	\$ 47.904,93	\$ -	\$ -	\$ 47.904,93	\$ 7.588,20	\$ -	2,00	\$ 632,35	\$ 8.220,55	\$ 39.684,38
Almafuerte 778	\$ 22.057,67	\$ -	\$ -	\$ 22.057,67	\$ 3.493,90	\$ -	2,00	\$ 291,16	\$ 3.785,06	\$ 18.272,61
Almafuerte 780	\$ 26.527,07	\$ -	\$ -	\$ 26.527,07	\$ 4.201,93	\$ -	2,00	\$ 350,16	\$ 4.552,09	\$ 21.974,98
Almafuerte 788	\$ 22.014,29	\$ -	\$ -	\$ 22.014,29	\$ 3.487,08	\$ -	2,00	\$ 290,59	\$ 3.777,67	\$ 18.236,62
Almafuerte 784	\$ 26.136,54	\$ -	\$ -	\$ 26.136,54	\$ 4.140,10	\$ -	2,00	\$ 345,00	\$ 4.485,10	\$ 21.651,44
TOTALES 2010	\$ 2.634.229,36	\$ -	\$ -	\$ 2.634.229,36	\$ 741.654,61	\$ -	-	\$ 31.537,67	\$ 773.192,28	\$ 1.861.037,08



GASTOS - ANEXO II

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 64, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	TOTAL 2010	GASTOS DE ADMINISTRACION	GASTOS DE COMERCIALIZACION	TOTAL 2009
Honorarios	\$ 200.000	\$ 200.000	\$ -	\$ 200.000
Sueldos y Jornales	\$ 831.775	\$ 369.575	\$ 462.200	\$ 801.054
Cargas Sociales	\$ 177.862	\$ 59.260	\$ 118.602	\$ 173.724
Publicidad y Propaganda	\$ 113.648	\$ -	\$ 113.648	\$ 111.640
Amortizacion Bs Uso	\$ 28.854	\$ 14.427	\$ 14.427	\$ 29.922
Seguros	\$ 52.913	\$ 52.913	\$ -	\$ 43.797
Gastos Varios	\$ 132.881	\$ 47.837	\$ 85.044	\$ 133.469
Gastos Oficina	\$ 79.553	\$ 79.553	\$ -	\$ 78.148
Servicios Post - Venta	\$ 35.843	\$ -	\$ 35.843	\$ 35.210
Luz. Telefono y otros	\$ 131.132	\$ 47.208	\$ 83.925	\$ 128.816
Fletes	\$ 26.226	\$ -	\$ 26.226	\$ 25.763
Gastos Comerc.	\$ 36.521	\$ -	\$ 36.521	\$ 35.903
Mantenimiento Rodados	\$ 36.643	\$ -	\$ 36.643	\$ 36.103
TOTALES 2010	\$ 1.883.851	\$ 870.774	\$ 1.013.077	
TOTALES 2009		\$ 847.523	\$ 986.027	\$ 1.833.551



COSTO DE LOS PRODUCTOS VENDIDOS - ANEXO III

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.e). LEY 19550

	Ejercicio finalizado el 31/12/2010	Ejercicio finalizado el 31/12/2009
Existencia al Inicio del Ejercicio	\$ 3.365.663	\$ 2.651.815
Compras del Ejercicio	\$ 5.191.547	\$ 6.084.646
SUBTOTAL	\$ 8.557.210	\$ 8.736.461
Existencia al Final del Ejercicio	\$ 3.429.084	\$ 3.365.663
COSTO DE LOS PRODUCTOS VDDIDOS.	\$ 5.128.126	\$ 5.370.798

BALANCE EJERCICIO 2009



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2009	Ejercicio Finalizado el 31/12/2008
ACTIVO		
ACTIVO CORRIENTE		
Caja y Bancos (Nota 6.1.1)	\$ 67.877,00	\$ 179.866,00
Creditos por Ventas (Nota 6.1.2)	\$ 2.550.603,00	\$ 2.148.809,00
Otros Créditos (Nota 6.1.3)	\$ 628.090,00	\$ 622.952,00
Bienes de Cambio (Nota 6.1.4)	\$ 3.365.663,00	\$ 2.651.815,00
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 6.612.233,00	\$ 5.603.442,00
ACTIVO NO CORRIENTE		
Créditos por Ventas (Nota 6.1.5)	\$ 92.095,00	\$ 251.537,00
Bienes de Uso (Anexo 1 y Nota 3)	\$ 1.795.612,00	\$ 1.781.586,00
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 1.887.707,00	\$ 2.033.123,00
TOTAL DEL ACTIVO	\$ 8.499.940,00	\$ 7.636.565,00



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2009	Ejercicio Finalizado el 31/12/2008
PASIVO		
PASIVO CORRIENTE		
Cuentas por pagar (Nota 6.2.1)	\$ 975.687,00	\$ 1.048.905,00
Préstamos (Nota 6.2.2)	\$ 1.723.717,00	\$ 1.501.273,00
Remun. Y Cargas Sociales (Nota 6.2.3)	\$ 63.714,00	\$ 81.763,00
Fiscales (Nota 6.2.4)	\$ 658.045,00	\$ 579.152,00
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 3.421.163,00	\$ 3.211.093,00
PASIVO NO CORRIENTE		
Préstamos (Nota 6.2.5)	\$ 707.323,00	\$ 867.455,00
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 707.323,00	\$ 867.455,00
TOTAL DEL PASIVO	\$ 4.128.486,00	\$ 4.078.548,00
PATRIMONIO NETO	\$ 4.371.454,00	\$ 3.558.017,00
Según Estado Correspondiente	\$ 4.371.454,00	\$ 3.558.017,00



ESTADO RESULTADOS

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2009	Ejercicio Finalizado el 31/12/2008
VENTAS	\$ 8.915.524,00	\$ 7.822.605,00
COSTO DE VENTAS	\$ -5.370.798,00	\$ -4.656.313,00
UTILIDAD BRUTA	\$ 3.544.726,00	\$ 3.166.292,00
Gastos de Administración (Según Anexo 2)	\$ 825.306	\$ 785.979
Gastos de Comercialización (Según Anexo 2)	\$ 1.008.244	\$ 1.003.680
Amortizaciones	\$ 29.922	\$ 32.889
SUBTOTAL	\$ 1.681.254	\$ 1.343.744
OTROS INGRESOS / EGRESOS	\$ -532.824	\$ -761.477
Descuentos Obtenidos	\$ 283.033	\$ 64.498
Resultado Vta. Bs Uso	\$ -	\$ -
Costos Financieros	\$ -815.857	\$ -825.975
Donaciones	\$ -	\$ -
UTILIDAD ANTES DE IMP.	\$ 1.148.430	\$ 582.268
Impuesto a la Ganancia	\$ 401.979	\$ 203.808
GANANCIA - SALDO FINAL	\$ 746.451	\$ 378.460



ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO NETO

DETALLE	CAPITAL SOCIAL	AJUSTE DEL CAPITAL	GANANCIAS RESERVADAS	RESULTADOS NO ASIGNADOS	TOTAL AL 31/12/2009	TOTAL AL 31/12/2008
Saldo al Inicio del Ejercicio	\$ 1.062.619	\$ 1.256.121	\$ 463.748	\$ 842.515	\$ 3.625.003	\$ 3.179.557
Resultado del Ejercicio				\$ 746.451	\$ 746.451	\$ 378.460
Saldo al Final del Ejercicio	\$ 1.062.619	\$ 1.256.121	\$ 463.748	\$ 1.588.966	\$ 4.371.454	\$ 3.558.017



BIENES DE USO - ANEXO I - Ejercicio 2009

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	INCORPORACIONES				AMORTIZACIONES					VALOR RESIDUAL NETO 2009
	VALOR AL INICIO	ALTAS DEL EJERCICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	VALOR AL CIERRE	ACUMULADAS AL INICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	ALICUOTA	DEL EJERCICIO	ACUMULADAS AL CIERRE	
Rodados	\$ 174.719,68	\$ -	\$ -	\$ 174.719,68	\$ 174.719,68	\$ -	20,00	\$ -	\$ 174.719,68	\$ -
Muebles y Utiles	\$ 70.292,15	\$ -	\$ -	\$ 70.292,15	\$ 70.292,15	\$ -	10,00	\$ -	\$ 70.292,15	\$ -
Inmuebles										
San Jerónimo 1743	\$ 974.327,98	\$ -	\$ -	\$ 974.327,98	\$ 155.486,91	\$ -	2,00	\$ 12.861,13	\$ 168.348,04	\$ 805.979,94
San Jerónimo 1779	\$ 98.194,50	\$ -	\$ -	\$ 98.194,50	\$ 15.756,29	\$ -	2,00	\$ 1.296,17	\$ 17.052,46	\$ 81.142,04
San Jerónimo 1767	\$ 318.601,87	\$ -	\$ -	\$ 318.601,87	\$ 62.102,99	\$ -	2,00	\$ 4.205,54	\$ 66.308,53	\$ 252.293,34
25 de Mayo 1708	\$ 436.420,00	\$ -	\$ -	\$ 436.420,00	\$ 86.411,15	\$ -	2,00	\$ 5.760,74	\$ 92.171,89	\$ 344.248,11
Moreno 2737	\$ 67.478,39	\$ -	\$ -	\$ 67.478,39	\$ 12.568,52	\$ -	2,00	\$ 890,71	\$ 13.459,23	\$ 54.019,16
San Martín 638	\$ 240.534,04	\$ -	\$ -	\$ 240.534,04	\$ 85.726,29	\$ -	2,00	\$ 3.175,05	\$ 88.901,34	\$ 151.632,70
San Martín 634	\$ 109.020,25	\$ -	\$ -	\$ 109.020,25	\$ 26.051,01	\$ -	2,00	\$ 1.439,07	\$ 27.490,08	\$ 81.530,17
Almafuerte 776	\$ 47.904,93	\$ -	\$ -	\$ 47.904,93	\$ 6.955,85	\$ -	2,00	\$ 632,35	\$ 7.588,20	\$ 40.316,73
Almafuerte 778	\$ 22.057,67	\$ -	\$ -	\$ 22.057,67	\$ 3.202,74	\$ -	2,00	\$ 291,16	\$ 3.493,90	\$ 18.563,77
Almafuerte 780	\$ 26.527,07	\$ -	\$ -	\$ 26.527,07	\$ 3.851,77	\$ -	2,00	\$ 350,16	\$ 4.201,93	\$ 22.325,14
Almafuerte 788	\$ 22.014,29	\$ -	\$ -	\$ 22.014,29	\$ 3.196,49	\$ -	2,00	\$ 290,59	\$ 3.487,08	\$ 18.527,21
Almafuerte 784	\$ 26.136,54	\$ -	\$ -	\$ 26.136,54	\$ 3.795,10	\$ -	2,00	\$ 345,00	\$ 4.140,10	\$ 21.996,44
TOTALES 2009	\$ 2.634.229,36	\$ -	\$ -	\$ 2.634.229,36	\$ 710.116,94	\$ -	-	\$ 31.537,67	\$ 741.654,61	\$ 1.892.574,75



GASTOS - ANEXO II

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 64, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	TOTAL 2009	GASTOS DE ADMINISTRACION	GASTOS DE COMERCIALIZACION	TOTAL 2008
Honorarios	\$ 200.000	\$ 200.000	\$ -	\$ 200.000
Sueldos y Jornales	\$ 801.054	\$ 338.854	\$ 462.200	\$ 758.465
Cargas Sociales	\$ 173.724	\$ 55.122	\$ 118.602	\$ 177.964
Publicidad y Propaganda	\$ 111.640	\$ -	\$ 111.640	\$ 110.920
Amortizacion Bs Uso	\$ 29.922	\$ 14.961	\$ 14.961	\$ 32.889
Seguros	\$ 43.797	\$ 43.797	\$ -	\$ 43.515
Gastos Varios	\$ 133.469	\$ 48.049	\$ 85.420	\$ 129.691
Gastos Oficina	\$ 78.148	\$ 78.148	\$ -	\$ 77.644
Servicios Post - Venta	\$ 35.210	\$ -	\$ 35.210	\$ 34.982
Luz. Telefono y otros	\$ 128.816	\$ 46.374	\$ 82.442	\$ 127.985
Fletes	\$ 25.763	\$ -	\$ 25.763	\$ 25.597
Gastos Comerc.	\$ 35.903	\$ -	\$ 35.903	\$ 34.129
Mantenimiento Rodados	\$ 36.103	\$ -	\$ 36.103	\$ 35.909
TOTALES 2009	\$ 1.833.551	\$ 825.306	\$ 1.008.244	
TOTALES 2008		\$ 805.550	\$ 984.109	\$ 1.789.659



COSTO DE LOS PRODUCTOS VENDIDOS - ANEXO III

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.e). LEY 19550

	Ejercicio finalizado el 31/12/2009	Ejercicio finalizado el 31/12/2008
Existencia al Inicio del Ejercicio	\$ 2.651.815	\$ 2.211.954
Compras del Ejercicio	\$ 6.084.646	\$ 5.096.174
SUBTOTAL	\$ 8.736.461	\$ 7.308.128
Existencia al Final del Ejercicio	\$ 3.365.663	\$ 2.651.815
COSTO DE LOS PRODUCTOS VDDIDOS.	\$ 5.370.798	\$ 4.656.313

BALANCE EJERCICIO 2008



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2008	Ejercicio Finalizado el 31/12/2007
ACTIVO		
ACTIVO CORRIENTE		
Caja y Bancos (Nota 6.1.1)	\$ 179.866,00	\$ 534.801,00
Creditos por Ventas (Nota 6.1.2)	\$ 2.148.809,00	\$ 1.564.653,00
Otros Créditos (Nota 6.1.3)	\$ 622.952,00	\$ 207.177,00
Bienes de Cambio (Nota 6.1.4)	\$ 2.651.815,00	\$ 2.211.954,00
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 5.603.442,00	\$ 4.518.585,00
ACTIVO NO CORRIENTE		
Créditos por Ventas (Nota 6.1.5)	\$ 251.537,00	\$ 399.548,00
Bienes de Uso (Anexo 1 y Nota 3)	\$ 1.781.586,00	\$ 1.812.796,00
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 2.033.123,00	\$ 2.212.344,00
TOTAL DEL ACTIVO	\$ 7.636.565,00	\$ 6.730.929,00



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2008	Ejercicio Finalizado el 31/12/2007
PASIVO		
PASIVO CORRIENTE		
Cuentas por pagar (Nota 6.2.1)	\$ 1.048.905,00	\$ 888.916,00
Préstamos (Nota 6.2.2)	\$ 1.501.273,00	\$ 1.473.807,00
Remun. Y Cargas Sociales (Nota 6.2.3)	\$ 81.763,00	\$ 51.783,00
Fiscales (Nota 6.2.4)	\$ 579.152,00	\$ 602.965,00
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 3.211.093,00	\$ 3.017.471,00
PASIVO NO CORRIENTE		
Préstamos (Nota 6.2.5)	\$ 867.455,00	\$ 536.413,00
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 867.455,00	\$ 536.413,00
TOTAL DEL PASIVO	\$ 4.078.548,00	\$ 3.553.884,00
PATRIMONIO NETO	\$ 3.558.017,00	\$ 3.177.045,00
Según Estado Correspondiente	\$ 3.558.017,00	\$ 3.177.045,00



ESTADO RESULTADOS

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2008	Ejercicio Finalizado el 31/12/2007
VENTAS	\$ 7.822.605,00	\$ 6.506.848,00
COSTO DE VENTAS	\$ -4.656.313,00	\$ -3.783.051,00
UTILIDAD BRUTA	\$ 3.166.292,00	\$ 2.723.797,00
Gastos de Administración (Según Anexo 2)	\$ 785.979	\$ 751.657
Gastos de Comercialización (Según Anexo 2)	\$ 1.003.680	\$ 987.518
Amortizaciones	\$ 32.889	\$ 32.858
SUBTOTAL	\$ 1.343.744	\$ 951.764
OTROS INGRESOS / EGRESOS	\$ -761.477	\$ -568.122
Descuentos Obtenidos	\$ 64.498	\$ 88.215
Resultado Vta. Bs Uso	\$ -	\$ -
Costos Financieros	\$ -825.975	\$ -656.337
Donaciones	\$ -	\$ -
UTILIDAD ANTES DE IMP.	\$ 582.268	\$ 383.642
Impuesto a la Ganancia	\$ 203.808	\$ 134.284
GANANCIA - SALDO FINAL	\$ 378.460	\$ 249.358



ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO NETO

DETALLE	CAPITAL SOCIAL	AJUSTE DEL CAPITAL	GANANCIAS RESERVADAS	RESULTADOS NO ASIGNADOS	TOTAL AL 31/12/2008	TOTAL AL 31/12/2007
Saldo al Inicio del Ejercicio	\$ 1.037.037	\$ 1.225.881	\$ 452.584	\$ 464.055	\$ 3.179.557	\$ 2.927.687
Resultado del Ejercicio				\$ 378.460	\$ 378.460	\$ 249.358
Saldo al Final del Ejercicio	\$ 1.037.037	\$ 1.225.881	\$ 452.584	\$ 842.515	\$ 3.558.017	\$ 3.177.045



BIENES DE USO - ANEXO I - Ejercicio 2008

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	INCORPORACIONES				AMORTIZACIONES					VALOR RESIDUAL NETO 2008
	VALOR AL INICIO	ALTAS DEL EJERCICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	VALOR AL CIERRE	ACUMULADAS AL INICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	ALICUOTA	DEL EJERCICIO	ACUMULADAS AL CIERRE	
Rodados	\$ 174.719,68	\$ -	\$ -	\$ 174.719,68	\$ 170.737,75	\$ -	20,00	\$ 3.981,93	\$ 174.719,68	\$ -
Muebles y Utiles	\$ 70.292,15	\$ -	\$ -	\$ 70.292,15	\$ 70.292,15	\$ -	10,00	\$ -	\$ 70.292,15	\$ -
Inmuebles										
San Jerónimo 1743	\$ 974.327,98	\$ -	\$ -	\$ 974.327,98	\$ 142.625,78	\$ -	2,00	\$ 12.861,13	\$ 155.486,91	\$ 818.841,07
San Jerónimo 1779	\$ 98.194,50	\$ -	\$ -	\$ 98.194,50	\$ 14.460,12	\$ -	2,00	\$ 1.296,17	\$ 15.756,29	\$ 82.438,21
San Jerónimo 1767	\$ 318.601,87	\$ -	\$ -	\$ 318.601,87	\$ 57.897,45	\$ -	2,00	\$ 4.205,54	\$ 62.102,99	\$ 256.498,88
25 de Mayo 1708	\$ 436.420,00	\$ -	\$ -	\$ 436.420,00	\$ 80.650,41	\$ -	2,00	\$ 5.760,74	\$ 86.411,15	\$ 350.008,85
Moreno 2737	\$ 67.478,39	\$ -	\$ -	\$ 67.478,39	\$ 11.677,81	\$ -	2,00	\$ 890,71	\$ 12.568,52	\$ 54.909,87
San Martín 638	\$ 240.534,04	\$ -	\$ -	\$ 240.534,04	\$ 82.551,24	\$ -	2,00	\$ 3.175,05	\$ 85.726,29	\$ 154.807,75
San Martín 634	\$ 109.020,25	\$ -	\$ -	\$ 109.020,25	\$ 24.611,94	\$ -	2,00	\$ 1.439,07	\$ 26.051,01	\$ 82.969,24
Almafuerte 776	\$ 47.904,93	\$ -	\$ -	\$ 47.904,93	\$ 6.323,50	\$ -	2,00	\$ 632,35	\$ 6.955,85	\$ 40.949,08
Almafuerte 778	\$ 22.057,67	\$ -	\$ -	\$ 22.057,67	\$ 2.911,58	\$ -	2,00	\$ 291,16	\$ 3.202,74	\$ 18.854,93
Almafuerte 780	\$ 26.527,07	\$ -	\$ -	\$ 26.527,07	\$ 3.501,61	\$ -	2,00	\$ 350,16	\$ 3.851,77	\$ 22.675,30
Almafuerte 788	\$ 22.014,29	\$ -	\$ -	\$ 22.014,29	\$ 2.905,90	\$ -	2,00	\$ 290,59	\$ 3.196,49	\$ 18.817,80
Almafuerte 784	\$ 26.136,54	\$ -	\$ -	\$ 26.136,54	\$ 3.450,10	\$ -	2,00	\$ 345,00	\$ 3.795,10	\$ 22.341,44
TOTALES 2008	\$ 2.634.229,36	\$ -	\$ -	\$ 2.634.229,36	\$ 674.597,34	\$ -	-	\$ 35.519,60	\$ 710.116,94	\$ 1.924.112,42



GASTOS - ANEXO II

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 64, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	TOTAL 2008	GASTOS DE ADMINISTRACION	GASTOS DE COMERCIALIZACION	TOTAL 2007
Honorarios	\$ 200.000	\$ 200.000	\$ -	\$ 200.000
Sueldos y Jornales	\$ 758.465	\$ 296.265	\$ 462.200	\$ 722.187
Cargas Sociales	\$ 177.964	\$ 59.362	\$ 118.602	\$ 185.315
Publicidad y Propaganda	\$ 110.920	\$ -	\$ 110.920	\$ 108.118
Amortizacion Bs Uso	\$ 32.858	\$ 16.429	\$ 16.429	\$ 32.858
Seguros	\$ 43.515	\$ 43.515	\$ -	\$ 42.415
Gastos Varios	\$ 129.691	\$ 46.689	\$ 83.002	\$ 126.414
Gastos Oficina	\$ 77.644	\$ 77.644	\$ -	\$ 75.682
Servicios Post - Venta	\$ 34.982	\$ -	\$ 34.982	\$ 34.099
Luz. Telefono y otros	\$ 127.985	\$ 46.074	\$ 81.910	\$ 124.751
Fletes	\$ 25.597	\$ -	\$ 25.597	\$ 24.950
Gastos Comerc.	\$ 34.129	\$ -	\$ 34.129	\$ 33.267
Mantenimiento Rodados	\$ 35.909	\$ -	\$ 35.909	\$ 29.109
TOTALES 2008	\$ 1.789.659	\$ 785.979	\$ 1.003.680	
TOTALES 2007		\$ 763.807	\$ 975.368	\$ 1.739.175



COSTO DE LOS PRODUCTOS VENDIDOS - ANEXO III

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.e). LEY 19550

	Ejercicio finalizado el 31/12/2008	Ejercicio finalizado el 31/12/2007
Existencia al Inicio del Ejercicio	\$ 2.211.954	\$ 2.226.894
Compras del Ejercicio	\$ 5.096.174	\$ 3.768.111
SUBTOTAL	\$ 7.308.128	\$ 5.995.005
Existencia al Final del Ejercicio	\$ 2.651.815	\$ 2.211.954
COSTO DE LOS PRODUCTOS VDDIDOS.	\$ 4.656.313	\$ 3.783.051

BALANCE EJERCICIO 2007 y 2006



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2007	Ejercicio Finalizado el 31/12/2006
ACTIVO		
ACTIVO CORRIENTE		
Caja y Bancos (Nota 6.1.1)	\$ 534.801,00	\$ 17.893,00
Creditos por Ventas (Nota 6.1.2)	\$ 1.564.653,00	\$ 1.186.667,00
Otros Créditos (Nota 6.1.3)	\$ 207.177,00	\$ 401.627,00
Bienes de Cambio (Nota 6.1.4)	\$ 2.211.954,00	\$ 2.226.894,00
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$ 4.518.585,00	\$ 3.833.081,00
ACTIVO NO CORRIENTE		
Créditos por Ventas (Nota 6.1.5)	\$ 399.548,00	\$ 294.264,00
Bienes de Uso (Anexo 1 y Nota 3)	\$ 1.812.796,00	\$ 1.803.930,00
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	\$ 2.212.344,00	\$ 2.098.194,00
TOTAL DEL ACTIVO	\$ 6.730.929,00	\$ 5.931.275,00



ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2007	Ejercicio Finalizado el 31/12/2006
PASIVO		
PASIVO CORRIENTE		
Cuentas por pagar (Nota 6.2.1)	\$ 888.916,00	\$ 927.116,00
Préstamos (Nota 6.2.2)	\$ 1.473.807,00	\$ 1.301.100,00
Remun. Y Cargas Sociales (Nota 6.2.3)	\$ 51.783,00	\$ 52.571,00
Fiscales (Nota 6.2.4)	\$ 602.965,00	\$ 390.131,00
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$ 3.017.471,00	\$ 2.670.918,00
PASIVO NO CORRIENTE		
Préstamos (Nota 6.2.5)	\$ 536.413,00	\$ 393.990,00
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	\$ 536.413,00	\$ 393.990,00
TOTAL DEL PASIVO	\$ 3.553.884,00	\$ 3.064.908,00
PATRIMONIO NETO	\$ 3.177.045,00	\$ 2.866.367,00
Según Estado Correspondiente	\$ 3.177.045,00	\$ 2.866.367,00



ESTADO RESULTADOS

	Ejercicio Finalizado el 31/12/2007	Ejercicio Finalizado el 31/12/2006
VENTAS	\$ 6.506.848,00	\$ 5.866.665,00
COSTO DE VENTAS	\$ -3.783.051,00	\$ -3.450.979,00
UTILIDAD BRUTA	\$ 2.723.797,00	\$ 2.415.686,00
Gastos de Administración (Según Anexo 2)	\$ 751.657	\$ 746.165
Gastos de Comercialización (Según Anexo 2)	\$ 987.518	\$ 980.305
Amortizaciones	\$ 32.858	\$ 48.899
SUBTOTAL	\$ 951.764	\$ 640.317
OTROS INGRESOS / EGRESOS	\$ -568.122	\$ -562.502
Descuentos Obtenidos	\$ 88.215	\$ 43.653
Resultado Vta. Bs Uso	\$ -	\$ -
Costos Financieros	\$ -656.337	\$ -516.155
Donaciones	\$ -	\$ -90.000
UTILIDAD ANTES DE IMP.	\$ 383.642	\$ 77.815
Impuesto a la Ganancia	\$ 134.284	\$ 27.237
GANANCIA - SALDO FINAL	\$ 249.358	\$ 50.578



ESTADO DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO NETO

DETALLE	CAPITAL SOCIAL	AJUSTE DEL CAPITAL	GANANCIAS RESERVADAS	RESULTADOS NO ASIGNADOS	TOTAL AL 31/12/2007	TOTAL AL 31/12/2006
Saldo al Inicio del Ejercicio	\$ 1.036.078	\$ 1.224.747	\$ 452.165	\$ 214.697	\$ 2.927.687	\$ 2.815.789
Resultado del Ejercicio				\$ 249.358	\$ 249.358	\$ 50.578
Saldo al Final del Ejercicio	\$ 1.036.078	\$ 1.224.747	\$ 452.165	\$ 464.055	\$ 3.177.045	\$ 2.866.367



BIENES DE USO - ANEXO I - Ejercicio 2007

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	INCORPORACIONES				AMORTIZACIONES					VALOR RESIDUAL NETO 2007
	VALOR AL INICIO	ALTAS DEL EJERCICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	VALOR AL CIERRE	ACUMULADAS AL INICIO	BAJAS DEL EJERCICIO	ALICUOTA	DEL EJERCICIO	ACUMULADAS AL CIERRE	
Rodados	\$ 267.532,99	\$ -	\$ 92.813,31	\$ 174.719,68	\$ 259.569,16	\$ 92.813,31	20,00	\$ 3.981,93	\$ 170.737,78	\$ 3.981,93
Muebles y Utiles	\$ 70.292,15	\$ -	\$ -	\$ 70.292,15	\$ 70.292,15	\$ -	10,00	\$ -	\$ 70.292,15	\$ -
Inmuebles										
San Jerónimo 1743	\$ 974.327,98	\$ -	\$ -	\$ 974.327,98	\$ 129.764,65	\$ -	2,00	\$ 12.861,13	\$ 142.625,78	\$ 831.702,20
San Jerónimo 1779	\$ 98.194,50	\$ -	\$ -	\$ 98.194,50	\$ 13.163,95	\$ -	2,00	\$ 1.296,17	\$ 14.460,12	\$ 83.734,38
San Jerónimo 1767	\$ 318.601,87	\$ -	\$ -	\$ 318.601,87	\$ 53.691,91	\$ -	2,00	\$ 4.205,54	\$ 57.897,45	\$ 260.704,42
25 de Mayo 1708	\$ 436.420,00	\$ -	\$ -	\$ 436.420,00	\$ 74.889,67	\$ -	2,00	\$ 5.760,74	\$ 80.650,41	\$ 355.769,59
Moreno 2737	\$ 67.478,39	\$ -	\$ -	\$ 67.478,39	\$ 10.787,10	\$ -	2,00	\$ 890,71	\$ 11.677,81	\$ 55.800,58
San Martín 638	\$ 240.534,04	\$ -	\$ -	\$ 240.534,04	\$ 79.376,19	\$ -	2,00	\$ 3.175,05	\$ 82.551,24	\$ 157.982,80
San Martín 634	\$ 109.020,25	\$ -	\$ -	\$ 109.020,25	\$ 23.172,87	\$ -	2,00	\$ 1.439,07	\$ 24.611,94	\$ 84.408,31
Almafuerte 776	\$ 47.904,93	\$ -	\$ -	\$ 47.904,93	\$ 5.691,15	\$ -	2,00	\$ 632,35	\$ 6.323,50	\$ 41.581,43
Almafuerte 778	\$ 22.057,67	\$ -	\$ -	\$ 22.057,67	\$ 2.620,42	\$ -	2,00	\$ 291,16	\$ 2.911,58	\$ 19.146,09
Almafuerte 780	\$ 26.527,07	\$ -	\$ -	\$ 26.527,07	\$ 3.151,45	\$ -	2,00	\$ 350,16	\$ 3.501,61	\$ 23.025,46
Almafuerte 788	\$ 22.014,29	\$ -	\$ -	\$ 22.014,29	\$ 2.615,31	\$ -	2,00	\$ 290,59	\$ 2.905,90	\$ 19.108,39
Almafuerte 784	\$ 26.136,54	\$ -	\$ -	\$ 26.136,54	\$ 3.105,10	\$ -	2,00	\$ 345,00	\$ 3.450,10	\$ 22.686,44
TOTALES 2007	\$ 2.727.042,67	\$ -	\$ 92.813,31	\$ 2.634.229,36	\$ 731.891,08	\$ 92.813,31	-	\$ 35.519,60	\$ 674.597,37	\$ 1.959.632,02



GASTOS - ANEXO II

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 64, INC.2 a). LEY 19550

CONCEPTO	TOTAL 2007	GASTOS DE ADMINISTRACION	GASTOS DE COMERCIALIZACION	TOTAL 2006
Honorarios	\$ 200.000	\$ 200.000	\$ -	\$ 200.000
Sueldos y Jornales	\$ 722.187	\$ 259.987	\$ 462.200	\$ 747.228
Cargas Sociales	\$ 185.315	\$ 66.713	\$ 118.602	\$ 154.333
Publicidad y Propaganda	\$ 108.118	\$ -	\$ 108.118	\$ 107.238
Amortizacion Bs Uso	\$ 32.858	\$ 16.429	\$ 16.429	\$ 48.899
Seguros	\$ 42.415	\$ 42.415	\$ -	\$ 42.070
Gastos Varios	\$ 126.414	\$ 45.509	\$ 80.905	\$ 125.386
Gastos Oficina	\$ 75.682	\$ 75.682	\$ -	\$ 75.066
Servicios Post - Venta	\$ 34.099	\$ -	\$ 34.099	\$ 33.821
Luz. Telefono y otros	\$ 124.751	\$ 44.910	\$ 79.841	\$ 118.209
Fletes	\$ 24.950	\$ -	\$ 24.950	\$ 20.623
Gastos Comerc.	\$ 33.267	\$ -	\$ 33.267	\$ 28.872
Mantenimiento Rodados	\$ 29.109	\$ -	\$ 29.109	\$ 24.747
TOTALES 2007	\$ 1.739.175	\$ 751.657	\$ 987.518	
TOTALES 2006		\$ 746.165	\$ 980.302	\$ 1.726.467



COSTO DE LOS PRODUCTOS VENDIDOS - ANEXO III

INFORMACION REQUERIDA POR EL ART. 65, INC.e). LEY 19550

	Ejercicio finalizado el 31/12/2007	Ejercicio finalizado el 31/12/2006
Existencia al Inicio del Ejercicio	\$ 2.226.894	\$ 2.351.759
Compras del Ejercicio	\$ 3.768.111	\$ 3.326.114
SUBTOTAL	\$ 5.995.005	\$ 5.677.873
Existencia al Final del Ejercicio	\$ 2.211.954	\$ 2.226.894
COSTO DE LOS PRODUCTOS VDDIDOS.	\$ 3.783.051	\$ 3.450.979