

ANALISIS DE LA SITUACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DE UNA COMPAÑÍA CITRÍCOLA TUCUMANA

Modalidad: Trabajo de aplicación de conceptos y técnicas de Administración en Situación Laboral o ambiente real

Práctica Profesional Licenciatura en Administración

Facultad de Ciencias Económicas – Universidad Nacional de Tucumán



Alumno: Horacio Javier Medina Raed

DNI: 38.117.990

Tutor: Jorge Rospide

Año: 2023

horaciomedinaraed@gmail.com



Índice

Resumen	3
Palabras Clave:	3
Introducción	4
Problema de investigación.....	4
Preguntas de Investigación	5
Objetivo General	5
Objetivos Específicos.....	5
Marco Teórico	5
Marco Metodológico	12
Desarrollo	13
Conclusiones	26
Recomendaciones	27
Bibliografía	29
Apéndice	30



Resumen

Top-Lemon es una empresa dedicada a la producción, empaque y procesamiento de limones y otras frutas cítricas. Con operaciones en la provincia de Tucumán y también en el exterior, en los últimos años la empresa se vio envuelta en un incipiente proceso de crecimiento en su producción, llegando a posicionarse como uno de los principales productores y procesadores de la provincia. Sin embargo, ante un contexto sectorial desafiante resulta imprescindible contar con las herramientas adecuadas para la evaluación y el análisis de los indicadores financieros.

Bajo un enfoque de investigación cuantitativo, del tipo no experimental y longitudinal, el presente trabajo de investigación se propone examinar la situación económico-financiera de la empresa Top-Lemon, a partir de la identificación y la evaluación de sus indicadores económicos y financieros clave.

A partir del estudio realizado se observó que Top Lemon está mostrando una reacción razonablemente buena a los desafíos de la coyuntura, especialmente cuando se la contrasta con la empresa comparable.

Concluimos que Top-Lemon no muestra problemas de liquidez de corto plazo y tiene un apalancamiento financiero constante y bajo. Si bien sufrió una caída de actividad en 2021, logró en 2022 retornar a valores de 2020, período donde inicia nuestro análisis. Asimismo, su margen de utilidad cayó progresivamente, aunque no en una magnitud considerable, si se contrasta con la compañía comparable. El retorno sobre los activos cayó, pero no demasiado, y el retorno sobre el patrimonio, a pesar de su caída en 2021, se recupera en 2022 y logra acercarse al nivel de 2020.

Finalmente señalamos cuales son los indicadores de liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad más importantes que la gerencia debería seguir de cerca, y hacemos una serie de recomendaciones en base a la evaluación de los indicadores.

Palabras Clave: información financiera, indicadores financieros, empresa Citrícola



Introducción

El presente trabajo toma como objeto de estudio a la Compañía Top-Lemon. La empresa se dedica a la producción, empaque y procesamiento de limones y otras frutas cítricas. Con sede central en el extranjero, la empresa se radicó en la década de 1960 en la Provincia de Tucumán. Si bien en un principio solamente contaba con fincas para la producción de limón y una planta industrial para el empaque en la actualidad el negocio se volvió más complejo ya que cuenta con dos plantas industriales para la producción de derivadas de limón, una ubicada en Argentina y otra en el Exterior.

Desde hace más de una década, con la inauguración de esta nueva planta industrial, la empresa se encuentra en un incipiente proceso de crecimiento en su producción, llegando a posicionarse como uno de los principales productores y procesadores de la provincia.

Sin embargo, el contexto global actual no resulta muy favorable en el corto plazo. La caída del precio internacional del limón y sus productos derivados exige que la empresa tenga máxima eficiencia en sus finanzas para poder sobrellevar la situación actual, y poder continuar en su sendero de crecimiento proyectado.

Problema de investigación

El desafiante contexto en el sector citrícola exige a la empresa maximizar su eficiencia en todos los aspectos del negocio. Una de las principales dimensiones donde potencialmente existen oportunidades de mejora es el desempeño económico-financiero.

Si bien la empresa cuenta con un sistema integrado de gestión y con estados financieros auditados por un estudio de primera línea en los últimos ejercicios, no cuenta con reportes específicos de gestión para indicadores económicos y financieros.

Estos indicadores no están determinados formalmente, y solamente se definen y analizan a pedido de la gerencia. Asimismo, el análisis y seguimiento, se ejecuta de forma reactiva en lugar de sistemática. No hay un dashboard de seguimiento de indicadores que permita obtenerlos en tiempo real, ni una rutina administrativa que instruya al equipo contable para su cálculo en un tiempo determinado.

Ante la necesidad de obtener algún informe adicional a los balances tradicionales los tiempos son prolongados e insumen muchas horas por parte del equipo contable. Más aún, la información obtenida, muchas veces no satisface las necesidades de la gerencia, por lo que debe re-elaborarse. Otras veces la información es la requerida, pero se obtiene de forma extemporánea.



Todo esto conlleva a que el conocimiento de la situación financiera de la empresa esté limitado a los balances auditados y a los informes de gestión a pedido de la gerencia que se elaboran. Esta información es ocasionalmente inoportuna, y lleva a que las decisiones de la gerencia sean extemporáneas y subóptimas.

Preguntas de Investigación

1. ¿Cuáles indicadores económico-financieros son los más apropiados para evaluar el desempeño de la empresa?
2. ¿Cómo fue el rendimiento económico-financiero de la empresa en los últimos meses de acuerdo con estos indicadores?
3. En base a la evaluación de los indicadores, ¿Qué medidas podría tomar la compañía para optimizar su rendimiento económico-financiero en los próximos meses?

Objetivo General

El presente trabajo de investigación se propone examinar la situación económico-financiera de la empresa Top-Lemon, a partir de la identificación y la evaluación de sus indicadores económicos y financieros clave.

Objetivos Específicos

Se plantean como objetivos específicos:

- Identificar cuáles son los indicadores financieros más apropiados para evaluar el desempeño de la empresa en esa dimensión.
- Evaluar el rendimiento económico financiero de la empresa en los últimos meses de acuerdo con estos indicadores.
- Proponer medidas para la optimización del rendimiento económico-financiero de la empresa en los próximos meses, en base a la evaluación de los indicadores.

Marco Teórico

Este trabajo se centra en una de las perspectivas principales planteadas en el modelo de Cuadro de Mando Integral de Kaplan y Norton (1996), la perspectiva financiera. Dentro de esta última, se destacan ciertos indicadores financieros que son esenciales para evaluar el desempeño de la empresa.



Fuente: Adaptación de Kaplan y Norton (1996)

Fraile y otros (2013) plantea que, así como el médico clínico pide una serie de análisis para evaluar el estado de salud de su paciente, los analistas financieros usan los índices o ratios para evaluar la salud financiera de las empresas. A su vez alerta que el uso de los ratios ha sido (y sigue siendo) objeto de abusos e interpretaciones erróneas por el desconocimiento de sus fundamentos y limitaciones. Por lo cual es clave poder comprender claramente su alcance y sus restricciones.

Siguiendo la visión de Dumrauf (2010), la información financiera de la empresa debe ser comprendida por la gerencia financiera de la empresa, ya que es clave en los planes y en las actividades de la compañía. Para los ejecutivos de finanzas, los estados financieros constituyen la forma de agrupar y resumir una gran cantidad de datos que luego se utilizan para la toma de decisiones.

Este autor asigna una importancia tal a los estados financieros, que afirma que son los primeros documentos que se reclaman cuando tenemos que estimar la valuación de una empresa o bien examinar su salud financiera. A su vez esta información es clave, ya que genera las categorías que se utilizan para el cálculo de los ratios financieros y de otros indicadores. Estos últimos permiten analizar diferentes aspectos del desempeño histórico de una compañía, como también extenderse hacia el futuro si se calculan en base a información de los estados financieros proyectados.

Como argumenta Ross (2012), los ratios financieros se utilizan para resumir aspectos específicos de la situación financiera de una empresa. Tales ratios son formas de comparar e investigar las relaciones que existen entre distintos elementos de la información financiera. Estas medidas son una importante fuente de información para la toma de decisiones por parte de distintos usuarios tanto



internos (gerentes y propietarios) como externos (entidades financieras e inversionistas).

En Harvard Business Review (2014) se enfatiza sobre la importancia en la interpretación de estos indicadores de compararlos con empresas del mismo sector.

A continuación, se exponen los principales ratios financieros y su interpretación

Medidas de Liquidez o de Solvencia de corto plazo

$$\text{Razón corriente} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Como tanto los activos corrientes (también llamado circulante por ciertos autores como Ross (2012)) como los pasivos corrientes se convierten en efectivo en el término de 12 meses, la razón corriente es una medida de la liquidez a corto plazo.

Mide la cantidad de veces que el activo corriente puede cubrir las obligaciones de corto plazo. Dumrauf (2010) lo llama "Liquidez Corriente"

$$\text{Prueba ácida} = \frac{\text{Activo Corriente} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Como el inventario es el menos líquido de los activos corrientes. También es el activo cuyos valores en libros son menos confiables como medidas del valor de mercado porque no se considera la calidad del inventario.

Una parte de éste puede resultar dañada, obsoleta o perdida. Otro aspecto interesante es que los inventarios relativamente grandes son con frecuencia una señal de problemas a corto plazo. La empresa podría haber sobreestimado las ventas y haber comprado o producido en exceso como resultado de ello.

De esta forma, para evaluar más a fondo la liquidez, la razón rápida, o prueba ácida, se calcula del mismo modo que la razón corriente, excepto que se omite el inventario.

$$\text{Razón de efectivo} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

Un acreedor a muy corto plazo podría interesarse en la razón de efectivo. Esta última es aún más restrictiva que las anteriores, ya que deja afuera del numerador a todo elemento del activo corriente que no se considere efectivo, como podría ser cuentas a cobrar, inversiones a más de tres meses, cheques diferidos a cobrar de más de tres meses, entre otros.

$$\text{Capital de Trabajo} = \text{Activo Corriente} - \text{Pasivo Corriente}$$



El capital de trabajo o fondo de maniobra mide aproximadamente la reserva potencial de tesorería de la empresa. El capital de trabajo se ve incrementado cuando la firma obtiene utilidades y maximiza el flujo del ciclo “dinero-mercancías-dinero”

Medidas de endeudamiento

$$\text{Razón de deuda total} = \frac{\text{Activos totales} - \text{Capital total}}{\text{Activos totales}}$$

La razón de deuda total toma en cuenta todas las deudas de todos los vencimientos de todos los acreedores. Su interpretación depende de cómo se hubiera planificado la estructura de capital de la compañía

$$\text{Razón de las veces que se ha ganado el interés} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interés}}$$

Esta razón mide el grado en que la empresa cubre sus obligaciones de pagar intereses y con frecuencia se denomina razón de cobertura de intereses

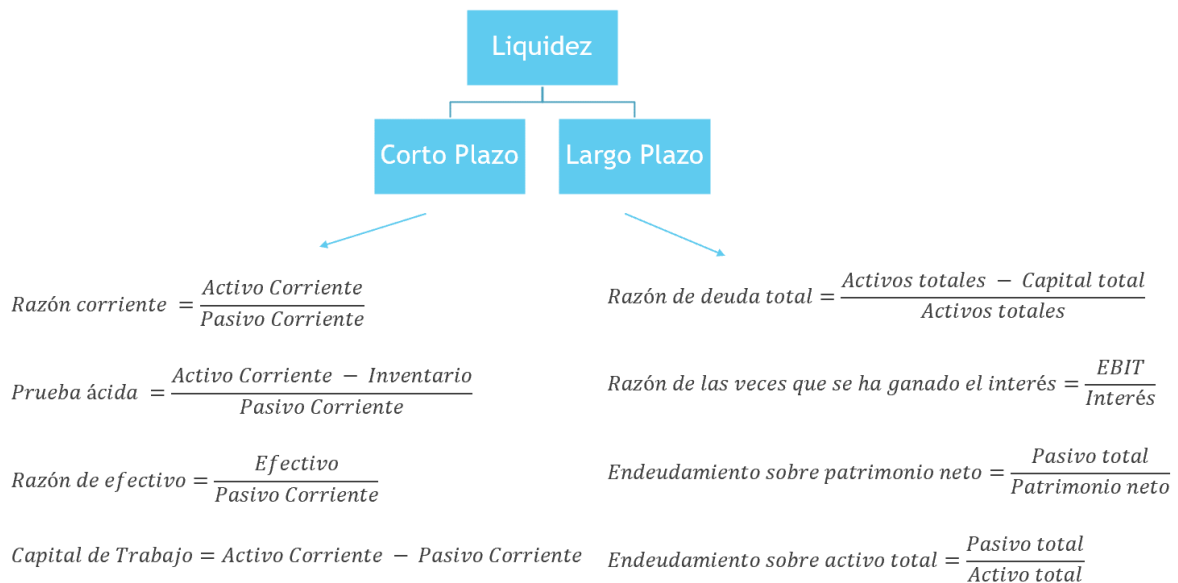
$$\text{Razón de cobertura de efectivo} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Interés}}$$

Es una medida básica de la capacidad de la empresa para generar efectivo de las operaciones, y con frecuencia se usa como medida del flujo de efectivo disponible para satisfacer las obligaciones financieras

$$\text{Endeudamiento sobre patrimonio neto} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio neto}}$$

$$\text{Endeudamiento sobre activo total} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$$

Cuando un banco está por conceder un crédito a un posible cliente, una de las cosas que primero se pregunta es qué otras deudas tiene la empresa. Los índices de endeudamiento muestran el grado de utilización del capital ajeno con relación al capital propio o al activo total.



Fuente: elaboración propia en base a Dumrauf, G. (2010).

Medidas de actividad

$$\text{Rotación sobre créditos} = \frac{\text{ventas netas}}{\text{cuentas por cobrar}}$$

Si queremos saber la cantidad de veces que rota en el año el stock de deudores por ventas, simplemente dividimos el total de las ventas netas de impuestos por las cuentas por cobrar

$$\text{Días de cobranza} = \frac{\text{cuentas por cobrar} * 365}{\text{ventas netas}}$$

Indicador que refleja la cantidad de días que tarda la empresa en cobrar.

$$\text{Rotación de inventarios} = \frac{\text{costo de ventas}}{\text{Inventarios}}$$

Como los inventarios “salen” en la contabilidad por su costo, para calcular la cantidad de veces que rota en el año el stock de inventarios dividimos el costo de las mercaderías vendidas por el stock de inventarios

$$\text{Días de ventas} = \frac{\text{inventarios}}{\text{costo de ventas}} * 365$$

Podemos calcular la cantidad de días que tarda en venderse a partir de los “días de ventas”.

$$\text{Rotación de proveedores} = \frac{\text{compras}}{\text{deudas comerciales}}$$



$$\text{Días de pago} = \frac{\text{deudas comerciales}}{\text{compras}} * 365$$

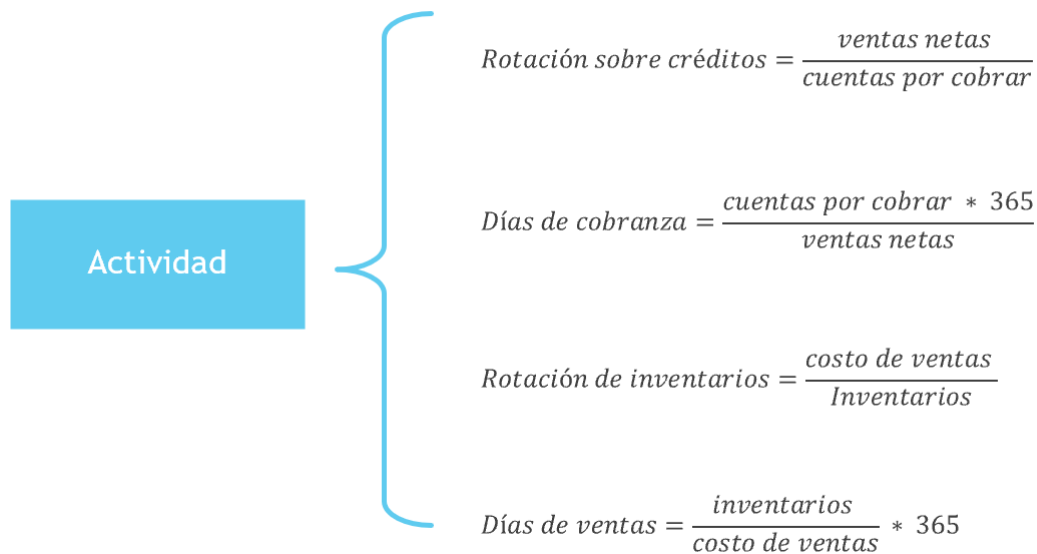
Estos indicadores se calculan con el fin de saber cuántos días estamos tardando en pagar a los proveedores.

$$\text{Rotación del activo total} = \frac{\text{ventas}}{\text{activo total}}$$

$$\text{Rotación del activo fijo} = \frac{\text{ventas}}{\text{activo fijo}}$$

$$\text{Rotación del capital de trabajo} = \frac{\text{ventas}}{\text{capital de trabajo}}$$

También se suele calcular la rotación para rubros más generales como el activo total, el activo fijo y el capital de trabajo.



Fuente: elaboración propia en base a Dumrauf, G. (2010)

Medidas de rentabilidad

$$\text{margen de utilidad} = \frac{\text{utilidad neta}}{\text{ventas}}$$

Este indicador muestra cuántos \$ quedan de EBIT por cada \$ vendido.

$$\text{margen de EBIT} = \frac{\text{EBIT}}{\text{ventas}}$$

Este indicador muestra cuántos \$ quedan de flujo de efectivo de operación por cada \$ vendido.

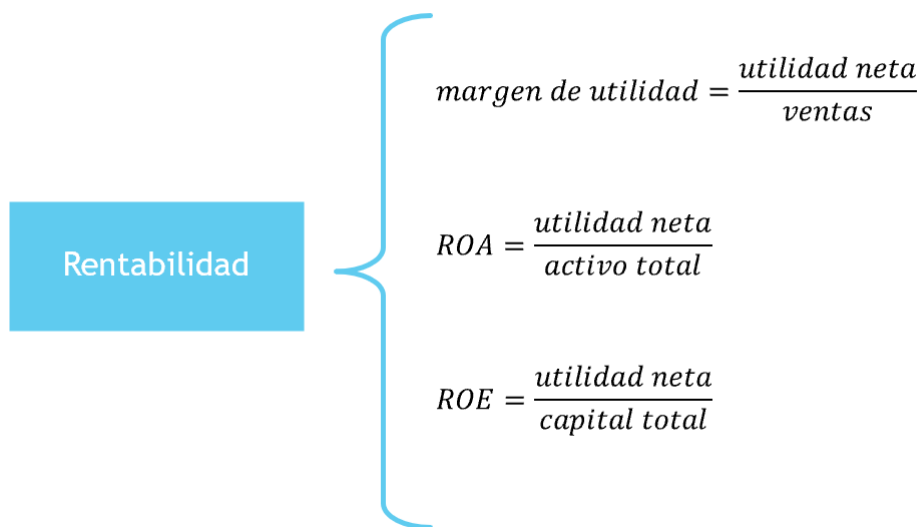


$$ROA = \frac{\textit{utilidad neta}}{\textit{activo total}}$$

Es una medida de la utilidad por dólar de activos

$$ROE = \frac{\textit{utilidad neta}}{\textit{capital total}}$$

Es una herramienta que sirve para medir cómo les fue a los accionistas durante el año.



Fuente: elaboración propia en base a Dumrauf, G. (2010).

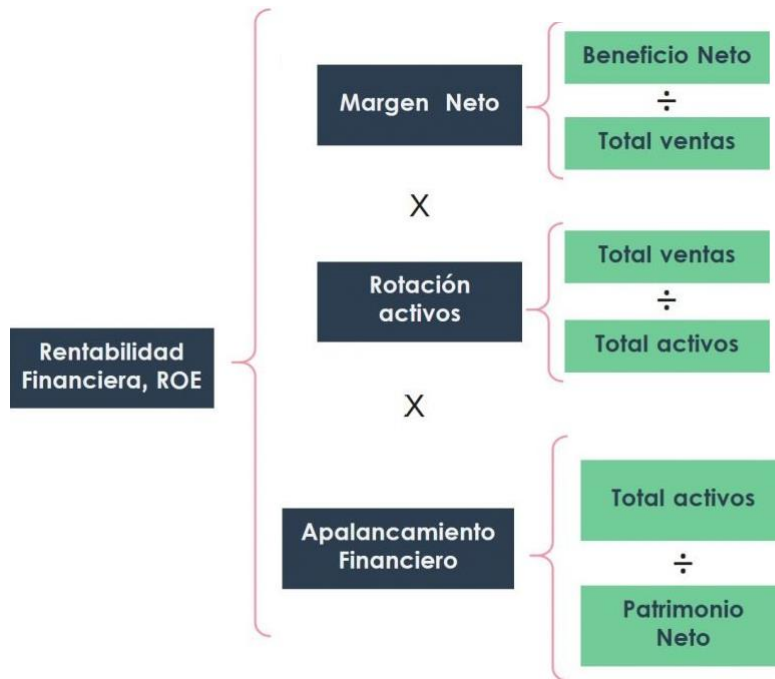
Análisis de Dupont

El análisis de DuPont (también conocido como la identidad de DuPont, la ecuación de DuPont, el marco de DuPont, el modelo de DuPont o el método de DuPont) es una herramienta en el análisis financiero, donde el retorno sobre el capital, ROE, se separa en sus componentes, útil en varios contextos.

Este indicador, que lleva su nombre en honor a la empresa Dupont, que difundió su uso, segrega el retorno sobre el patrimonio (ROE) en tres componentes: el margen de utilidad sobre las ventas, la rotación del activo total y el apalancamiento financiero, que se puede interpretar como el “multiplicador” del patrimonio neto.

$$ROE = \textit{Margen neto} * \textit{Rotación total} * \textit{Apalancamiento financiero}$$

$$ROE = \frac{\textit{utilidad neta}}{\textit{ventas}} * \frac{\textit{ventas}}{\textit{activo total}} * \frac{\textit{activo total}}{\textit{patrimonio neto}}$$



Fuente: elaboración propia en base a Dumrauf, G. (2010).

La ecuación de Dupont nos permite apreciar que el ROE es afectado por tres cosas:

- La eficiencia económica, medida por el margen de utilidad que obtenemos sobre las ventas.
- La eficiencia operativa, medida por la cantidad de veces que se venden los activos.
- El apalancamiento financiero, medido por el multiplicador del patrimonio neto.

Marco Metodológico

Conforme plantea Hernandez Sampieri (2018) una investigación puede plantearse de acuerdo con diferentes enfoques. Este trabajo se desarrollará bajo un enfoque cuantitativo, encuadrándose el problema dentro de las disciplinas de la contabilidad gerencial y las finanzas corporativas.

Al ser el primer estudio sobre la empresa en cuestión consideramos que es razonable limitar el alcance al tipo descriptivo. Se buscará conocer la situación económico-financiera de la empresa a través de la medición los indicadores financieros adecuados. Buscamos describir y evaluar la salud financiera de la empresa.



El trabajo tiene un diseño de investigación no experimental, ya que conforme sostiene Hernandez Sampieri (2014), sólo se observan los fenómenos en su ambiente natural para analizarlos sin hacer ningún tipo de manipulación de las variables a analizar. Este estudio se categoriza como de tipo longitudinal ya que se analizarán indicadores de la empresa para diferentes períodos de tiempo.

La información se obtiene principalmente a través de la revisión de documentos de la empresa, tales como estados financieros y reportes de gestión y de la captura de datos directa de su sistema integrado de gestión. Adicionalmente se organizan entrevistas con los responsables del sector de contabilidad y del sector de finanzas de la compañía. Se aplican las siguientes técnicas de análisis de datos: cálculo de indicadores y medidas financieras, análisis estadístico descriptivo.

Desarrollo

Para nuestro análisis de la situación económico-financiera, se optó por realizar un análisis comparativo, con el objetivo de tener un “benchmark” contra el cual contrastar los ratios financieros de la empresa objeto de análisis. Esta metodología es respaldada por lo planteado en Harvard Business Review (2014), donde se destaca la importancia de contrastar los ratios con una empresa del mismo sector. De esta forma, se calcularán los indicadores financieros correspondientes, no sólo para nuestra empresa bajo análisis sino también para una compañía comparable.

Por pertenecer al mismo sector, tener un proceso de negocio muy similar, tener un volumen de operaciones parecido y contar con una estructura patrimonial similar, se optó por utilizar a la compañía San Miguel como la empresa comparable (de ahora en adelante referenciada como SAMI). SAMI es una empresa de tal importancia que sus acciones y sus obligaciones negociables cotizan en la bolsa de comercio de Buenos Aires.

Sumado a esto, consideramos que no es suficiente estudiar sólo el último año, sino que incorporar más períodos puede brindar un mayor entendimiento del estado de los indicadores del negocio. Es por ello, que se analizan conjuntamente los períodos 2022, 2021 y 2020, para ambas compañías.

Por otro lado, se optó por convertir los mismos a dólares estadounidenses de forma de conseguir una idea más clara de la magnitud de cada uno de los rubros, puesto que esa interpretación hubiera resultado más compleja en pesos argentinos, teniendo en cuenta la elevada inflación a la que está expuesta esta moneda.

Ambas compañías tienen estrategias de negocios integradas orientado al consumidor, en lo que comprende todas las etapas del proceso de la cadena de valor hasta llegar a los hogares.

Estas estrategias están enfocadas en dos líneas de producto principales. En primer lugar, el negocio de empaque y venta de fruta fresca (limón y otras frutas cítricas).



En segundo lugar, el negocio de productos derivados de limón que se compone principalmente de la producción de jugo de limón, aceite de limón, cáscara y otros subproductos (terpeno, entre otros).

El contexto actual del sector es muy desfavorable. Durante los últimos años, la sobreoferta de productos derivados del limón generó una caída de precios significativa con impacto directo sobre la facturación de estas compañías, tanto en el negocio de fruta fresca como en el negocio de alimentos procesados.

Esto llevó a ambas compañías a adaptar su estrategia de abastecimiento, ajustándola al nuevo equilibrio de mercado.

En cuanto al negocio de fruta fresca, la situación actual se caracteriza por un sobreabastecimiento en el hemisferio norte y en el hemisferio sur, causado por la creciente disponibilidad de limón en los distintos países. Esto tuvo un fuerte impacto en ambas compañías, por ejemplo, en el caso de SAMI, el volumen de exportación de limón fue un 35% menor en 2022 que en el año anterior.

En cuanto al negocio de los productos derivados del limón, la situación también es desafiante con precios internacionales bajos en comparación con años anteriores. La reacción de ambas empresas fue disminuir la molienda (SAMI contrajo su volumen en alrededor de un 11%).

A partir de la reconfiguración estratégica iniciada en el año 2022, San Miguel decidió concentrar su negocio en el segmento de ingredientes naturales. En la memoria de esta sociedad se plantea que el cambio tiene como objetivo, focalizar el negocio en un mercado donde las ventas pueden realizarse tanto en mercado abierto como a través de contratos y que resulta considerablemente menos volátil que el mercado de fruta fresca. Esto conlleva a que esta línea de negocio sea más rentable y más sustentable que la de fruta fresca.

Si bien Top Lemon no plantea formalmente una reconfiguración estratégica, el negocio de productos elaborados, viene siendo el más importante y se espera que tome mayor preeminencia en los próximos años.

Esta fuerte exposición al contexto internacional del sector radica en que alrededor del 90% de las ventas de ambas compañías se destinan a la exportación.

En cuanto al contexto macroeconómico, los últimos años tampoco vienen siendo muy favorables para estas empresas. Considerando que ambas tienen las ventas al exterior como su principal fuente de ingresos, se ven seriamente afectadas por el hecho de que en los últimos años la variación en los precios locales viene siendo superior a la variación en el tipo de cambio oficial. Por ejemplo, en 2022, el tipo de cambio pasó de 102,72\$/U\$S a 177,16 \$/U\$S, resultando en una variación del 72,5%, mientras que el índice de precios al consumidor tuvo un cambio del 94,8%. La principal consecuencia de este hecho en estas empresas es que sus ingresos quedan rezagados contra el aumento de sus costos de operación.



El panorama para 2023 sigue siendo altamente desafiante. en donde será de suma importancia contar con acuerdos comerciales de distribución de mediano y largo plazo, con precios en línea con lo observado en los últimos 3 años; y niveles de molienda en la plaza de Tucumán que permanecen en máximos históricos. Ambas empresas ponen sus fichas en planes de optimización operacional, que redundarán en una optimización y mejora de los costos.

Por otro lado, se anticipa un año menos complejo desde el punto de vista logístico, en particular la logística de flete marítimo con precios más normalizados frente a años anteriores.

A partir de la obtención de los datos de los estados contables de ambas compañías se procedió a confeccionar una planilla de Excel condensando esta información. Luego se realizó el cálculo de los indicadores sumado al de algunas medidas estadísticas básicas, por ejemplo, la media aritmética de los mismo, para facilitar el análisis.

Finalmente, se procesaron los valores calculados y se interpretaron en el marco de la teoría y del entendimiento de las empresas y del sector obtenido a partir de la lectura de la memoria de directorio de las compañías y de las notas a los estados contables. Sumado a esto se elaboraron tablas y gráficos de barras para mostrar los resultados obtenidos.

Cálculo de los ratios e interpretación

Indicadores de Liquidez a corto plazo

Tabla 1. Razón Corriente

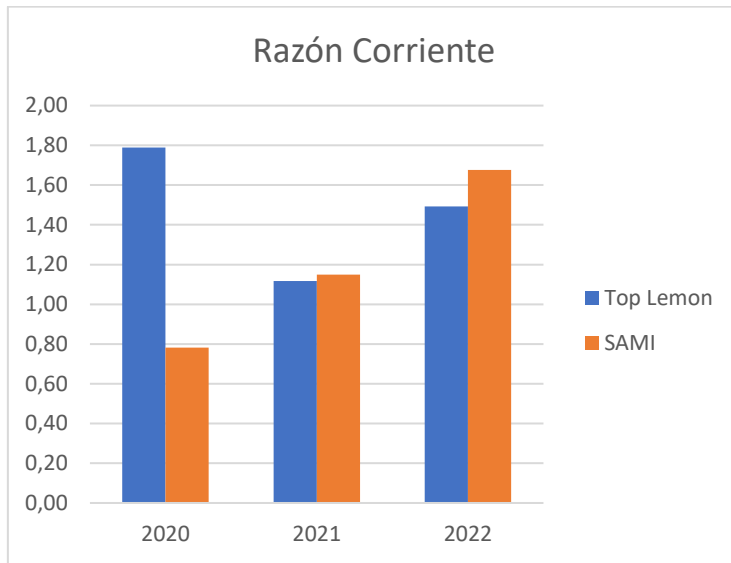
	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Razón corriente	1,49	1,68	1,12	1,15	1,79	0,78

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

En el caso de Top Lemon la razón corriente estuvo cercana a su nivel promedio de 1,47 en los tres años. Este ratio, se puede interpretar como que el activo circulante de la compañía alcanza para cubrir sus obligaciones de corto plazo, aproximadamente una vez y media.

El caso de SAMI es diferente. No sólo su promedio de los tres años es menor, sino que también muestra más volatilidad alrededor de su valor. En el 2020 muestra problemas de liquidez de corto plazo al sólo cubrir el 80% de sus obligaciones de corto plazo con su activo corriente. En 2021 y 2022 la situación se normaliza, logrando cubrir un 115% de sus obligaciones de corto plazo en 2021, y el 168% en 2022, un valor que se encuentra cercano al promedio de la empresa comparable.

Gráfico 1. Razón Corriente



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Tabla 2. Prueba ácida

	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Prueba ácida	0,96	1,51	0,55	0,91	0,72	0,55

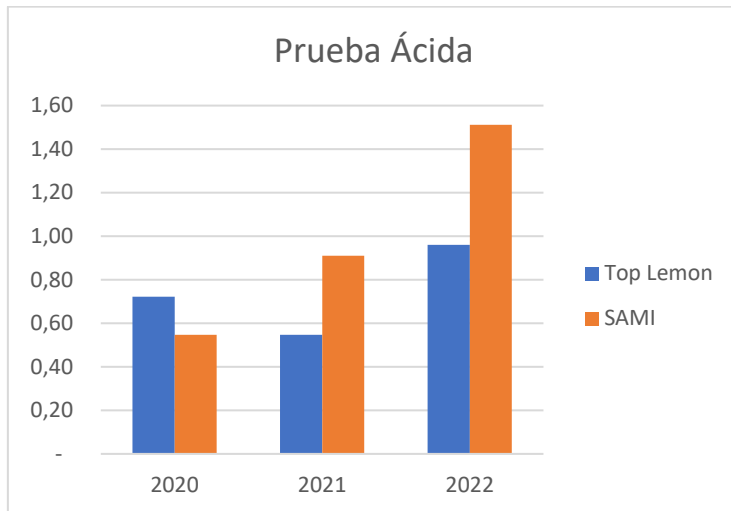
Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

A la hora de analizar la capacidad de la empresa para cancelar sus obligaciones con sus activos circulantes de más fácil realización, usamos la prueba ácida. En el caso de Top Lemon en promedio puede cubrir el 74% de su pasivo corriente sin recurrir a su inventario.

En el caso de SAMI este promedio asciende a 99%. Si bien en 2022 ambas empresas muestran solidez de corto plazo, en el 2020 y en el 2021 no alcanzaban a cubrir la totalidad del pasivo corriente con su activo de más fácil realización. Sacando 2020 SAMI se muestra más sólida desde el punto de vista de la liquidez.

Recordemos que este indicador puede resultar más adecuado que la razón corriente ya que no toma en cuenta al inventario, al considerar que no forma parte de los activos de realización más inmediata con los que cuenta la compañía para hacer frente a su pasivo corriente.

Gráfico 2. Prueba Ácida



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Tabla 3. Razón de efectivo

	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Razón de efectivo	0,00	0,71	0,06	0,18	0,03	0,11

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

El indicador de liquidez más extremo, la razón de efectivo sólo considera efectivo y equivalentes para hacer frente al pasivo corriente. Puede estar un poco distorsionado en una economía inflacionaria, donde no conviene tener grandes saldos de efectivo por la pérdida de su poder adquisitivo.

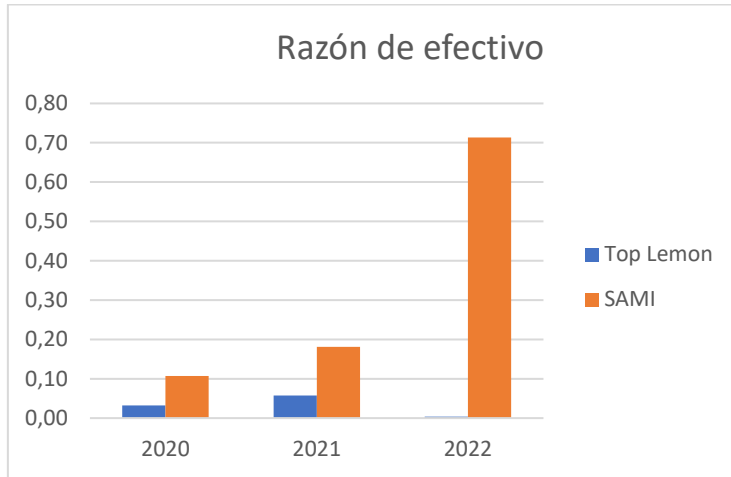
Si bien el valor del último año puede ser un extremo por la redefinición de su estrategia organizacional y venta de algunas de sus operaciones, en general SAMI muestra más solidez en este indicador, estando por encima del 10% en todos los períodos. (Ver gráfico 3 en apéndice).

En conclusión, SAMI tuvo un 2020 con malos indicadores de liquidez de corto plazo pero luego se recupera. La mejora en la posición de liquidez de SAMI, se explica en cierta medida por la emisión de obligaciones negociables clase V en 2021 y clase VII y clase VIII en 2022. Top Lemon no se aleja mucho del promedio en los tres años pero termina con peores indicadores que SAMI, principalmente en cuanto a la razón de efectivo. Al menos en los últimos dos años, ambas empresas logran cubrir sus obligaciones de corto plazo con su activo circulante.

De esta sección de indicadores, consideramos que los más apropiados son la razón corriente y la prueba ácida, ya que la razón de efectivo no es representativa de la capacidad de repago de la empresa en el corto plazo al estar este número afectado por la gestión de efectivo de la empresa en un contexto de elevada inflación.



Gráfico 3. Razón de efectivo



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Indicadores de endeudamiento

Tabla 4. Razón de deuda total

	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Razón de deuda total	0,52	0,85	0,52	0,72	0,49	0,63

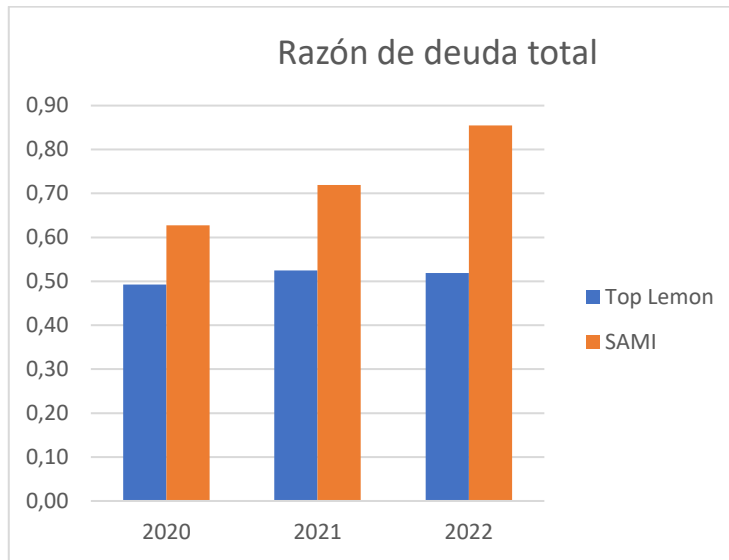
Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

La razón de deuda total de Top Lemon se mantuvo alrededor de 0,50 en los tres períodos. En el caso de SAMI esta razón es creciente en este período pasando de 0,63 a 0,85, mostrando que la empresa está cambiando su estructura de capital, pasando a recurrir más a la deuda y menos al capital de los accionistas.

Se aprecia que SAMI recurre más al endeudamiento que Top Lemon. Esta última mantiene un nivel de endeudamiento prácticamente constante y relativamente bajo al ser comparado con SAMI

Si bien este ratio va de la mano con la manera en que se hubiera planificado la estructura financiera de la compañía, creemos que Top Lemon está en una buena posición para incrementar su del endeudamiento como fuente de financiación.

Gráfico 4. Razón de deuda total



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Tabla 5. Razón de las veces que se ha ganado el interés

	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Razón de las veces que se ha ganado el interés	0,15	-2,13	0,97	-0,67	0,69	-0,42

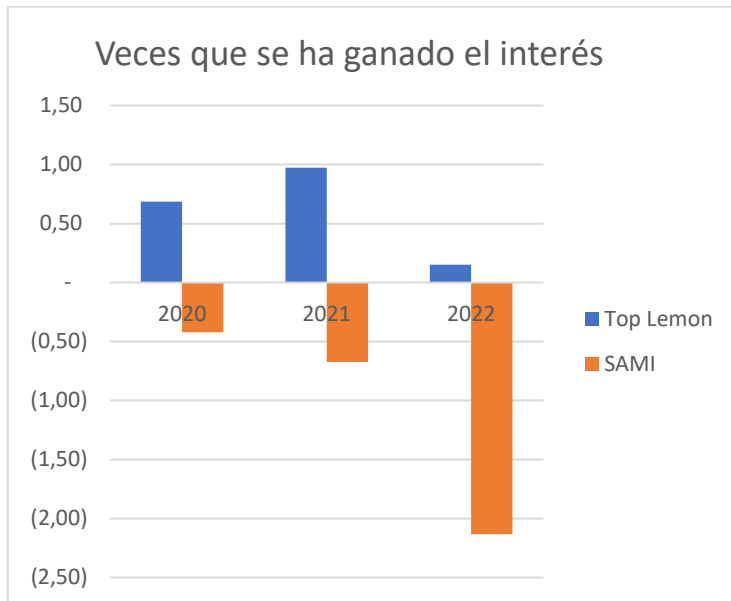
Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

En cuanto a la razón de las veces que se ha ganado el interés, también conocida como la cobertura del interés, la situación de ambas empresas no es buena.

La razón en Top Lemon promedia el 0,60, lo que implica que la empresa no produce suficientes ganancias operativas para cubrir los gastos financieros.

En SAMI la situación es peor, ya que el resultado operativo en todos los ejercicios fue negativo por lo que la interpretación de este ratio no tiene mucho sentido económico-financiero.

Gráfico 5. Veces que se ha ganado el interés



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Tabla 6. Endeudamiento sobre el Patrimonio neto

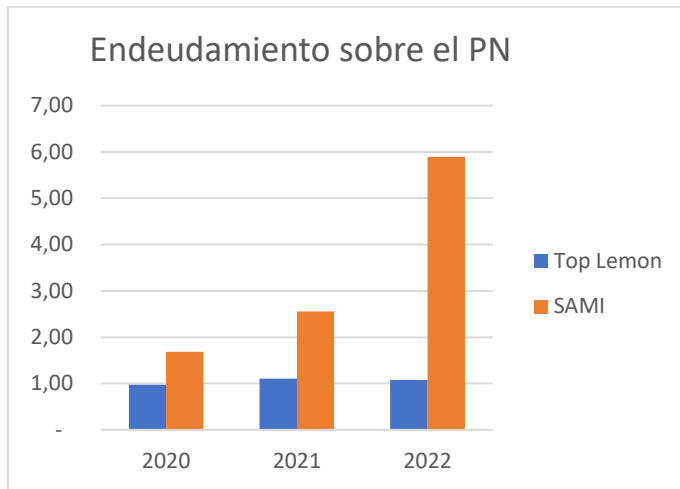
	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Endeudamiento sobre PN	1,08	5,89	1,10	2,56	0,97	1,68

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Top Lemon tiene un ratio de endeudamiento sobre PN, relativamente constante de alrededor de 1. SAMI por el contrario empieza nuestro período de análisis con un ratio de 1,68 que crece hasta llegar a un valor de 5,89 en 2022.

SAMI muestra una alta utilización de capital ajeno en su estructura de capital, que se acentúa con el tiempo.

Gráfico 6. Endeudamiento sobre el Patrimonio Neto



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

En conclusión, SAMI se muestra no sólo se muestra como una compañía más apalancada, sino que también su endeudamiento relativo es creciente a lo largo de los años. Consideramos que salvo el indicador de veces que se ha ganado el interés, el cual se ve muy afectado por el detrimento en los resultados de ambas empresas por la situación general del sector, todos los otros son coincidentes en señalar que SAMI puede tener un nivel de endeudamiento alto relativo a un competidor en su sector y creciente en el tiempo.

Por lo tanto, la razón de la deuda total y el endeudamiento sobre el patrimonio neto son los indicadores más relevantes en nuestro análisis.

Indicadores de actividad

Tabla 7. Rotación del activo

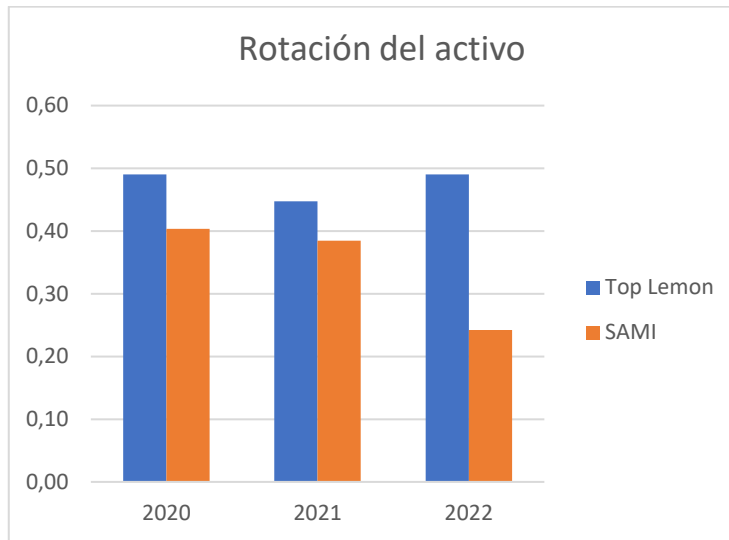
	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Rotación del activo	0,49	0,24	0,45	0,38	0,49	0,40

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

La rotación del activo total de Top Lemon se mantiene relativamente constante a través de los años, con una pequeña caída en el año 2021.

La rotación de SAMI cae progresivamente a lo largo de los años, posiblemente por su proceso de redefinición estratégica.

Gráfico 7. Rotación del activo



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Tabla 8. Rotación del inventario

	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Rotación de inventarios	3,77	4,24	3,12	4,51	3,39	5,20

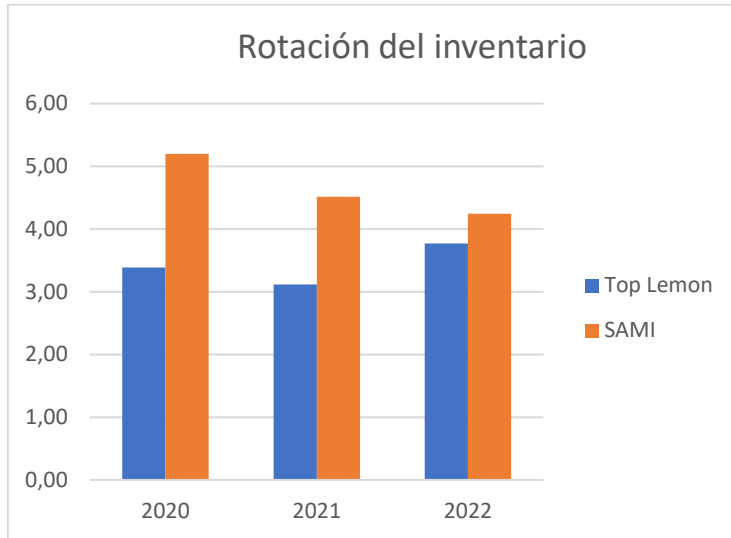
Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

La rotación del inventario se entiende como la cantidad de veces que se vende el inventario en un año.

En el caso de Top Lemon este indicador sigue la tendencia de la rotación del activo total, manteniéndose cerca del promedio con una caída en 2021.

En el caso de SAMI la rotación decrece igual que en el caso de la rotación del activo total. Esto muestra que la empresa sufre un progresivo deterioro en su eficiencia operativa.

Gráfico 8. Rotación del inventario



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

En conclusión, creemos que ambos indicadores son relevantes para el estudio de la situación financiera de Top Lemon.

Ambos conducen a pensar que la empresa bajo análisis pudo manejar de forma satisfactoria de tal forma que la rotación no se viera muy afectada por la difícil situación del sector.

Indicadores de rentabilidad

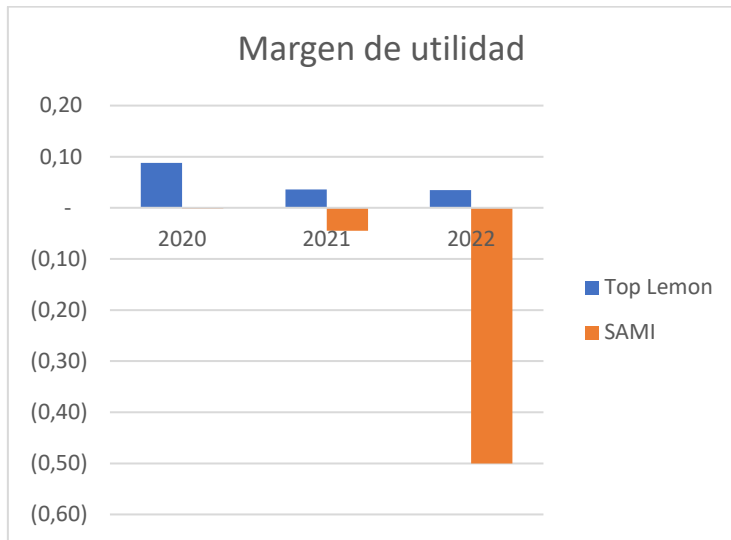
Tabla 9. Margen de utilidad

	2022		2021		2020			
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI		
margen de utilidad	0,03	-	0,50	0,04	-0,04	0,09	-	0,00

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

El margen de utilidad cae progresivamente en ambas empresas, posiblemente un reflejo de la situación del sector. En nuestra empresa bajo análisis, si bien el margen se reduce, la caída es claramente menor que el de la empresa relacionada.

Gráfico 9. Margen de Utilidad



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

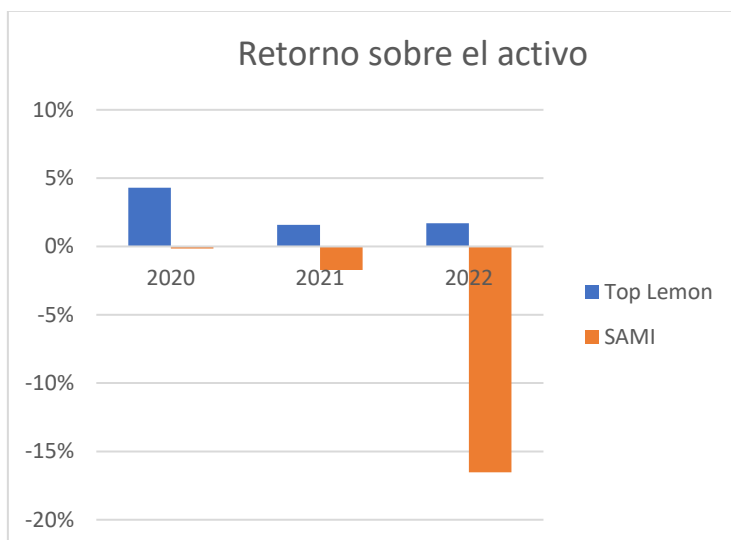
Tabla 10. Retorno sobre los activos

	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Retorno sobre los activos	2%	-17%	2%	-2%	4%	-0,15%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

El retorno sobre los activos cae levemente en Top Lemon a partir del 4% del 2020, hasta el 2% en el 2021 y en el 2022. En el caso de SAMI el retorno cae fuertemente a lo largo de los tres años.

Gráfico 10. Retorno sobre el Activo





Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Tabla 11. Retorno sobre el patrimonio

	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Retorno sobre el patrimonio	4%	-62%	3%	-6%	5%	-1%

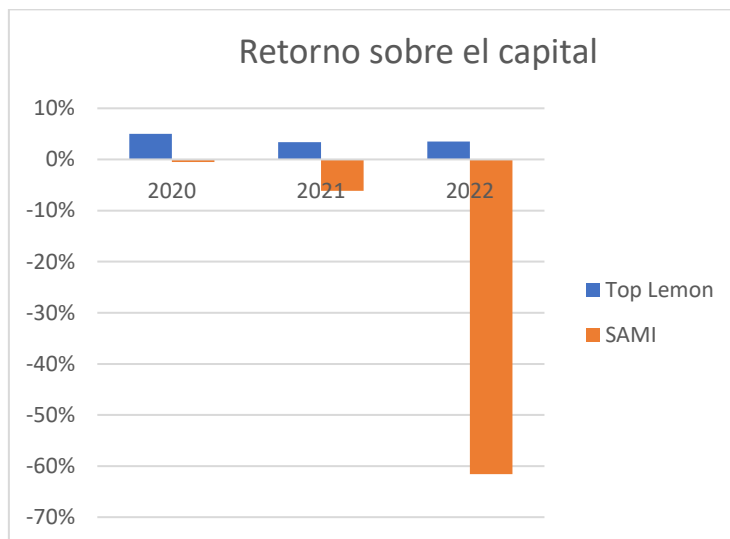
Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

El retorno sobre el patrimonio de Top Lemon cae en 2021 pero se recupera en 2022 y regresa al 4%. En el caso de la empresa comparable la caída es mucho más fuerte, pasando a ser negativo en el 2021 y en el 2022.

Como corolario de esta sección consideramos que los tres indicadores de rentabilidad presentados son adecuados para reflejar la situación de la empresa bajo análisis en cuanto a este aspecto.

En líneas generales se observa una caída en tanto en el margen de utilidad como en la rentabilidad sobre el activo de Top Lemon, pero que no se termina de traducir en una caída significativa en la rentabilidad sobre el patrimonio.

Gráfico 11. Retorno sobre el capital



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Análisis de Dupont



Análisis de Dupont	2022		2021		2020	
	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI	Top Lemon	SAMI
Rotación del activo	0,49	0,24	0,45	0,38	0,49	0,40
margen de utilidad	0,03	- 0,50	0,04	- 0,04	0,09	- 0,00
Aplancamiento financiero	2,08	5,08	2,10	3,56	1,17	2,68
ROE	4%	-62%	3%	-6%	5%	-1%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros

Para finalizar con nuestro análisis proponemos estudiar la rentabilidad mediante el análisis de Dupont.

Recordemos que este análisis segrega el retorno sobre el patrimonio (ROE) en tres componentes: el margen de utilidad sobre las ventas, la rotación del activo total y el apalancamiento financiero, que se puede interpretar como el “multiplicador” del patrimonio neto.

Se puede observar que Top Lemon muestra un progresivo empeoramiento en la eficiencia económica, reflejada en el margen de utilidad, posiblemente por las condiciones económicas del sector.

Sin embargo, en 2022 la rotación recupera el nivel de 2020, por lo cual la empresa habría recuperado eficiencia operativa a pesar del contexto adverso. En el caso de la empresa comparable las dos medidas de eficiencia se deterioran fuertemente a lo largo de los años. Además, el efecto negativo se ve amplificado por su elevado apalancamiento financiero, que además es creciente en el tiempo.

Conclusiones

No hay duda de que la situación adversa del sector viene teniendo efectos negativos en los indicadores bajo estudio. Sin embargo, Top Lemon está mostrando una reacción razonablemente buena a estos desafíos en cuanto se la compara con la empresa que estamos usando como benchmark.

En primer lugar, destacamos que no muestra problemas de liquidez de corto plazo. Esto, aun considerando que la empresa comparable puede tener mayor posición de efectivo por su posibilidad de acceder al mercado de capitales. En cuanto a este punto consideramos que los indicadores críticos a seguir por la gerencia financiera deberían ser la razón corriente y la prueba ácida.

En segundo lugar, Top Lemon muestra un apalancamiento constante y bajo, si se lo contrasta con la empresa comparable. Probablemente, la empresa podría incrementar el uso de capital ajeno, sobre todo teniendo en cuenta que logró mantener un nivel aceptable de retorno sobre los activos y de margen de utilidad a pesar de la coyuntura. Con respecto a esta dimensión creemos que los indicadores más importantes a monitorear son la razón de la deuda total y el endeudamiento sobre el patrimonio neto.



En cuanto a los indicadores de actividad, a pesar de una caída en 2021, tanto de la rotación del inventario como la rotación del activo total, Top Lemon logró recuperarse y consiguió en 2022 volver prácticamente a los niveles de 2020. Creemos que ambos ratios son buenos indicadores de la eficiencia operativa, y por lo tanto la gerencia debería seguirlos periódicamente.

Finalmente, en cuanto a las medidas de rentabilidad es donde más fuerte se advierten los efectos de la situación del sector. El margen de utilidad cayó progresivamente en Top Lemon, aunque no en una magnitud considerable, si lo compara con SAMI. El retorno sobre los activos cayó, pero no demasiado, y el retorno sobre el patrimonio, a pesar de su caída en 2021, se recupera en 2022 y logra acercarse al nivel de 2020.

Posiblemente, la empresa pudo mejorar su eficiencia en cuanto a los costos de operación como respuesta ante la caída en los ingresos por el deterioro comercial del sector. Con respecto a este punto, consideramos que los indicadores más importantes son el margen neto, la rotación total del activo, la rentabilidad sobre los activos y la rentabilidad sobre el capital. Se observa que la empresa tuvo una buena reacción entre 2021 y 2022, en cuanto a eficiencia económica y eficiencia operativa, por lo que debería continuar con esta tendencia para los próximos ejercicios.

Recomendaciones

En primer lugar, consideremos que la empresa no debe hacer grandes cambios con respecto al manejo de la liquidez de corto plazo, ya que su situación es razonablemente sólida. En cuanto a esta dimensión creemos que los indicadores a seguir de cerca por la gerencia son la razón corriente y la prueba ácida, los cuales no deberían alejarse mucho de los valores actuales.

En segundo lugar, la empresa muestra un apalancamiento bajo y prácticamente constante, sobre todo cuando se la contrasta con la compañía comparable, y un nivel aceptable de retorno sobre los activos y de margen de utilidad. Esto nos lleva a sugerir que podría aumentar su uso de capital ajeno para potenciar su rentabilidad sobre el capital, sin deteriorar significativamente su solvencia.

En otras palabras, la empresa puede aumentar su apalancamiento financiero. Con respecto a esta dimensión, los indicadores más importantes a monitorear son la razón de la deuda total y el endeudamiento sobre el patrimonio neto. Por supuesto, siempre teniendo presente el costo de la deuda adicional que podría tomar la empresa.

En tercer lugar, si bien entendemos que el deterioro en la eficiencia operativa en gran medida es producto del contexto adverso del sector, la recuperación que mostró la empresa en cuanto a la rotación del inventario y a la rotación del activo total en 2022, nos lleva a pensar que es posible encontrar soluciones para enfrentar



las dificultades comerciales. Una posible alternativa es negociar contratos de provisión a largo plazo con importantes compradores para asegurar la colación de la producción a un precio adecuado. Los indicadores más importantes de esta perspectiva son la rotación del inventario y la rotación del activo total.

Finalmente, si bien entendemos que las medidas de rentabilidad también se ven fuertemente castigadas por la situación del sector, la recuperación que mostró Top Lemon en 2022 en el retorno sobre los activos, nos lleva a considerar la posibilidad de aplicar medidas capaces de hacer frente a la adversidad de la coyuntura. En este punto, consideramos que es clave disminuir los costos de operación. Con respecto a este punto, consideramos que los indicadores más importantes son el margen neto, la rotación total del activo, la rentabilidad sobre los activos y la rentabilidad sobre el capital

Más allá de las sugerencias mencionadas, y sobre todo contrastando con la empresa comparable, observamos una buena reacción por parte de Top-Lemon a las adversidades de la coyuntura del sector citrícola.



Bibliografía

Dumrauf, G. (2010). *Finanzas Corporativa, un enfoque latinoamericano*. Buenos Aires, Alfaomega.

Fraile, G., Prede, L., Allende, V. (2013). *Las Finanzas de la empresa: combinando rigurosidad e intuición*. Buenos Aires. IAE Press

Harvard Business Review. Finance Basics (2014). Boston, MA. Harvard Business School Press.

Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., Baptista Lucio, P. (2014). *Metodología de la investigación*. Nueva York, NY. McGraw-Hill.

Hernández Sampieri, R., Mendoza, C. (2018). *Metodología de la investigación. Las rutas cuantitativa, cualitativa y mixta*. Nueva York, NY. McGraw-Hill.

Kaplan, Robert S., Norton, David P. (1996). *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Boston, MA. Harvard Business School Press.

Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (2012). *Corporate Finance*. Nueva York, NY. McGraw-Hill.



Apéndice

Con el objetivo de asegurar el relevamiento de toda la información necesaria para el trabajo de investigación se confeccionó el siguiente listado que incluye todos los datos a consultar de los estados financieros de las empresas en cuestión.

Ficha de observación para relevamiento documental de los Estados Financieros

1. Datos de la sociedad. Identificar razón social, tipo de sociedad, composición accionaria, etc.
2. Memoria anual del directorio. Identificar los segmentos de negocios de las compañías, su estrategia de negocio, la situación actual del sector y toda otra información que pueda ser relevante para la comprensión de los Estados Contables.
3. A partir del estado de situación patrimonial relevar: activo corriente, efectivo y equivalente, inventarios, propiedad planta y equipo, pasivo corriente
4. A partir del estado de resultados relevar: ventas netas, costo de ventas, EBIT, resultado antes de impuestos resultado neto.
5. Notas a los estados financieros: situación del sector, segmentos de negocio, estrategia de negocio.