

UN CASO DE FINANZAS CORPORATIVAS

EL “TURN AROUND” DE CHOCOLINE CORP

De una estrepitosa caída (1999-2002) a la generación de EVA positivo (2003 y 2005).

Autor: Sebastián Laza, Lic. en Economía.
slaza@conexionfinanciera.com.ar

La compañía y los supuestos del análisis

- **¿Qué es CHOCOLINE CORP?** Compañía elaboradora de chocolates y delicadezas dulces de carácter artesanal. Es una empresa familiar, organizada como S.A. en Córdoba (Argentina) desde 1990, pero con inicios 20 años antes. Varios de sus maestros chocolateros son master en chocolatería en Alemania, lo que habla de un know how valioso. Hoy tiene aproximadamente 50 empleados, y una planta de las más modernas del país, pero un nivel de capacidad ociosa del 60%, ya que eligieron, en un mal momento macro para el país (1999), ampliar su capacidad productiva. Hasta 2002 tenía marcas de reputación sólo regional; lo nacional e internacional era sólo marginal en el core de la empresa, situación que cambió radicalmente a partir del 2003 (turn around).
- **NOTA:** los números son una ficción, pero se derivan de un caso real.

Las 5 fuerzas de Porter y el entorno macro (1999-2005) para CHOCOLINE

- **Proveedores:** (1999-02) no calificados excepto material de packaging. El cacao se trae del exterior (riesgo en caso de devaluación), pero influye poco en la estructura de costos. Para (2003-05) hay una cierta mejora en la calidad de algunos insumos, pero con poco impacto en los costos, lo que mejora el margen bruto dados los mejores precios que paga el ABC1 por el producto terminado.
- **Competidores actuales:** a nivel regional, sólo LA CABAÑA en lo que es chocolate artesanal (Córdoba y Mendoza). A nivel nacional, competencia más fuerte y de calidad (FENOGLIO, BONAFIDE, HAVANNA, EL TURISTA).
- **Competidores potenciales:** baja expectativa de entrada de empresas puras de chocolatería artesanal. Sin embargo, hay fuertes jugadores en chocolatería masiva (CADBURY, ARCOR, etc.) que siempre están mirando hacia el mercado artesanal.
- **Clientes:** 30% individual, 70% corporativo (principalmente supermercados) entre 1999-2002. Para 2003-05 se pasa a un 70/30 a favor de individuos, lo que aumenta el margen bruto sobre ventas.
- **Sustitutos:** los productos similares pero onda light, concepto aún no trabajado por CHOCOLINE.
- **Entorno Macro:** entre 1999 y 2002, la macroeconomía del país fue pobre en cuanto a crecimiento, lo que traccionó las ventas de CHOCOLINE hacia abajo. Todo lo contrario entre 2003-05, con las famosas tasas chinas de crecimiento K y la mejora en el tipo de cambio real.

Análisis de ratios para el período de caída (1999-2002)

- *Entre 1999 y 2002, tanto el EBITDA como el EBITDA / Ventas muestran una importante caída, explicada principalmente por:*
 - *Una importante caída en la utilidad bruta (del 48% en 1999 al 34% en 2002, ambos como % de las ventas), en especial como consecuencia del desfavorable poder de negociación de CHOCOLINE con su canal de comercialización corporativo (el 70% del mix de ventas de la empresa);*
 - *Un aumento en la participación de los costos fijos de comercialización como % de las ventas (pasando del 11% en 1999 al 24% en 2002), denotando los mayores esfuerzos comerciales de CHOCOLINE para vender en años recesivos (como fue entre 1999-02), lo que se refleja también en el aumento de su ciclo de cobranza (de 62 días en 1999 pasó a 112 días en 2002);*
 - *También dicho aumento en los costos fijos / ventas refleja la falta de escala de la compañía, particularmente por el hecho de estar sobre-invertida en estructura fija (sólo 40% de la capacidad de planta utilizada), soportando durante el período la incidencia de altos sueldos de personal calificado (que la empresa ha tratado de no despedir por su potencial de generación de valor a futuro);*
 - *Como consecuencia de todo lo comentado, el EBITDA cayó del 31% (1999) al 3% (2002) de las ventas, lo que muestra un grado de alerta muy importante para CHOCOLINE CORP, ya que su core business después de estos 4 años estaba “en picada”, aunque un poco atenuado por la aguda recesión imperante en nuestro país, que luego, para 2003-05, cambiaría radicalmente.*
- *El BAIT entre 1999-02 sigue una tendencia muy similar al EBITDA, tanto en valores absolutos como sobre ventas, lo que explica por qué el ROA, es decir la rentabilidad generada por el activo invertido (sin incluir el gratuito), cae del 5,22% en 1999 al -1,84% en 2002. Las causas de la caída del ROA son prácticamente las mismas que explican las del EBITDA / Ventas;*

Estado de Resultados

CHOCOLINE									
UTN									
En \$ 1									
RESULTADOS									
	1.999		2.000		2.001		2.002		
Ventas	\$	2.000	\$	2.600	\$	3.380	\$	2.860	
Costo de Ventas	\$	1.050	53%	\$	1.290	50%	\$	2.065	61%
Utilidad Bruta	\$	950	48%	\$	1.310	50%	\$	1.315	39%
Gastos de Administraci	\$	70	4%	\$	250	10%	\$	350	10%
Comercializaci	\$	270	14%	\$	456	18%	\$	553	16%
			FIJOS						
	\$	220	11%	\$	550	21%	\$	700	21%
			VARIABLES						
	\$	120	6%	\$	156	6%	\$	203	6%
	\$	-		\$	-		\$	-	
E. B. I. T. D. A.	\$	610	31%	\$	604	23%	\$	412	12%
Amortizaciones	\$	250		\$	250		\$	250	
Previsiones	\$	-		\$	-		\$	-	
B. A. I. T.	\$	360	18%	\$	354	14%	\$	162	5%
Intereses	\$	69	3%	\$	92	4%	\$	570	17%
Resultado desp Intereses	\$	291	15%	\$	262	10%	\$	(407)	-12%
Otros Resultados	\$	-		\$	-		\$	-	
Resultados Ordinarios	\$	291	15%	\$	262	10%	\$	(407)	-12%
Resultados Extraordinarios	\$	-		\$	-		\$	150	4%
Venta Bs Uso	\$	-		\$	-		\$	-	
Resultados Antes Impuestos	\$	291	15%	\$	262	10%	\$	(257)	-8%
Impuesto a las Ganancias	\$	102	5%	\$	92	4%	\$	-	
Resultados Despu	\$	189	9%	\$	170	7%	\$	(257)	-8%
de Impuestos	\$	(2.370)	-83%	\$	(2.370)	-83%	\$	(2.370)	-83%

Estado de Situación Patrimonial

CHOCOLINE	<i>En</i>	\$ 1,00	Anexo Estado de Situación Patrimonial - ESP						
UTN			Análisis Vertical (con relación al Activo Total)						
ACTIVO		1.999		2.000		2.001		2.002	
ACTIVO CORRIENTE									
Disponibilidades y Bancos	\$	100	2%	\$	130	2%	\$	150	2%
Créditos por ventas	\$	500	10%	\$	650	11%	\$	1.014	13%
Otros Créditos + Extrafunc	\$	400	8%	\$	950	16%	\$	1.950	25%
Bienes de Cambio y Cgs Dif	\$	1.300	26%	\$	1.690	29%	\$	2.535	33%
		-->							
		\$ 2.300	46%	\$ 3.420	59%	\$ 5.649	74%	\$ 6.660	79%
ACTIVO NO CORRIENTE									
Inversiones No corrientes	\$	400	8%	\$	400	7%	\$	250	3%
Activo Fijo	\$	2.250	45%	\$	2.000	34%	\$	1.750	23%
		-->							
		\$ 2.650	54%	\$ 2.400	41%	\$ 2.000	26%	\$ 1.750	21%
Total General del Activo		\$ 4.950		\$ 5.820		\$ 7.649		\$ 8.410	
PASIVO									
	\$	-		\$	-		\$	-	
PASIVO CORRIENTE									
Comerciales y Operativas	\$	1.200	24%	\$	1.560	27%	\$	1.183	15%
Financieras	\$	461	9%	\$	771	13%	\$	1.325	17%
Deudas Fiscales	\$	100	2%	\$	130	2%	\$	338	4%
		-->							
		\$ 1.761	36%	\$ 2.461	42%	\$ 2.846	37%	\$ 5.678	68%
PASIVO NO CORRIENTE									
Financieras LP	\$	-		\$	-		\$	1.701	22%
		-->							
		\$ -		\$ -		\$ 1.701	22%	\$ 2.000	24%
Total General del Pasivo		\$ 1.761	36%	\$ 2.461	42%	\$ 4.547	59%	\$ 7.678	91%
PATRIMONIO NETO									
Capital	\$	3.000	61%	\$	3.000	52%	\$	3.000	36%
Resultados del Ejercicio	\$	189	4%	\$	170	3%	\$	(257)	-3%
Resultados No asignados	\$	-		\$	189	3%	\$	359	5%
Pago de Dividendos	\$	-		\$	-		\$	-	
Pago de Honorarios al Director	\$	-		\$	-		\$	-	
		-->							
		\$ 3.189	64%	\$ 3.359	58%	\$ 3.102	41%	\$ 732	9%
		\$ 4.950		\$ 5.820		\$ 7.649		\$ 8.410	

Más ratios de la caída: 1999-02

- *Adicionalmente a los problemas de canales de comercialización y de aumento de los costos fijos, un agravante de la situación en el período fue la poco afortunada decisión de CHOCOLINE de endeudarse en U\$S para aumentar la capacidad de producción (influyó el factor expectativas macro positivas post Menem, que luego De la Rúa no cumplió), lo que implicó descalzarse en moneda extranjera (la compañía exportó muy poco entre 1999-02) y además soportar la carga de cancelar un crédito (aplicación de fondos) en un período de ventas recesivas;*
- *Pero también aumentó el endeudamiento de la compañía a corto plazo (con bancos), pasando de representar el 9% (del total de necesidades de financiamiento) en 1999 al 57% en 2002, reflejando principalmente el empeoramiento del ciclo neto operativo (cobranza-stocks y pagos), que pasó de -289 días (1999) a -437 días (2002). Adicionalmente el financiamiento no oneroso (proveedores) prácticamente desaparece hacia 2002;*
- *Este mayor endeudamiento de corto plazo con bancos, resultó en un aumento exponencial del ratio intereses / ventas, que pasó de un 3% (1999) a un 77% (2002); lo que implicó que al pasar del BAIT al BAT y al BDT, este último indicador se volviera muy bajo y hasta negativo, resultando en niveles de ROE extremadamente pequeños para el período (del 5,93% en 1999 pasó al -323,94% en 2002), es decir rendimientos para los accionistas muy bajos e inclusive negativos, lo que llevó a más de uno de ellos a pensar en reestructurar a fondo la empresa o vender;*
- *Finalmente, el EVA también refleja la mala situación de la compañía entre 1999 y 2002, siendo negativo dicho indicador durante todo el período, es decir, ilustrando no sólo que CHOCOLINE no agregó valor económico para el accionista en el período, sino que tampoco cubrió la rentabilidad mínima esperada para el capital propio, o sea destruyó valor económico.*

Análisis de ratios para el período de “turn around” (2002-05)

- Si bien la situación macro mejoró (tasas chinas de crecimiento durante la era K), traccionando las ventas hacia arriba, no hay que restarle méritos a CHOCOLINE CORP, que a partir de 2003 realizó un cambio de estrategia de negocio que fue clave para que la compañía volviera a mostrar EBITDA /Vtas, ROA, ROE y EVA (entre otros indicadores de rentabilidad) en niveles acordes a los de una empresa con horizonte largo de vida, y no próxima a perecer como parecía entre 1999-2002;
- Las causas de este “turn around”, a grandes rasgos, fueron:
 - Se refinanciaron las deudas bancarias (mayores plazos de repago), e inclusive hubo capitalización transitoria de los bancos (para con dichas deudas), pari pasu mayores aportes de los accionistas;
 - Se triplicaron las ventas, sobre la base de una estrategia de diferenciación segmentada hacia la chocolatería fina (ABC1), que tiene un mayor margen bruto de rentabilidad. El mercado objetivo (dentro de Argentina) ahora lo constituyen los principales centros urbanos del país, antes eran principalmente 1 o 2 regiones;
 - El mix de ventas pasó de 70/30 a favor del corporativo a un 70/30 a favor de individuos (o sea bajó la participación de supermercados), lo que también aumentó el margen bruto sobre ventas;
 - Aumentaron las exportaciones, bajo un entorno macro de tipo de cambio real alto, y teniendo en cuenta los mayores niveles de consumo per cápita en el extranjero;
 - El nivel de operaciones pasó del 40% al 90% de la capacidad utilizada, lo que produjo economías de escala (ya que hubo poco aumento en la dotación de personal), y por lo tanto hizo más bajos los costos fijos / ventas.

Estado de Resultados

CHOCOLINE									
UTN									
RESULTADOS									
	1.999	2.002		2.003		2.004		2.005	
Ventas	\$ 2.000	\$ 2.860		\$ 5.050		\$ 7.175		\$ 8.326	
Costo de Ventas	\$ 1.050	\$ 1.893	66%	\$ 2.749	54%	\$ 3.729	52%	\$ 4.139	50%
Utilidad Bruta	\$ 950	\$ 967	34%	\$ 2.301	46%	\$ 3.446	48%	\$ 4.187	50%
Gastos de Administraci3n									
	\$ 70	\$ 350	12%	\$ 420	8%	\$ 500	7%	\$ 520	6%
Comercializaci3n									
	\$ 270	\$ 522	18%	\$ 823	16%	\$ 995	14%	\$ 1.016	12%
	\$ 220	\$ 700	24%	\$ 940	19%	\$ 1.100	15%	\$ 1.120	13%
	\$ 120	\$ 172	6%	\$ 303	6%	\$ 395	6%	\$ 416	5%
	\$ -	\$ -		\$ -		\$ -		\$ -	
E. B. I. T. D. A.	\$ 610	\$ 95	3%	\$ 1.058	21%	\$ 1.952	27%	\$ 2.651	32%
Amortizaciones	\$ 250	\$ 250		\$ 310		\$ 395		\$ 431	
Previsiones	\$ -	\$ -		\$ -		\$ -		\$ -	
B. A. I. T.	\$ 360	\$ (155)	-5%	\$ 748	15%	\$ 1.557	22%	\$ 2.220	27%
Intereses	\$ 69	\$ 2.215	77%	\$ 798	16%	\$ 853	12%	\$ 625	8%
Resultado desp Intereses	\$ 291	\$ (2.370)	-83%	\$ (50)	-1%	\$ 704	10%	\$ 1.595	19%
Otros Resultados	\$ -	\$ -		\$ -		\$ -		\$ -	
Resultados Ordinarios	\$ 291	\$ (2.370)	-83%	\$ (50)	-1%	\$ 704	10%	\$ 1.595	19%
Resultados Extraordinarios	\$ -	\$ -		\$ -		\$ -		\$ -	
Venta Bs Uso	\$ -	\$ -		\$ -		\$ -		\$ -	
Resultados Antes Impuestos	\$ 291	\$ (2.370)	-83%	\$ (50)	-1%	\$ 704	10%	\$ 1.595	19%
Impuesto a las Ganancias	\$ 102	\$ -		\$ -		\$ -		\$ 319	4%
Resultados Desp de Impuestos	\$ 189	\$ (2.370)	-83%	\$ (50)	-1%	\$ 704	10%	\$ 1.276	15%

Estado de Situación Patrimonial

CHOCOLINE	En							
UTN								
ACTIVO	2.002		2.003		2.004		2.005	
ACTIVO CORRIENTE								
Disponibilidades y Bancos	\$ 160	2%	\$ 141	2%	\$ 400	4%	\$ 500	6%
Créditos por ventas	\$ 1.287	15%	\$ 1.768	21%	\$ 2.153	22%	\$ 1.665	18%
Otros Créditos + Extrafunc	\$ 2.925	35%	\$ 1.000	12%	\$ 1.100	11%	\$ 1.200	13%
Bienes de Cambio y Cgs Dif	\$ 2.288	27%	\$ 3.583	43%	\$ 3.888	40%	\$ 3.490	39%
-->	\$ 6.660	79%	\$ 6.491	78%	\$ 7.540	77%	\$ 6.856	76%
ACTIVO NO CORRIENTE								
Inversiones No corrientes	\$ 250	3%	\$ -		\$ -		\$ -	
Activo Fijo	\$ 1.500	18%	\$ 1.790	22%	\$ 2.245	23%	\$ 2.174	24%
-->	\$ 1.750	21%	\$ 1.790	22%	\$ 2.245	23%	\$ 2.174	24%
Total General del Activo	\$ 8.410		\$ 8.281		\$ 9.785		\$ 9.030	
PASIVO								
PASIVO CORRIENTE								
Comerciales y Operativas	\$ 286	3%	\$ 1.263	15%	\$ 2.511	26%	\$ 2.914	32%
Financieras	\$ 4.820	57%	\$ 3.500	42%	\$ 3.000	31%	\$ 2.000	22%
Deudas Fiscales	\$ 572	7%	\$ 1.263	15%	\$ 1.794	18%	\$ 2.082	23%
-->	\$ 5.678	68%	\$ 6.025	73%	\$ 7.305	75%	\$ 6.996	77%
PASIVO NO CORRIENTE								
Financieras LP	\$ 2.000	24%	\$ 325	4%	\$ -		\$ -	
-->	\$ 2.000	24%	\$ 325	4%	\$ -		\$ -	
Total General del Pasivo	\$ 7.678	91%	\$ 6.350	77%	\$ 7.305	75%	\$ 6.996	77%
PATRIMONIO NETO								
Capital	\$ 3.000	36%	\$ 4.320	52%	\$ 4.320	44%	\$ 4.320	48%
Resultados del Ejercicio	\$ (2.370)	-28%	\$ (50)	-1%	\$ 704	7%	\$ 1.276	14%
Resultados No asignados	\$ 102	1%	\$ (2.268)	-27%	\$ (2.389)	-24%	\$ (1.840)	-20%
Pago de Dividendos	\$ -		\$ -		\$ -		\$ (1.372)	-15%
Pago de Honorarios al Director	\$ -		\$ (70)	-1%	\$ (155)	-2%	\$ (350)	-4%
	\$ 732	9%	\$ 1.931	23%	\$ 2.480	25%	\$ 2.034	23%
	\$ 8.410		\$ 8.281		\$ 9.785		\$ 9.030	

El Turn Around: conclusiones

- Como consecuencia del cambio de estrategia, los indicadores mostraron:
 - EBITDA / Vtas se decuplicó, pasando del 3%(2002) al 32% (2005), o sea core business sustentable nuevamente, pero ahora apuntando a otro segmento (ABC1);
 - Gracias a la reestructuración financiera (pasivos de corto plazo), los intereses / ventas pasaron del 77% (2002) al 8% (2005), lo que influyó en la mejora del ROE;
 - Y en general, como consecuencia de todas las medidas de cambio de estrategia de negocio mencionadas, aumentaron el ROA, el ROE y especialmente el EVA, que ya hacia 2004-05 era positivo, mostrando que CHOCOLINE nuevamente estaba generando valor económico agregado, es decir retornos por encima de la rentabilidad mínima exigida por sus financistas (terceros y accionistas);
 - Los indicadores financieros también mejoraron holgadamente, ya que por ejemplo el ciclo neto operativo (cobranza-stocks y pagos), bajó de -437 días (2002) a -124 días (2002), lo que sumado al aumento de la participación relativa del financiamiento gratuito (proveedores) en el total de fuentes de financiación (propio + terceros), que pasó del 10% (2002) al 55% (2005), implicó que cada vez se necesitara menos financiamiento bancario para capital de trabajo, lo que indudablemente agregó valor a la compañía, ya que al bajar el ratio intereses / ventas, aumenta el ROE, el EVA y por supuesto el valor de la compañía como empresa en marcha;
 - **EN SÍNTESIS, LA COMPAÑÍA PASÓ DE DESTRUIR VALOR ECONÓMICO (EVA NEGATIVO) A GENERAR VALOR ECONÓMICO AGREGADO PARA SUS ACCIONISTAS, LO QUE EN LA JERGA DEL MANAGEMENT ES UN VERDADERO TURN AROUND (EN CASTELLANO SIMBOLIZA EL PASAR DE ESTAR AL BORDE DEL ABISMO A SER EXITOSO NUEVAMENTE, CAMBIANDO EL FOCO DEL NEGOCIO, ES DECIR LO QUE HIZO CHOCOLINE A PARTIR DE 2003)**