



## **INSTITUTO TECNOLÓGICO DE COSTA RICA**

Escuela de Administración de Empresas

*Modelo de Análisis Financiero para las empresas del sector  
inmobiliario de condominios verticales en el GAM*

*Licenciatura en Administración Financiera*

Autores:

Isidro Gabriel Alarcón Salinas - 201114642

Johanna Barrantes Céspedes - 200841586

Johana Chinchilla Corrales - 200826845

Luis Andrés Jiménez Quirós - 200629435

Rolen David Rojas Rodríguez - 201263230

Profesor tutor: Víctor Garro

Campus Tecnológico San José, I Semestre 2019

## Tabla de contenido

Resumen.....	4
Abstract .....	6
Palabras clave.....	7
Important Word.....	8
Introducción .....	9
Capítulo I Planteamiento del problema .....	10
1.1    Marco referencial .....	10
1.1.1 Generalidades del Sector Inmobiliario .....	10
1.1.2 Legislación regulatoria del mercado inmobiliario.....	12
1.1.3 Análisis del caso ALDESA Corporación de inversiones .....	14
1.1.4    Generalidades de la situación actual de las variables macroeconómicas .....	17
1.2    Justificación del TFG .....	23
1.3    Objetivos de la investigación .....	24
1.3.1 Objetivo General .....	24
1.3.2 Objetivos específicos.....	25
1.4    Pregunta de investigación.....	25
1.5    Alcance.....	25
1.6    Limitaciones .....	25
Capítulo II Revisión de la literatura .....	26
2.1    Modelos de Análisis Financiero .....	26
2.2    Análisis de razones financieras .....	28
2.2.1    Razones de liquidez.....	28
2.2.2    Razones de actividad.....	29
2.2.3    Razones de endeudamiento .....	30
2.2.4    Razones de rentabilidad .....	31
2.3    El fideicomiso .....	31
2.3.1 Fideicomiso inmobiliario .....	33
Capítulo III Método de la investigación.....	35
3.1    Enfoque de investigación .....	35
3.2    Diseño de la investigación.....	35
3.2.1 Investigación exploratoria .....	35

3.2.2 Investigación descriptiva.....	36
3.3    Unidad de análisis, población y muestra.....	36
3.3.1 Unidad de estudio.....	36
3.3.2 Población.....	36
3.4    Fuentes de información.....	37
3.4.1 Fuentes primarias.....	37
3.4.2 Fuentes secundarias.....	37
3.5    Sujetos de investigación.....	37
3.6    Medios de recolección de la información.....	37
3.6.1 Entrevista.....	38
3.7    Estrategia de análisis de los datos.....	38
Capítulo IV Análisis de resultados.....	39
4.1    Análisis de casos.....	39
4.1.1    Antecedentes de la empresa.....	39
4.1.2    Características de la empresa.....	40
4.1.3    Principales hallazgos de las entrevistas.....	41
4.2    Análisis vertical y horizontal Periodo fiscal 2017 – 2018.....	42
4.2.1    Análisis Vertical Periodo fiscal 2018 Estado de Resultados.....	44
4.2.2    Análisis Vertical Periodo fiscal 2017 Estado de Resultados.....	45
4.2.3    Análisis Horizontal Periodo 2017-2018 Estado de Resultados.....	45
4.2.4    Análisis Vertical Periodo fiscal 2018 Estado de Situación Financiera.....	47
4.2.5    Análisis Vertical Periodo fiscal 2017 Estado de Situación Financiera.....	47
4.2.6    Análisis Horizontal del Periodo 2017-2018 Estado de Situación Financiera.....	48
4.3    Análisis de razones financieras.....	48
4.3.1    Liquidez.....	48
4.3.2    Rentabilidad.....	49
4.3.3    Actividad.....	50
4.3.4    Endeudamiento.....	52
4.3.5    Riesgo de Liquidez.....	53
Capítulo V Propuesta.....	55
Capítulo VI Conclusiones y recomendaciones.....	60
Bibliografía.....	62

Apéndices.....	66
Apéndice No.1.....	66
Apéndice No.2.....	67
Apéndice No.3.....	68
Apéndice No.4.....	69

### Índice de Tablas

Tabla No. 1 Tasa Básica Mensual .....	17
Tabla No. 2 Comportamiento de la inflación. ....	18
Tabla No. 3 Tasa de variación interanual de IMAE Construcción y del IMAE total .....	19
Tabla No. 4 Principales variables macroeconómicas .....	20
Tabla No. 5 Número de Construcciones, Área (metros cuadrados) y Valor (en miles colones).....	22
Tabla No. 6 Costa Rica zona urbana: Población nacional según indicadores generales de la condición de actividad.....	23
Tabla No. 7 Balance de Situación .....	43
Tabla No. 8 Estado de Resultados .....	44
Tabla No. 9 Detalle de Ingresos .....	46
Tabla No. 10 Vencimientos de los activos y pasivos financieros .....	53
Tabla No. 11 Vencimientos de los activos y pasivos financieros .....	54

### Índice de Figuras

Figura No. 1 Diagrama estructura de Estado de Situación, 2018.....	47
Figura No. 2 Diagrama estructura de Estado de Situación, 2017.....	48

## Resumen

El presente proyecto de investigación detalla un análisis financiero para empresas desarrolladoras de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana.

Se encuentra conformado con las generalidades principales del mercado inmobiliario en Costa Rica y las empresas desarrolladoras enfocadas en el desarrollo de proyectos verticales, a través de la administración de fideicomisos inmobiliarios, su proceso de construcción y comercialización. Además, en el análisis de las empresas desarrolladoras se muestran detalles de otros servicios que brindan.

Este proyecto se encuentra conformado por aspectos generales de la investigación, junto a un marco teórico para tener una mayor comprensión de los fundamentos más relevantes y un marco metodológico que permite exponer los métodos de recopilación y análisis de información. Además, incluye un análisis financiero de un caso real en una empresa desarrolladora de condominios verticales en el GAM para dos períodos fiscales. Posteriormente, se propone un modelo para el análisis financiero basado en la investigación realizada.

Por último, se muestran las conclusiones y recomendaciones que se derivaron de la investigación realizada.

El tipo de investigación fue exploratoria-descriptiva con un enfoque cualitativo, en donde se aplicó la entrevista no estructurada como técnica de recolección de información; y para el análisis de datos se utilizó el programa Microsoft Office Excel, y se construyó el modelo con esta herramienta.

Una vez efectuado el estudio se obtuvo el modelo de análisis financiero para empresas desarrolladora de condominios verticales. Finalmente, se recomendó su aplicación para obtener una mejor administración financiera de sus recursos y lograr tener una recuperación del calce financiero en un periodo más corto.



## Abstract

The research presents details a financial analysis for vertical Condominium Development Companies in the big area metropolitan. It's conformed with the main generalities of the real estate market in Costa Rica and the developer companies focused on the development of vertical projects, through the administration of real estate contract, their construction and commercial process. In addition, in the analysis of the developer companies, details of other services they provide are known.

This project is made up of general aspects of the research, together with a theoretical framework to have a better understanding of the most relevant foundations and a methodological framework that allows to expose the methods of information collection and analysis. It also includes a financial analysis of a real situation in a vertical condominium developer in the GAM for two periods. Then, a model for financial analysis based on the research carried out is proposed.

Finally, the conclusions and recommendations that were derived from the research carried out are shown.

The type of research was exploratory-descriptive with a qualitative approach, in which the unstructured interview was applied as a technique for gathering information; and for the data analysis the Microsoft Office Excel program was used, and the model was built with this program.

Once the study was carried out, the financial analysis model for vertical condominium developers was obtained. Finally, its application was recommended to obtain better financial management of its resources and achieve a recovery of the financial match in a shorter period.

## Palabras clave

Adjunto se encontrarán las palabras claves de la investigación:

- Fideicomiso
- Calce Financiero
- Sector Inmobiliario
- Desarrollos verticales
- Desarrolladoras inmobiliarias
- Segmentación de clientes
- Razones Financieras
- Letra de Cambio y pagaré
- Fideicomiso inmobiliario
- Enfoque Cualitativo
- Investigación Exploratoria
- Investigación Descriptiva
- Entrevista cualitativa
- Presupuesto operativo
- Razón de medición comportamiento de Fideicomisos
- Ley Reguladora del mercado de Valores.

## Important Word

Below the most important words related to the research are going to be found:

- Escrow
- Financial term matching
- Real State
- Vertical Buildings
- Real state developers
- Customer Segmentation
- Financial reasons
- Bills of Exchange and Promissory notes
- Real estate trust
- Qualitative approach
- Exploratory research
- Descriptive research
- Qualitative interview
- Operating Budget
- Trusts Behavior measurement ratio
- Security market regulatory law

## Introducción

Desde hace varios años el análisis financiero es muy importante para la toma de decisiones en las empresas pues es una herramienta que ayuda a evaluar y analizar el desempeño financiero de una empresa, y a su vez detecta las debilidades o dificultades para corregirlas de manera oportuna, con el objetivo de generar el mayor grado de liquidez y crecimiento.

La presente investigación se enfoca en realizar un modelo de análisis financiero para las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el GAM, con el objetivo de analizar las variables requeridas para un mayor análisis que les permita a las empresas del sector inmobiliario hacer un diagnóstico de la situación y las conclusiones de cómo va en marcha el negocio e ir mejorando la perspectiva de la empresa hacia un futuro.

En este proyecto se determina el modelo de análisis financiero basado en el cálculo de indicadores financieros que expresan la liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad de una empresa.

A continuación, se muestra como está conformado la presente investigación:

- Capítulo I: consta de marco referencial, planteamiento del problema, objetivos, justificación del proyecto, alcances y limitaciones.
- Capítulo II: está compuesto por la revisión de la literatura.
- Capítulo III: en este capítulo se explica la metodología con el que se realizó la investigación.
- Capítulo IV: muestra el análisis de los resultados obtenidos de la encuesta y revisión de los Estados Financieros
- Capítulo V: explica el modelo de análisis financiero propuesto.
- Capítulo VI: en este último apartado se determinaron las conclusiones y recomendaciones.

## Capítulo I Planteamiento del problema

### 1.1 Marco referencial

#### 1.1.1 Generalidades del Sector Inmobiliario

Según González, Turmo & Villaronga, el mercado comprende la comercialización de bienes inmuebles, y está dividido en diferentes sectores los cuales se mencionan a continuación (González, Turmo, & Villaronga, 2006):

- Vivienda: el cual se segrega en horizontal, vertical y mixto.
- Comercio o servicio: se conforma de centros comerciales y bodegas.
- Corporativo: Formado por conjuntos de alquiler de oficinas.
- Turismo: Este sector está conformado por hoteles de playa, de montaña o de ciudad.

Los primeros dos sectores tienen mayor mercado el cual permite que se exploten nuevas oportunidades de negocio, siendo el sector de vivienda el que ha tenido mayor auge para el año 2017. Además, se determinó que se ha tenido una disminución en lo que a tramitología se refiere para la construcción en ese sector. (Abarca Camacho , 2019)

La tendencia observada en el 2018 fue de un mayor crecimiento en el Gran Área Metropolitana (GAM), región que acapara la mayor inversión de los sectores de la construcción. El sector de vivienda lleva la delantera con respecto a los metros cuadrados de construcción con 2.903.321 (m<sup>2</sup>). Con respecto al sector comercio, se da una mayor incidencia en las locaciones de entretenimiento, gastronomía y centros comerciales, con un total de 1.673.542 (m<sup>2</sup>) construidos. Y por último en el sector corporativo y oficinas, en el 2018 se desarrollaron un total de 656.306 (m<sup>2</sup>). La zona de Escazú y el oeste de San José fueron donde se desarrollaron más edificios corporativos; y se realizaron nuevos proyectos de oficinas cerca de Pinares de San José, Belén y Lagunilla de Heredia.

De acuerdo con Fernandez y Chacón la tendencia para el 2018 del sector turismo tuvo un total 119,281 m<sup>2</sup>, y su mayor desarrollo constructivo está en el golfo de Papagayo (Fernandez & Chacón, 2019)

Además de la clasificación anterior, González, Turmo & Villaronga indica que el mercado de bienes inmuebles se puede categorizar (González, Turmo, & Villaronga, 2006) en:

- Primario: Cuando se refiere a bienes inmuebles nuevos nunca habitados.
- Secundario: Cuando se trata de bienes inmuebles que ya han sido utilizadas.

Esta clasificación es importante porque permite comercializar los proyectos según su naturaleza, se puede generalizar que en el sector primario las actividades de negocio que sobresalen son la compra de terrenos, nuevos proyectos de desarrollo, mientras que la actividad comercial principal en el sector secundario son la intermediación en la compra y venta de bienes. (González, Turmo, & Villaronga, 2006)

Los tres factores principales que interactúan en este mercado son:

- Producto final, conformado por el bien inmueble.
- Los vendedores o las personas interesadas en vender, que constituyen la oferta.
- El cliente final interesado en adquirir y que constituyen la demanda.

Para Jiménez los desarrollos de proyectos inmobiliarios juegan un papel importante en la planificación local de Costa Rica, ya sea mediante la construcción de edificaciones puntuales, a través del fraccionamiento en zonas previamente urbanizadas dentro del GAM, mejor conocido como fraccionamiento frente a calle pública o bien mediante la urbanización de terrenos en verde. (Jiménez Céspedes, 2016).

Por otro lado, Daher en su publicación indica que el sector inmobiliario es considerado como un sector frágil, que depende del flujo de dinero privado o estatal de inversión externa, a las colocaciones de fondos de inversión o a la oferta crediticia e incluso considera el lavado dinero y blanqueo de capitales (Daher, 2013).

En la actualidad el sector inmobiliario en el país se enfoca en desarrollos verticales para el GAM, con amenidades y espacios confortables que comparten un lujo de convivencia con accesibilidad al área de trabajo, centros comerciales y servicios públicos; brindando un valor agregado al cliente. El crecimiento en la popularidad del producto vertical ha generado un incentivo a inversionistas extranjeros en mejorar la vida urbana dentro del GAM, además de la generación de empleo y del impulso económico al país (Inversión Inmobiliaria, 2019).

### 1.1.2 Legislación regulatoria del mercado inmobiliario

En Costa Rica existe una ley que regula el mercado de valores, pero no el inmobiliario como tal, a pesar de esto la SUGEVAL regula los fondos inmobiliarios que poseen 18 años de existencia y su oferta posee 14 fondos gestionados por 7 administradoras. El fondo inmobiliario recibe aportes de varios inversionistas, donde todo esto se integra a un monto superior y los recibe una sociedad administradora que entra al mercado inmobiliario. (Chacón, 2017)

El fondo inmobiliario y su sociedad administradora son protegidas por la Ley Reguladora del Mercado de Valores, que encarga al Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiera (CONASSIF) sobre la obligación de generar reglamentos para definir su buena operación. Asimismo, se delega en la Superintendencia General de Valores (ente estatal adscrito al Banco Central de Costa Rica), el deber de supervisar e inspeccionar dichas figuras. (SUGEVAL, 2010)

Antes de que un inmueble pueda ingresar a formar parte del fondo inmobiliario, deben ser sujetos a un informe de un perito, el cual debe ser realizado por profesionales en el campo financiero e ingeniero, toda esta información debe estar disponible al público a través de la SUGEVAL. Estos profesionales deben volver a recorrer los inmuebles y actualizar dichas valoraciones al menos cada año, para tener su valor contable real. (Chacón, 2017)

Los activos se presentan como parte del Fondo Inmobiliario y quedan inscritos en el Registro Nacional a nombre del fondo, la empresa administradora maneja el fondo, debe llevar un registro contable y debe representarlo. Dichos bienes no se mezclan nunca con los bienes de la Administradora, por lo tanto, el Registro Nacional debe asignar un número de cédula jurídica al fondo, que es diferente a la cédula jurídica de la Administradora o Desarrolladora. De igual forma debe suceder con las cuentas bancarias, y las cuentas de custodia de valores de todos los fondos que existen, lo que garantiza una separación total de bienes del Fondo y su Administradora. (Chacón, 2017)

De acuerdo con la SUGEVAL el reglamento sobre los fondos inmobiliarios exige como mínimo que no más del 25% del ingreso mensual del fondo provenga de una persona física o jurídica. Esto permite mantener una diversificación de inversionistas sobre el fondo inmobiliario. (SUGEVAL, 2010)

Para mantener transparencia sobre la administración de los fondos inmobiliarios, el Artículo 95 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores indica:

*“En los fondos de inversión inmobiliaria, ni los inversionistas ni las personas físicas o jurídicas vinculadas con ellos o que conformen un mismo grupo de interés económico, podrán ser arrendatarios de los bienes inmuebles que integren el patrimonio del fondo; tampoco podrán ser titulares de otros derechos sobre dichos bienes, distintos de los derivados de su condición de inversionistas.*

*Con el fin de proteger a los inversionistas de eventuales conflictos de interés, será prohibida la compra de activos inmobiliarios o de sus títulos representativos, cuando estos procedan de los socios, directivos o empleados de la sociedad administradora o de su grupo de interés económico”.* (Superintendencia General de Valores, 2018)

Con esto la SUGEVAL lleva a cabo la separación del inversionista y del inquilino del fondo inmobiliario, que busca no tener ninguna motivación para un trato diferenciado a un inquilino particular, por la consideración de su condición de inversionista o su poder económico, esto logra maximizar la ganancia de los inversionistas del fondo. Al evitar las

transacciones entre estas dos entidades, se logra que las compras se lleven a cabo por terceros (Chacón, 2017)

Según la Ley el esquema tributario de los fondos inmobiliarios se ubica únicamente a nivel de la cartera activa (impuesto sobre valores, inmuebles, sus rentas y ganancias de capital), mientras que a nivel de cartera pasiva las ganancias o ingresos que recibe el inversionista no pagan ningún impuesto. (Chacón, 2017)

### 1.1.3 Análisis del caso ALDESA Corporación de inversiones

El caso ALDESA Corporación de inversiones se basa en la obtención de recursos económicos de diversas asociaciones, la empresa adeuda según (Ruiz, 2019), un total de 10 millones de dólares a 30 asociaciones solidaristas, que son propietarias de títulos de deuda que la empresa ALDESA emitió para financiar desarrollos inmobiliarios privados.

Se estima de acuerdo con Ruiz, que el portafolio de inversionistas es superior a 500, y el total invertido es de aproximadamente 200 millones de dólares, para proyectos de la rama de construcción (Ruiz, 2019).

Entre las asociaciones a las que ALDESA no ha realizado el pago del rendimiento de sus inversiones se encuentran asociaciones de índole público como lo es la asociación de la autoridad reguladora de los servicios públicos y la del centro nacional de rehabilitación de la caja costarricense del seguro social, por otro lado, las asociaciones de capital privado, se encuentra la asociación de Chiquita Brands, Intel, Sykes, Sur Química, Hospital Cima, entre otras. (Ruiz, 2019)

A consecuencia de la situación financiera en que se encuentra ALDESA Corporación de inversiones, la misma ha decidido interponer ante el Juzgado Concursal del I Circuito Judicial de San José una intervención alegando falta de liquidez en sus operaciones, esto con el fin de que dichos tribunales acepten un plan para suspender pagos a los diversos inversores con porcentajes de tasas de interés muy bajas y con prórrogas de hasta un plazo de tres años, o al

menos la empresa reorganice su negocio y pueda hacer frente a las grandes obligaciones financieras que posee.

El plan que propone ALDESA Corporación de inversiones tiene como fin no entrar en quiebra, a pesar de ser incierto el panorama jurídico que enfrentaría la empresa en caso de que los tribunales a los que acudió no acepten tramitar la proposición.

De acuerdo con Arias, el principal generador del lío financiero en que se encuentra ALDESA Corporación de inversiones es básicamente a que la empresa obtuvo por medio de las 30 asociaciones en mención una oferta privada fuera de la supervisión financiera, siendo ésta una captación de recursos limitada, con invitación directa, sin emplear medios masivos de difusión. (Arias , 2019)

Al ser este tipo de transacciones privadas y no tener supervisión por parte de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), los inversores no pueden acudir a este ente regulador para el reclamo de sus inversiones y rendimientos, por lo que los inversores deben de recurrir únicamente a la vía judicial para reclamar sus derechos.

El Gerente de la Bolsa Nacional de Valores, resalta la importancia de que los inversores realicen sus inversiones en instrumentos regulados, y que sean gestionados por intermediarios registrados.

Las finanzas de la empresa ALDESA Corporación de inversiones venía arrastrando pérdidas en su estado de situación esto de acuerdo con Siu, además de sus pérdidas financieros, muestra deudas ante la Caja Costarricense del Seguro social por alrededor de 6 millones de colones, mientras que a nivel tributario también está morosa, pero el monto no es de dominio público, como lo que no se sabe a cuánto asciende la obligación tributaria. (Siu Lanzas , 2019)

Otras de las sociedades del Grupo ALDESA que también aparecen como morosas ante la Caja son ALD Inmobiliaria (que adquirió el proyecto Terra Verbena, antes Residencias

Málaga), cuya deuda es de €3,9 millones, y el Puesto de Bolsa con €16,7 millones, según (Siu Lanzas , 2019).

Por otro lado, ALDESA Corporación de inversiones y Monte del Barco S.A., tienen una relación muy estrecha, ya que ésta administrada por ALDESA. La empresa Monte del Barco S.A. en el 2016 invirtió cerca de 100 millones de dólares para el desarrollo de 130 habitaciones de lujo en Papagayo en asociación con Rosewood Hotel & Resorts. (Araya , 2016)

A pesar de los diversos proyectos con los que cuenta la empresa Monte del Barco S.A., empresa aliada a ALDESA, sus resultados financieros no son para nada alentadores para ambas compañías, ya que de acuerdo con (Siu Lanzas , Diario Extra, 2019) se expone lo siguiente:

*“Los resultados de las valoraciones financieras realizadas por peritos independientes, las pérdidas recurrentes, la relación de pasivo circulante a activo circulante, y los atrasos en el inicio del proyecto, evidencian deterioro en la capacidad para generación de flujos de efectivo para recuperar las inversiones en desarrollo de inmuebles y que fundamenten la posibilidad de mantenerse como un negocio en marcha”.*

Eso es parte de lo que revela el informe de auditoría por el cual la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) suspendió la transacción de acciones del megaproyecto Monte del Barco.

En conclusión, las inversiones realizadas en organizaciones fuera de la supervisión financiera, producen riesgos diversos en las partidas de los inversores, además en este caso particular, los dineros provenientes de dichas inversiones se destinarían a proyectos de desarrollo inmobiliario, mismos que son proyectados de forma lenta e irregulares, sin cumplir con las obligaciones que la ley dispone, sin contar con respaldos lo suficientemente sustanciales para mitigar riesgos, provocando no solo en este caso, sino en muchos que se han replicado en Costa Rica una desconfianza ante las empresas desarrolladoras

inmobiliarias, dando lugar a que este tipo de negocios tengan que realizar grandes esfuerzos para la captación de clientes puesto que cada día son más exigentes y su exposición al riesgo es menor.

La única forma de mantener alejados este tipo de casos, es indagar adecuadamente en donde se realizan las inversiones, y esto es responsabilidad de cada persona física o jurídica.

#### 1.1.4 Generalidades de la situación actual de las variables macroeconómicas

##### 1.1.4.1 Tasas de interés

La tasa de interés es la cantidad de dinero que se abona en un periodo determinado por la unidad de capital invertido, siendo este el precio que tendría el dinero. En términos crediticios, la tasa de interés es el monto que un deudor debe de cancelar al crédito, por el uso de ese bien. (Luna, 2018)

*Tabla No. 1 Tasa Básica Mensual*

*Porcentajes a fin del mes*

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Enero	7.75	8.75	8.30	6.55	7.20	5.95	4.55	6.10	6.25
Febrero	7.50	9.00	7.35	6.50	7.15	5.70	4.60	6.00	6.25
Marzo	7.50	9.25	6.95	6.60	7.10	5.70	4.50	6.00	
Abril	7.00	9.50	6.75	6.70	7.10	5.55	4.60	6.15	
Mayo	7.25	10.00	6.65	6.85	6.90	5.40	4.55	5.95	
Junio	7.25	9.75	6.60	6.95	6.80	5.25	5.70	5.95	
Julio	7.25	10.25	6.55	7.00	6.75	5.20	5.95	6.00	
Agosto	7.25	10.50	6.55	7.10	6.55	5.00	5.95	5.95	
Septiembre	7.25	10.50	6.55	7.15	6.55	4.70	5.85	5.90	
Octubre	8.00	10.25	6.55	7.20	6.25	4.65	5.90	5.80	
Noviembre	8.00	9.50	6.55	7.20	6.00	4.60	5.90	5.85	
Diciembre	8.00	9.20	6.50	7.20	5.95	4.45	5.95	6.00	

Fuente: (BCCR, Tasa Básica Mensual, 2019)

La tasa básica pasiva ha mostrado una tendencia de incremento durante los últimos 3 años, lo que va a generar que las tasas de interés incrementen en el siguiente periodo, esto principalmente con el objetivo de contrarrestar el aumento de la inflación.

#### 1.1.4.2 Inflación

Es el incremento generalizado y sostenido de los precios de bienes y servicios en una región. Para obtener este incremento, es requerido analizar índices que reflejan el aumento porcentual de una canasta de bienes ponderada. El índice de medición de la inflación es el Índice de Precios al Consumidor (IPC). Este índice mide el porcentaje de incremento en los precios de una canasta básica de productos y servicios que adquiere un consumidor típico en la región. (Mendoza, 2018)

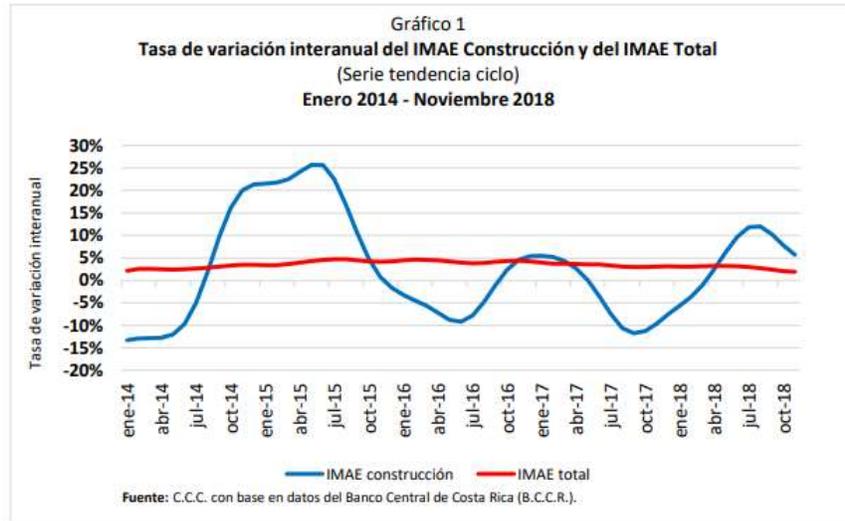
*Tabla No. 2 Comportamiento de la inflación.*

*Tasa de Variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC)*



Fuente: (Rodríguez, 2018)

Tabla No. 3 Tasa de variación interanual de IMAE Construcción y del IMAE total



Fuente: (Cámara Costarricense de la Construcción, 2018)

En el 2014 el sector construcción mostró decrecimientos. Sin embargo, en los últimos meses del 2014 creció significativamente, esto basado en el Índice Mensual de Actividad Económica (IMA E Total) hasta octubre 2015. Mientras que en junio 2015 el sector comenzó un proceso de desaceleración hasta septiembre 2016, y de octubre a diciembre de ese año hubo un incremento. A partir de enero 2017, el IMA E construcción inició un proceso de desaceleración a marzo de 2018 (alcanzando su punto más bajo en septiembre 2017), mes a partir del cual empezó a mostrar una recuperación. Para noviembre 2018 el IMA E construcción mostró un crecimiento de 5,7%, el cual creció a una mayor tasa que la actividad económica a nivel país desde mayo 2018, cuando inició el proceso de desaceleración de la economía nacional. (Cámara Costarricense de la Construcción, 2018)

#### 1.1.4.3 Tendencia del PIB

Corresponde a la totalidad de los bienes y servicios que se producen en un territorio de un país en un periodo establecido. Este se obtiene mediante la diferencia entre el valor bruto de producción y los bienes y servicios consumidos durante el mismo periodo productivo. De

igual manera, se puede obtener en términos netos, al deducirle al PIB el valor agregado y el consumo capital utilizado durante la producción. (Parkin, 2007)

Tabla No. 4 Principales variables macroeconómicas

	2017	2018	2019
<b>PIB (miles de mill de ₡)</b>	32.799	34.589	36.922
<b>Tasas de crecimiento (%)</b>			
PIB real	3,3	3,2	3,4
Ingreso Nacional Disponible Bruto Real	1,9	1,8	3,6
<b>Tasa de desempleo <sup>1/</sup></b>	9,4	10,3	
<b>Inflación (meta interanual)</b>			
Variación de IPC	2,6	3% (±1 p.p.)	
<b>Balanza de Pagos (% PIB)</b>			
Cuenta corriente	-2,8	-3,3	-3,1
Cuenta comercial (% PIB)	-9,0	-9,0	-9,0
Cuenta financiera	-2,0	-5,0	-3,2
Inversión Directa	-4,9	-4,5	-4,6
Saldo RIN (% PIB)	12,4	13,6	13,2
<b>Sector Público Global Reducido (% PIB) <sup>2/</sup></b>			
<b>Resultado Financiero</b>	-5,6	-6,7	-6,9
Gobierno Central	-6,2	-7,2	-7,5
Resto SPNF	1,0	0,9	0,9
BCCR	-0,4	-0,4	-0,3
<b>Deuda Gobierno Central (% PIB) <sup>3/</sup></b>	49,1	53,8	58,4
<b>Agregados monetarios y crediticios (Variación %) <sup>4/</sup></b>			
Liquidez total (M3)	9,0	7,8	7,7
Riqueza financiera total	11,9	12,3	12,1
Crédito al sector privado	7,0	5,0	6,8
<i>Moneda nacional</i>	11,8	7,6	10,4
<i>Moneda extranjera</i>	0,3	1,0	1,0

<sup>1/</sup> Estimaciones 2018 y proyecciones 2019.

<sup>2/</sup> Al IV trim-2017 y I trim-2018, según Encuesta Continua de Empleo.

<sup>3/</sup> Estimaciones del Banco Central de Costa Rica y Ministerio de Hacienda.

<sup>4/</sup> Estimación Modelo de Sostenibilidad Fiscal, Banco Central de Costa Rica.

<sup>4/</sup> Valoración de moneda extranjera no contempla efecto cambiario.

Fuente: (BCCR, Banco Central de Costa Rica, 2019)

De acuerdo con la tabla anterior, el PIB real del país ha estado fluctuante en los últimos 2 periodos y se estima un aumento en el último año del 0.2%, esto con la creación del IVA, así como una estrategia de disminución del gasto público del país.

#### 1.1.4.4 Comportamiento del sector de la construcción en el GAM

De acuerdo con las investigaciones del INEC en Costa Rica la provincia que muestra mayor auge en la construcción de proyectos urbanísticos y mayor cantidad de metros cuadrados construidos es San José con un total de 139,384 metros cuadrados, de los cuales Escazú es el cantón con mayor desarrollo urbano. (INEC, Instituto Nacional de Estadística y Censo, 2019).

Por otra parte, al cierre del año 2018, Heredia es la provincia con mayor densidad de construcción con 134,088 metros cuadrados; mientras que Alajuela es la que cuenta con una menor cantidad de metros cuadrados con un total de 66.033.

El sector inmobiliario de la Gran Área Metropolitana (GAM) en edificios verticales mantiene un comportamiento saludable ya que en promedio se desarrollarían 1500 apartamentos de 90 metros cuadrados.

Tabla No. 5 Número de Construcciones, Área (metros cuadrados) y Valor (en miles colones)

Por Clase de Obra, Según Provincia y Cantón, I Semestre 2018

PROVINCIA	CANTON	CLASE DE OBRA		
		Edificios residenciales		
		# Obras Construcción	ÁREA	VALOR
	San José	57	6 630	1 769 122
	Escazú	69	27 794	7 861 376
	Desamparados	83	8 827	1 979 477
	Aserri	62	3 446	710 288
	Mora	103	11 963	2 921 246
	Goicoechea	39	4 768	1 098 913
	Santa Ana	102	23 494	6 791 463
	Alajuelita	163	14 024	3 561 640
	Vázquez de Coronado	23	2 663	727 248
	Tibás	27	5 457	1 413 312
	Moravia	30	8 622	10 971 534
	Montes de Oca	42	8 738	2 446 500
	Curridabat	79	12 958	3 553 533
<b>San José</b>		<b>879</b>	<b>139 384</b>	<b>45 805 651</b>
	Alajuela	338	48 358	13 994 830
	Atenas	62	6 902	1 716 286
	Poás	73	6 296	1 557 254
	Orotina	62	4 477	998 968
<b>Alajuela</b>		<b>535</b>	<b>66 033</b>	<b>18 267 338</b>
	Cartago	269	27 995	6 655 421
	Paraiso	118	10 588	2 498 269
	La Unión	172	33 214	9 873 397
	Alvarado	52	3 042	568 668
	Oreamuno	55	4 770	1 207 882
	El Guarco	99	10 364	2 338 992
<b>Cartago</b>		<b>765</b>	<b>89 973</b>	<b>23 142 629</b>
	Heredia	184	24 585	7 217 241
	Barva	72	9 078	2 349 658
	Santo Domingo	137	48 559	12 989 749
	Santa Bárbara	44	4 790	1 201 728
	San Rafael	110	15 123	3 863 299
	San Isidro	46	6 426	1 619 640
	Belén	79	12 083	3 424 262
	Flores	27	3 215	874 828
	San Pablo	106	10 229	2 821 355
<b>Heredia</b>		<b>805</b>	<b>134 088</b>	<b>36 361 760</b>

Fuente: (INEC, Instituto Nacional de Estadística y Censo, 2019)

#### 1.1.4.5 Desempleo en el cuarto trimestre del 2018

Los datos son expresados en cantidad de personas que están desempleadas a nivel nacional, de acuerdo con el INEC, la tasa de desempleo fue 12,0 %, por lo que registra un aumento significativo de 2,7 puntos porcentuales con respecto al mismo trimestre del año anterior. (INEC, Instituto Nacional de Estadística y Censo, 2019)

La población ocupada en el cuarto trimestre de 2018 fue de 2,17 millones de personas, lo que implica, cerca de 170 mil ocupados más con relación al mismo trimestre del año anterior, esto son valores importantes, ya que existe un alza a nivel de empleos, noticia muy alentadora

ya que los costarricenses poseen dinero para inversión e inyección de capital a la economía, siendo parte de esto la adquisición de viviendas.

A nivel de desempleo, al cierre del 2018 existía un total de 221,894 personas sin empleo. El índice ha venido aumentando en comparación con el 2017 en 2% de acuerdo con el INEC son estadísticas razonables a la hora de poder realizar pronósticos de venta para futuros compradores en condominios verticales en el GAM. (INEC, Instituto Nacional de Estadística y Censo, 2019)

*Tabla No. 6 Costa Rica zona urbana: Población nacional según indicadores generales de la condición de actividad*

*Para el IV Trimestre 2018*

Indicadores generales	IV 2018	Resultado de la prueba de significancia
	Oct - Dic	
<b>1. Población desempleada<sup>5/</sup></b>	<b>221 894</b>	1
<b>1.1 Tipo desempleado</b>	<b>221 894</b>	1
Con experiencia	184 356	1
Por razones del mercado y cierre de actividades propias <sup>6/</sup>	135 130	1
Por razones personales <sup>7/</sup>	49 226	1
Sin experiencia	37 538	1
<b>1.2 Grupo de edad</b>	<b>221 894</b>	1
De 15 a 24 años	98 001	1
De 25 a 34 años	47 070	0
De 35 a 44 años	32 139	1
De 45 a 59 años	35 533	1
De 60 años o más	* 9 151	0
<b>1.3 Nivel de educación<sup>3/</sup></b>	<b>221 894</b>	1
Primaria incompleta o menos	17 328	0
Primaria completa	34 233	1
Secundaria incompleta	85 542	1
Secundaria completa	33 557	0
Universitario sin título	26 522	1
Universitario con título	24 712	0

Fuente: (INEC, Instituto Nacional de Estadística y Censo, 2019)

## 1.2 Justificación del TFG

La necesidad actual de las empresas es maximizar sus utilidades y dar el uso óptimo a los capitales de sus accionistas, esto da como resultado que el análisis financiero tenga gran importancia dentro de los informes mensuales generados a los encargados de tomar decisiones para las compañías.

En la actualidad, en nuestro país existe un mercado importante para las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el GAM, sin embargo, la competencia en dicho sector ha aumentado aceleradamente en los últimos años.

Por ende, es de suma importancia que las empresas cuenten con modelos útiles de análisis financieros, en donde la eficacia de éstos, les permita a las compañías tomar decisiones hábiles sobre sus inversiones, valoración de los calces de efectivo, adquisición de líneas de apalancamiento con tasas de intereses cómodas, validación del rendimiento de sus activos y la partida más importantes para las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales la administración de partidas relacionadas con los fideicomisos, con el fin de lograr la utilización de estos modelos, mitigando el riesgo y asegurando la rentabilidad esperada de sus proyectos.

Dada la investigación, surge la necesidad de la creación de un modelo de análisis financiero que se adecue a las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el GAM que permita una valoración financiera en donde se puedan analizar partidas relacionadas a los fideicomisos, además del análisis y revisión de las principales razones financieras y análisis verticales y horizontales de los principales estados financieros, con esto se desarrolla una optimización en sus operaciones y cumplimiento de proyectos con porcentajes de rentabilidad aceptables.

En conclusión, el proyecto desarrollado proporciona una matriz de referencia, en donde las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales pueden realizar análisis completos y de gran ayuda para la validación de la salud financiera de las empresas.

### 1.3 Objetivos de la investigación

#### 1.3.1 Objetivo General

Determinar un modelo de análisis financiero para las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el GAM.

### 1.3.2 Objetivos específicos

1. Describir las características de las empresas del sector inmobiliario dedicadas a los desarrollos verticales del GAM.
2. Investigar modelos de análisis financieros que se adapten a las empresas del sector inmobiliario dedicado al desarrollo de condominios verticales.
3. Adecuar una matriz de indicadores financieros para las empresas del sector inmobiliario de desarrollos verticales para la buena toma de decisiones por parte de las gerencias.

### 1.4 Pregunta de investigación

¿Cuál es el modelo ideal de análisis financiero para las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el GAM?

### 1.5 Alcance

Se analiza un caso en una empresa desarrolladora de condominios verticales en el GAM para el desarrollo del modelo de indicadores financieros para la oportuna toma de decisiones.

### 1.6 Limitaciones

No hay un universo definido por lo tanto el trabajo que se desarrolló es exploratorio y descriptivo.

No se detalló el origen de las cuentas por cobrar por lo cual no se logró determinar a cuanto correspondía las ventas a crédito.

No se tuvo acceso a los presupuestos y al flujo de caja.

## Capítulo II Revisión de la literatura

El presente capítulo abordará los temas analizados para realizar la investigación tales como los modelos de análisis financiero, el análisis de las razones financieras y el fideicomiso, los cuales son de importancia para el cumplimiento de los objetivos planteados.

### 2.1 Modelos de Análisis Financiero

Según García Padilla el análisis financiero es un estudio profundo de una organización que considera cada uno de los elementos y características que influyen directa e indirectamente en el desempeño financiero. (García Padilla , 2015)

Para desarrollar un modelo de análisis financiero es necesario revisar los estados financieros y evaluar los resultados, el objetivo es crear consciencia y tomar decisiones de forma oportuna ante los resultados. De acuerdo con Padilla hay tres formas de analizar e interpretar los estados financieros: el análisis vertical, análisis horizontal y análisis histórico. (Padilla, 2012)

El análisis vertical se define como el peso porcentual del balance, en el cual se muestra como está compuesto la estructura de los estados financieros, mientras que el análisis horizontal muestra la variación absoluta de cada una de las partidas de los estados financieros en un periodo (Ramos, 2017). Por otro lado, el análisis histórico es la comparación entre años de las diferentes variables de los estados financieros.

Según Padilla las herramientas financieras son necesarias para una administración de recursos sana, además recalca que es importante la evaluación financiera en un proyecto para analizar si la rentabilidad esperada es la que realmente cumple con las expectativas. (Padilla, 2012)

La principal herramienta de evaluación de los proyectos es el flujo de caja, del cual deriva el cálculo de evaluaciones financieras como: la Tasa Interna de Retorno, el Valor Actual Neto, el periodo de recuperación y el análisis de sensibilidad. Es importante además porque

permite mostrar el valor incremental en los flujos de efectivo que genera a valor presente, que genera el proyecto para la empresa y con el cual puede hacerse cargo de las deudas con acreedores o bien sus accionistas. Para una inmobiliaria este instrumento es vital importancia porque permite revisar la rentabilidad esperada para cumplir con sus obligaciones indica. (Salas S. G., 2014)

Para valorar financieramente un proyecto inmobiliario hay que estimar el valor presente de los flujos netos, para ello se utiliza el Valor Actual Neto. Si el VAN genera resultado positivo indica que el proyecto es rentable y si el VAN es negativo quiere decir que la inversión no será recuperada.

Otro instrumento de evaluación financiera es la Tasa Interna de Retorno (TIR), el cual permite analizar la rentabilidad y el periodo que tarda en recuperar la inversión. De acuerdo con Gitman, si el TIR es mayor al costo de capital, significa que el proyecto genera un buen rendimiento, mientras que si el TIR es menor al costo de capital significa que el proyecto no es viable, no genera suficiente para recuperar la inversión. (Gitman, 2007)

Por otro lado, continuando con lo expuesto por Gitman, el análisis de sensibilidad es un método que usa las variables como la entrada del efectivo para evaluar el impacto en el rendimiento de la empresa, esta herramienta sirve para tener conocimiento sobre una posible variación del rendimiento respecto a los cambios que pueda tener una variable, calculando escenarios: pesimista, el probable y apuntando al mejor escenario. (Gitman, 2007)

Para una compañía inmobiliaria es muy importante tener una adecuada valoración de riesgo y tener identificado su capacidad para generar liquidez, el calce de plazos ayuda a conocer y evaluar el riesgo de liquidez que presentan las entidades en el corto.

Es relevante hacer mención de que en el sector inmobiliario se llama a realizar inversiones asertivas, el concepto consiste en considerar la evaluación de tres elementos básicos: rentabilidad, financiamiento y costo de oportunidad (Redacción Inversión Inmobiliaria, 2018).

El concepto de Rentabilidad que se hace mención tiene que ver con la retornabilidad de la inversión, especialmente a largo plazo y busca que sea lo más alta posible.

En cuanto al financiamiento se recomienda que las fuentes de inversión se analicen y se comparen entre ellas, eligiendo plazos adecuados y con intereses bajos y en la moneda que sea operativa para mitigar riesgos de pérdidas cambiarias y a su vez las condiciones de ajuste de la tasa de interés ante las fluctuaciones de la tasa de interés.

Y por último el costo de oportunidad es determinar el rendimiento de una segunda opción que genere mayor ganancia para invertir como el lugar físico adecuado.

## 2.2 Análisis de razones financieras

Según menciona Salas, una vez analizado los estados financieros es necesario profundizar sobre la situación de la empresa, para ello se utilizan las razones financieras, con el propósito de evaluar a la empresa destacando los puntos fuertes y débiles de la misma. (Salas T. , 2016)

Los índices financieros se dividen en cuatro grandes grupos, cada uno de ellos mide un área diferente de la empresa, los cuales se mencionan en las siguientes secciones.

### 2.2.1 Razones de liquidez

Mide la capacidad que tiene la empresa para cubrir sus obligaciones en el corto plazo, esta razón se utiliza para determinar qué tan rápido se transforma los activos corrientes en dinero.

Además, los pasivos corrientes están compuestos por las cuentas por pagar a corto plazo las cuales deben de ser cubiertas por los activos circulantes, esta razón indica si el activo corriente es capaz de cubrir aquellos pasivos en el corto plazo (Salas T. , 2016)

#### *2.2.1.2 Razón circulante:*

Esta razón se calcula dividiendo el activo circulante entre el pasivo circulante, y esto representa la cobertura de las obligaciones de corto plazo por parte de los activos corrientes, expresa el número de veces que el activo circulante cubre al pasivo de corto plazo. Si la razón es alta, significa que tiene mayor liquidez, pero a su vez puede significar que hay una excesiva inversión.

#### *2.2.1.2 Razón prueba del ácido*

Los inventarios generalmente son excluidos del activo circulante porque es una partida que difícil que se transforme en líquida, esta razón mide la forma en la que los activos de mayor liquidez cubren los pasivos circulantes. (Salas T. , 2016)

### *2.2.2 Razones de actividad*

Miden el grado de efectividad y eficiencia con que son administrados los recursos de la empresa, estos establecen comparaciones entre las ventas y los niveles de inversión evaluando el rendimiento, analizando la utilización de los activos y con ello determinando si la inversión es adecuada versus el volumen de ventas

#### *2.2.2.1 Rotación de inventario:*

Se obtiene dividiendo el costo de ventas entre el inventario promedio o final, expresa la velocidad con que los inventarios se transforman para producir ventas.

#### *2.2.2.2 Rotación de cuentas por cobrar:*

Esta razón analiza la relación de las ventas al crédito con las cuentas por cobrar, ésta evalúa la rapidez con la que las ventas a crédito son transformadas en efectivo.

#### *2.2.2.3 Rotación de activo circulante:*

Se calcula dividiendo las ventas netas totales entre el activo circulante, expresando el número de veces que el activo circulante fue transformado a ventas durante el periodo.

#### *2.2.2.4 Rotación de activo fijo:*

Establece la efectividad con la que los activos fijos generan ventas, se calcula dividiendo las ventas netas totales entre el activo fijo neto, una baja rotación puede que haya inversiones excesivas o no se esté manejando adecuadamente los activos fijos.

#### *2.2.2.5 Rotación de activo total:*

Evalúa la utilización de los recursos totales de una empresa, el propósito de una inversión es producir y generar ventas, éste analiza la capacidad generadora de los ingresos por parte de los recursos totales. (Salas T. , 2016)

### **2.2.3 Razones de endeudamiento**

Analizan el nivel de las deudas que impacta sobre la utilidad de la empresa, una empresa con mucha deuda es más riesgosa, porque puede provocar problemas de liquidez el cual conlleva a no poder hacerse cargo de las obligaciones, esta razón es importante para los acreedores pues observan la capacidad de pago de la empresa. (Salas T. , 2016)

#### *2.2.3.1 Razón de la deuda:*

Mide el porcentaje de financiamiento de los acreedores de una empresa, indica cuanto es la porción del activo total que ha sido financiado mediante deudas.

#### *2.2.3.2 Razón de endeudamiento:*

Indica la relación entre los fondos de los acreedores y los que aportan los socios.

#### *2.2.3.3 Cobertura de intereses:*

Mide la capacidad para pagar la carga financiera anual con sus utilidades, los gastos financieros deben de ser cubiertos con la utilidad de la operación.

#### *2.2.3.4 Cobertura del flujo de efectivo:*

Expresa la capacidad de la empresa para cubrir todos aquellos gastos fijos, su objetivo es tener una visión más completa del riesgo financiero de la empresa.

## 2.2.4 Razones de rentabilidad

La razón de ser de una empresa es generar rentabilidad, estas razones evalúan el éxito de las operaciones e inversiones de la compañía, estas razones son de interés para los accionistas acreedores y administradores. (Salas T. , 2016)

### 2.2.4.1 Margen de utilidad bruta:

Demuestra la rentabilidad sobre las operaciones de ventas y la producción, es de gran importancia para planificar adecuadamente la política de fijación de precios.

### 2.2.4.2 Margen neto de utilidad:

Indica la porción de ventas que cubren todos los gastos, costos e impuestos, es la diferencia entre los ingresos y gastos

### 2.2.4.3 Rendimiento sobre la inversión total:

Mide la rentabilidad obtenida de los activos totales de la empresa, basándose en utilidades de la operación.

### 2.2.4.4 Rentabilidad sobre el capital:

Mide el rendimiento final que obtienen los socios, esta razón determina la tasa de utilidad generada sobre la inversión de los accionistas.

Para las empresas es muy importante tener conocimiento sobre las razones financieras porque pueden junto con análisis complementarios dar elementos para analizar las debilidades o fortalezas que poseen, con el propósito de realizar un plan de acción buscando la mejora continua de su operación. (Salas T. , 2016)

## 2.3 El fideicomiso

El Fideicomiso consiste en un contrato por parte de una persona o varias para el beneficio de esa misma persona u otra, por un lapso subordinado a un plazo o a una condición “habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otro (fiduciario) quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe

en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario”. (Quaglia, 2008)

Según Quaglia, es necesario que el contrato de fideicomiso cumpla con las exigencias genéricas que manda la ley sobre capacidad, consentimiento, objeto lícito, etc. Es necesario que exista el fiduciante y el fiduciario, y serán terceros beneficiarios de una estipulación a su favor los beneficiarios y/o el o los fideicomisarios. (Quaglia, 2008)

Un contrato de fideicomiso tiene las siguientes características:

- Es típico, es decir se encuentra protegido la ley, exige su validez para el cumplimiento de determinados requisitos.
- Es bilateral, esto porque las partes se obligan recíprocamente la una a la otra. Hay varios actores
- Es formal, es necesario que el contrato de fideicomiso sea celebrado en forma escrita resultando
- Es consensual, esto debido a que tanto el fiduciante como el fiduciario dan el consentimiento.
- Es patrimonial, es suficiente para la adquisición y transmisión de derechos reales.

De acuerdo con Quaglia, todo fideicomiso está compuesto por las siguientes figuras:

- El fiduciante, es la persona dueña del bien o los bienes que se transmiten en fideicomiso. Puede ser fiduciante cualquier persona física o jurídica capaz para contratar un fideicomiso y obligarse a transmitir los bienes objeto. Es posible que exista más de un fiduciante. El fiduciante, puede ser a su vez el beneficiario o fideicomisario.
- El fiduciario es la persona a la que el fiduciante le transmite la propiedad fiduciaria de determinados bienes con el encargo fiduciario de detenerla para el beneficio del beneficiario. El fiduciario no es un representante del constituyente del fideicomiso, sino que actúa a nombre propio cumpliendo un encargo fiduciario

en calidad de dueño de los bienes recibidos en fiducia para beneficio del beneficiario.

- El beneficiario de un fideicomiso es aquella persona que recibe el beneficio en el cual se constituyó el fideicomiso.
- El fideicomisario es la persona designada por el fiduciante, a la cual el fiduciario debe transmitir los bienes.

Existen varios tipos de fideicomiso, el fideicomiso ordinario, administrativo, financiero e inmobiliario cabe destacar que esta investigación se enfoca en el fideicomiso inmobiliario.

### 2.3.1 Fideicomiso inmobiliario

Un fideicomiso inmobiliario es un contrato privado que se ajusta a las necesidades de los que participan en este acuerdo. El fideicomiso es un documento privado en donde participa un fideicomitente quien es dueño del bien o del terreno; además participa un fideicomisario o beneficiario, quien realiza la solicitud para adquirir dicho bien o terreno. Finalmente, el encargado de administrar los bienes del fideicomiso es un fiduciario. (INFOBAE, 2015)

Esta figura permite que el bien sea inembargable y se desarrollen proyectos inmobiliarios, con fondos de terceros a través de una estructura sólida con objetivos de mejorar la comercialización de los bienes. Entre las ventajas del fideicomiso se encuentra que los intereses del desarrollador con el de los inversores se alinean, ya que todos se benefician sobre el fideicomiso si se cumple lo estipulado en el contrato y si no se cumplen todas las partes se ven afectadas (INFOBAE, 2015).

De acuerdo con Quaglia, el fideicomiso inmobiliario se genera cuando se celebra un contrato de fideicomiso para construir un inmueble. Es necesario que se haga mención de todas las condiciones referentes a la construcción, administración, los derechos y obligaciones del fiduciario, destino de los bienes obtenidos una vez cumplido su objeto, plazos de ejecución, etc. (Quaglia, 2008)

Por otro lado, el fiduciario tiene un rol de administrador, esto debido a que recibe del fiduciante un terreno para que se desarrolla y se encarga de velar por el cumplimiento encargado en el contrato de fideicomiso, este tiene las facultades para contratar constructores, arquitectos y demás sujetos que intervendrán en el desarrollo inmobiliario. Es importante destacar que existe la figura de los inversores, quienes aportan fondos y como contrapartida pueden ser quienes resulten beneficiarios de la obra terminada, recibiendo unidades o bien participando de los resultados obtenidos por la venta a terceros de estas (Quaglia, 2008).

Con la participación de los inversionistas se pueden obtener recursos para financiar la obra, sin embargo, aparte de la financiación del proyecto también se puede obtener recursos financieros mediante la preventa de las unidades a clientes-compradores, quienes anticipan los fondos a cuenta del precio final de la unidad a adquirir. Una vez finalizada la obra, pueden ser entregadas al fiduciante o a los inversores, quienes la reciben en carácter de beneficiarios de estas, pudiendo luego darles cualquier destino ya sea venta o alquiler. Una vez que se concluye la obra el fideicomiso se disuelve por haberse cumplido el objeto del contrato. (Quaglia, 2008)

## Capítulo III Método de la investigación

En este capítulo se presenta la metodología con la que se desarrolló el proyecto de investigación, se detallan aspectos como el enfoque de la investigación, diseño de la investigación, unidad de análisis, variables de la investigación, hipótesis de la investigación y estrategia de análisis de datos.

### 3.1 Enfoque de investigación

La presente investigación es de enfoque cualitativo, dado que se enfoca en lograr descripciones detalladas de los fenómenos estudiados; algunos ejemplos de las investigaciones cualitativas son las investigaciones participativas, la investigación – acción, investigación- acción participativa, investigación etnográfica, estudio de casos. (Cauas)

En este caso se realizó mediante un estudio de caso, evaluando información financiera histórica de una empresa dedicada al desarrollo de condominios verticales en el GAM, en adición cuatro entrevistas a expertos en el negocio que da una visión clara de cómo administran y qué indicadores financieros utilizan para medir los resultados.

Este enfoque se basa en la recolección de datos, observación de hechos mediante la revisión de documentos, estados financieros y evaluando los hechos históricos.

### 3.2 Diseño de la investigación

#### 3.2.1 Investigación exploratoria

Se utilizó la investigación exploratoria para el desarrollo del presente proyecto, con el fin de investigar y conocer acerca de las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana.

Este tipo de investigación es de gran importancia porque los estudios exploratorios determinan tendencias, y pueden identificar relaciones potenciales entre variables, además son más flexibles que otros tipos de investigación. (Olabuénaga, 2012)

### 3.2.2 Investigación descriptiva

La investigación descriptiva permite detallar situaciones y características del objeto de estudio, en esta investigación se determinó las características de las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana. (Olabuénaga, 2012).

## 3.3 Unidad de análisis, población y muestra

A continuación, se presentan los detalles que se trabajaron en el presente estudio tales como unidad de estudio y la población:

### 3.3.1 Unidad de estudio

Para esta investigación la unidad de estudio es:

“El desarrollador de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana”

### 3.3.2 Población

Para esta investigación la población es:

“Las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana”

### 3.4 Fuentes de información

A continuación, se mencionan las fuentes de información utilizadas en el proyecto de investigación para las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana:

#### 3.4.1 Fuentes primarias

La información primaria se recolectó por medio de entrevistas no estructurada y aplicadas a expertos, con el objetivo de que proporcionaran información referente a los modelos de análisis financiero de las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana. (Sabino, 2014)

#### 3.4.2 Fuentes secundarias

Por otro lado, se utilizó fuentes secundarias como por ejemplo las revistas académicas, libros, datos de instituciones gubernamentales y periódicos de interés nacional. Logrando obtener información referente a los modelos de análisis financiero de las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana. (Sabino, 2014)

### 3.5 Sujetos de investigación

Se requirió la contribución de expertos en el tema del sector inmobiliario, con el fin de analizar y estudiar las variables que son necesarias para un modelo de análisis financiero para las desarrolladoras de condominios verticales en el GAM.

### 3.6 Medios de recolección de la información.

Para la presente investigación se recopiló información a través del siguiente medio:

### 3.6.1 Entrevista

Según Ortiz la entrevista cualitativa es una interrogación, donde se accede a la individualidad del entrevistado, a su propia percepción (sus interpretaciones, sus motivos, sus percepciones, experiencias, etc.); esta se puede realizar mediante una conversación, dirigida a sujetos seleccionados, o una interrogación flexible y no estandarizado (Ortiz, 2015)

Con el objetivo de recopilar información veraz y confiable sobre los modelos de análisis financiero de las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana, se entrevistó a el Presidente de la empresa, el Gerente General, el contador General y al abogado de la empresa. (Sabino, 2014) (Ver Apéndice No.1)

### 3.7 Estrategia de análisis de los datos

Para realizar el análisis de este proyecto se utilizó de Microsoft Office Excel, con el cual se construyó un modelo de análisis financiero que permitió medir el rendimiento de las empresas del sector inmobiliario de condominios verticales en el Gran Área Metropolitana (Sabino, 2014).

## Capítulo IV Análisis de resultados

En este capítulo se presenta el análisis de casos, adicionalmente se detalla los antecedentes de la empresa en estudio, los análisis verticales y horizontales para los periodos 2017 y 2018, así mismo se realiza el análisis de las razones financieras con el objetivo de valorar la empresa en estudio.

### 4.1 Análisis de casos

#### 4.1.1 Antecedentes de la empresa

La Compañía fue fundada a partir del año 1967, dada la oportunidad de negocio en el país de diseñar, desarrollar y comercializar proyectos urbanísticos en el sector Este de la Gran Área Metropolitana del país. En su evolución, logró expandir sus proyectos dentro y fuera del GAM, a través del desarrollo de condominios residenciales y comerciales tanto horizontales, verticales y mixtos.

Sus funciones inician desde la conceptualización de la obra, el diseño, la funcionalidad, integración con el entorno, al mismo tiempo que se procura hacer que los proyectos sean rentables, tanto para inversionistas como para los clientes finales. Los proyectos bajo el concepto de condominio ya sea residencial como comercial al constituirse se rigen bajo la Ley Reguladora de la Propiedad del Condominio, Ley N.º 7933 del 28 de octubre de 1999.

La Compañía ha logrado un importante lugar entre las empresas desarrolladoras de bienes inmuebles a nivel centroamericano, destacándose no sólo por el servicio de desarrollos inmuebles, sino por los servicios de asesoramiento en diseños habitacionales, ejecución de obras, trámites municipales, venta de bienes inmuebles y remodelaciones. (Neyssa Calvo, 2017)

#### 4.1.2 Características de la empresa

Es importante tener en consideración como opera la empresa y sus características principales para tener el panorama y entorno en el que se desenvuelve, por lo que a continuación se describen:

- Es una empresa que se dedica al desarrollo de proyectos inmobiliarios, que busca financiamiento para cada proyecto por medio de la administración de fideicomisos y no por medio de un cliente final.
- La empresa a través de la figura del fideicomiso funge como fiduciario y basado en la Ley del Mercado de Valores, no puede dar a conocer a los fideicomitentes, por lo cual se considera anónimo.
- La empresa ejecuta un proyecto inmobiliario bajo una sociedad anónima dueña del proyecto inmobiliario y lleva a cabo su proceso constructivo, su desarrollo final y su proceso de comercialización; generando así en este último proceso los ingresos del proyecto inmobiliario que permiten hacer frente a los costos del Fondo, ganancias sobre la inversión, costos administrativos y todo lo relacionado con el proceso constructivo
- No se dedica a la transformación de materias primas en un producto final, por lo que partidas como Inventario o Costo de ventas no existen en sus estados financieros.
- Manejan un presupuesto de ejecución para cada proyecto, el cual le dan seguimiento mensual.
- El comité ejecutivo se reúne mensualmente para revisar los resultados del mes del negocio, enfocados en aquellos proyectos y principalmente en aquellos que tengan una desviación importante en su presupuesto.

### 4.1.3 Principales hallazgos de las entrevistas

La información suministrada por la empresa corresponde a los períodos 2017 y 2018. Dentro de las revisiones de los resultados que realiza la empresa, cabe destacar que se hacen de forma mensual, pero cada proyecto por Fideicomiso se revisa más detenidamente que los resultados de la empresa como tal; esto considerando si hubo una disminución en los ingresos o bien se dispara el gasto y los costos del proyecto.

Dentro de las revisiones que realiza la empresa se aplican indicadores como la medición del activo y pasivo total; además se aplican razones de liquidez, de endeudamiento, de rentabilidad y se hace un análisis para medir la cobertura del pasivo; esto permite tomar acciones inmediatas en el mes siguiente, en donde estas acciones deben ser ejecutadas a un corto plazo y permitan equilibrar la situación.

La empresa no posee una estrategia o un proceso que le permita detallar los indicadores y que presente una proyección de la situación, no tiene claro un presupuesto operativo y solo posee metas establecidas por los proyectos administrados, estas metas son distintas ya que todos los proyectos son distintos y poseen plazos diferentes.

La empresa posee proyectos para todo tipo de cliente, en donde se clasifica o segrega el mercado por el ingreso familiar neto, en donde primero se calcula el monto total del ingreso que posee una familia y se realiza un estudio que permita definir si la familia posee la capacidad de pago de un financiamiento bancario que tenga una cobertura de al menos un 80% del apartamento.

La actividad más importante de la empresa es la administración de los fideicomisos, su base se establece de acuerdo con las condiciones del fondo inmobiliario y de la sociedad dueña del proyecto, es por esta razón que sus condiciones son variables y debe conocer muy bien el mercado meta de cada proyecto.

En la operación de la empresa desarrolladora, se espera que con la finalización algunos de los fideicomisos más antiguos y además de la participación en nuevos proyectos urbanizadores e inmobiliarios se estabilice la situación. Para el 2019 se duplicó la operación de la desarrolladora, porque el mercado ha estado muy activo, muy competitivo y el gobierno ha ayudado a atraer inversión extranjera directa, mejorando el entorno externo en que se opera.

Para el 2008, con la crisis inmobiliaria una de las principales afecciones en la industria fue el alto nivel de endeudamientos, deteriorando más industria.

En su criterio, considera que el mercado inmobiliario está en auge, se encuentra en etapa de crecimiento y aún no alcanza la etapa de madurez, sin dejar de lado la incertidumbre que hay en el entorno por la situación de coyuntura que vive el país.

#### 4.2 Análisis vertical y horizontal Periodo fiscal 2017 – 2018

A continuación, se presentan los resultados de la empresa, tanto el balance de situación como el Estado de Resultados para los últimos dos períodos finalizados.

Tabla No. 7 Balance de Situación

Al período terminado 2018 y 2017 respectivamente

	2018		2017		Variación	
	Abs	%	Abs	%	Abs	%
Efectivo y sus Equivalentes	282	6%	33	1%	249	746.8%
Cuentas por cobrar, Netas	1,408	28%	930	22%	477	51.3%
<b>Activos Corrientes</b>	<b>1,689</b>	<b>34%</b>	<b>963</b>	<b>23%</b>	<b>726</b>	<b>75.4%</b>
Propiedad, Planta y equipo, Neto	73	1%	95	2%	(22)	-23.6%
Activos a largo plazo	1,780	35%	1,659	39%	121	7.3%
Activos Intangibles	1	0%	3	0%	(1)	-49.9%
Gastos diferidos	85	2%	87	2%	(2)	-2.6%
Inversiones permanentes	1,354	27%	1,420	33%	(66)	-4.6%
Otros Activos	49	1%	49	1%	0	0.9%
<b>Activos No Corrientes</b>	<b>3,343</b>	<b>66%</b>	<b>3,313</b>	<b>77%</b>	<b>30</b>	<b>0.9%</b>
<b>Activos</b>	<b>5,032</b>	<b>100%</b>	<b>4,276</b>	<b>100%</b>	<b>756</b>	<b>17.7%</b>
Porción circulante deuda a LP	432	9%	418	10%	14	3.3%
Cuentas por pagar	218	4%	176	4%	41	23.4%
Impuestos por pagar	3	0%	3	0%	(0)	-10.8%
Gastos acum. y otras oblig.	147	3%	192	4%	(45)	-23.5%
Otros pasivos circulantes	2	0%	3	0%	(1)	-27.2%
<b>Pasivos Corriente</b>	<b>801</b>	<b>16%</b>	<b>792</b>	<b>19%</b>	<b>9</b>	<b>1.1%</b>
Deuda a Largo plazo	995	20%	1,223	29%	(228)	-18.7%
Gastos acum. y otras oblig LP	1,244	25%	299	7%	945	315.8%
<b>Pasivos No Corriente</b>	<b>2,239</b>	<b>44%</b>	<b>1,522</b>	<b>36%</b>	<b>717</b>	<b>47.1%</b>
<b>Pasivos</b>	<b>3,040</b>	<b>60%</b>	<b>2,315</b>	<b>54%</b>	<b>725</b>	<b>31.3%</b>
Capital Social	260	5%	260	6%	-	0.0%
Aporte de Capital	1,018	20%	720	17%	297	41.3%
Superavit por Capital	81	2%	330	8%	(249)	-75.5%
Superavit Libre	599	12%	594	14%	6	0.9%
Utilidades Retenidas	(18)	0%	6	0%	(23)	-424.7%
Reserva Legal	52	1%	52	1%	-	0.0%
<b>Patrimonio</b>	<b>1,992</b>	<b>40%</b>	<b>1,961</b>	<b>46%</b>	<b>30</b>	<b>1.6%</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>5,032</b>	<b>100%</b>	<b>4,276</b>	<b>100%</b>	<b>756</b>	<b>17.7%</b>

*Tabla No. 8 Estado de Resultados*

*Al período terminado 2018 y 2017 respectivamente*

	P&L				2018 vr 2017	
	2018	% NS	2017	% NS		
<b>Ingresos Netos</b>	<b>812</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,106</b>	<b>100.0%</b>	<b>(294)</b>	<b>-36.2%</b>
Gastos Ventas	303	37.3%	338	30.6%	(35)	-11.5%
Gastos Ingeniería	266	32.8%	379	34.3%	(113)	-42.6%
Gastos Administrativos	258	31.7%	257	23.2%	1	0.4%
Gastos Dirección	206	25.4%	366	33.1%	(159)	-77.3%
<b>Gastos Operativos</b>	<b>1,034</b>	<b>127.3%</b>	<b>1,340</b>	<b>121.2%</b>	<b>(307)</b>	<b>-29.7%</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>(221)</b>	<b>-27.3%</b>	<b>(234)</b>	<b>-21.2%</b>	<b>13</b>	<b>5.8%</b>
Gastos Financieros Netos	12	1.5%	(178)	-16.1%	190	1592.9%
Diferencial cambiario	(59)	-7.3%	(55)	-5.0%	(4)	-6.5%
Otros Gastos e Ingresos	(156)	-19.3%	(7)	-0.6%	(150)	95.6%
<b>sub-total</b>	<b>(203)</b>	<b>-25.1%</b>	<b>(240)</b>	<b>-21.7%</b>	<b>36</b>	<b>-17.8%</b>
<b>Utilidad neta antes de impuestos</b>	<b>(18)</b>	<b>-2.2%</b>	<b>6</b>	<b>0.5%</b>	<b>(23)</b>	<b>130.8%</b>
Impuesto Renta	-	0.0%	2	0.2%	(2)	0.0%
<b>Utilidad neta después de impuestos</b>	<b>(18)</b>	<b>-2.2%</b>	<b>3</b>	<b>0.3%</b>	<b>(21)</b>	<b>118.3%</b>

#### 4.2.1 Análisis Vertical Período fiscal 2018 Estado de Resultados

Los ingresos del 2018 están compuestos por administración de fideicomisos con un 27% seguido de los ingresos provenientes en el mercado a fideicomisos con un peso porcentual de 24%, los ingresos de servicios de inspección de obras poseen un valor de un 15% del total de las ventas.

Por otro lado, los gastos operativos superan el total de las ventas en un 27.3%, donde los gastos de ventas son los más representativos con un 29%, seguido por los gastos de ingeniería y gastos administrativos con un 26% y 25% respectivamente.

Los gastos financieros del período 2018 ascienden a los 11 millones debido al incremento del 3.16 veces del valor de las letras de cambio emitidas en dicho período registrados como otros pasivos.

Dado que los ingresos han sido inferiores a los costos, se produce una pérdida en el período de alrededor de 18 millones.

#### 4.2.2 Análisis Vertical Periodo fiscal 2017 Estado de Resultados

La composición de los ingresos totales en el 2017 se generó debido a la administración de fideicomisos con un 39%; seguido por mercadeo de fideicomisos con un peso porcentual de 25% y en el tercer lugar el ingreso por diseño de obras y planos con un aporte del 14% del ingreso total.

Por otro lado, los gastos operativos superan el total de las ventas en un 21.2%, siendo los gastos de ingeniería los más altos, seguidos por los gastos de dirección y por último los gastos de ventas con un 25% del total de gastos.

Los gastos financieros netos del periodo 2017 registran un ingreso de más de 177 millones debido a un incremento del 27% con respecto al 2016 en las inversiones permanentes.

Dado que genera una ganancia antes de impuesto de más de 5 millones, se registra un impuesto sobre la renta con una tasa efectiva del 41%, básicamente por gastos no deducibles registrados en el periodo valorado.

Por las condiciones anteriores se produce una ganancia en el periodo que representa alrededor del 0.3% de las ventas netas.

#### 4.2.3 Análisis Horizontal Periodo 2017-2018 Estado de Resultados

Con respecto a los ingresos se observa una caída de 27%, donde la disminución más significativa es en los ingresos por administración de fideicomisos, seguido por los ingresos en el diseño de obras y planos y en tercer lugar el ingreso por mercadeo a fideicomisos. Pero es importante recalcar que hubo aumentos en las líneas de ingresos por servicios de inspección a obras, seguido de otros ingresos relacionados a la administración del condominio Terra, y otros ingresos por fideicomisos por 45 millones.

*Tabla No. 9 Detalle de Ingresos*

*Al período terminado 2018 y 2017 respectivamente*

INGRESOS:	2018		2017		2018 vr 2017		
Ingresos por Administración a Fideicomisos	216	27%	431	39%	-	215	-50%
Ingresos por mercadeo a Fideicomisos	195	24%	281	25%	-	86	-31%
Servicios de Inspección de Obras	119	15%	45	4%		74	164%
Ingresos por Otros servicios a Fideicomisos	70	9%	24	2%		45	184%
Ingreso Condo Terra	57	7%	-	0%		57	100%
Ingresos por Gestión Bienes Raíces	48	6%	46	4%		2	5%
Ingresos por Gestión Administrativa Financiera	28	3%	25	2%		2	9%
Diseño de Obras y Planos	27	3%	160	14%	-	133	-83%
Administración de Otros Proyectos	20	2%	1	0%		19	2013%
Comercialización Proyecto SOL	12	1%	2	0%		10	572%
Servicios Ingeniero Residente	9	1%	11	1%	-	2	-15%
Servicios de Tramitología	7	1%	68	6%	-	61	-90%
Ingresos por servicios Mercadeo otros proyectos	5	1%	-	0%		5	100%
Servicios de comercialización de proyectos	1	0%	8	1%	-	8	-90%
Ingresos por servicios de Ingeniería	-	0%	1	0%	-	1	-100%
Servicio de Paisajismo	-	0%	3	0%	-	3	-100%
<b>TOTAL DE INGRESOS BRUTOS</b>	<b>812</b>	<b>100%</b>	<b>1,106</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>294</b>	<b>-27%</b>

Con respecto a los gastos operativos, como respuesta a la disminución de ingresos, se tuvo iniciativas importantes de reducción de plataformas de costos de más de 300 millones, siendo los gastos de dirección los que nominalmente disminuyeron más con respecto al 2017 (-77.30%).

A pesar de que en los años 2017 y 2018 no se logra el punto de equilibrio, se da una mejoría en indicador en el 2018. Con esto se concluye que, aunque tuvieron menor volumen de ingresos, la reducción en gastos compensó parcialmente dichas pérdidas, por lo que se observa un incremento en la utilidad neta de operación de 13 millones aproximadamente, lo que porcentualmente representa un aumento de 5.80% con respecto al periodo 2017.

Con respecto a los gastos financieros netos como se indicó para el año 2018, hay un incremento importante en las letras de cambio y pagarés, por lo que, esto se traduce en un aumento en dicha partida de más de 189 millones.

En otros gastos e ingresos en el 2018 se encuentra el registro extraordinario de la partida Ganancia en Finca y Avalúo (Fideicomiso Desarrollo Inmobiliario) por un monto de 167

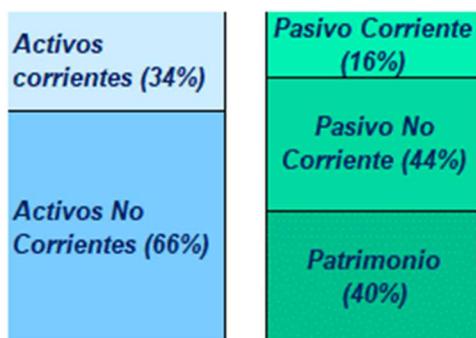
millones. Como resultado final entre un año y otro se produce una pérdida de más de 21 millones.

#### 4.2.4 Análisis Vertical Periodo fiscal 2018 Estado de Situación Financiera

Los activos de la empresa están compuestos en un 34% en Activos Corriente, siendo la partida más significativa Cuentas por cobrar; mientras que el 66% restante corresponden a los Activos no Corrientes representados en su mayoría por los documentos por cobrar a largo plazo de fideicomisos.

Con respecto a las partidas de pasivos y patrimonio la composición es de un 60% pasivos y un 40% patrimonio. Los pasivos no corrientes son mayores que los pasivos corrientes y que el patrimonio.

*Figura No. 1 Diagrama estructura de Estado de Situación, 2018*

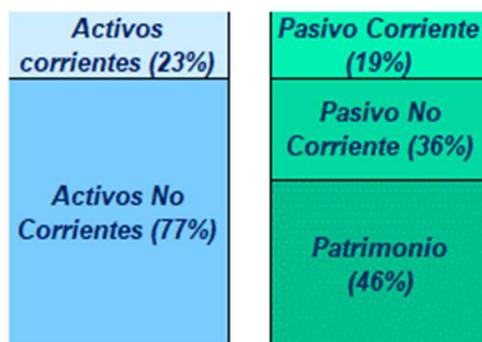


#### 4.2.5 Análisis Vertical Periodo fiscal 2017 Estado de Situación Financiera

Para el año 2017 la composición del Estado de situación fue en el caso de los activos, 23% en activos corrientes y 77% en no corriente.

Con respecto a las partidas de pasivos y patrimonio la composición es de un 54% pasivos y un 46% patrimonio.

Figura No. 2 Diagrama estructura de Estado de Situación, 2017



#### 4.2.6 Análisis Horizontal del Periodo 2017-2018 Estado de Situación Financiera

Los Activos crecen 18% más que el año anterior. Específicamente en el caso de los Activos Corrientes, la partida de Efectivo y equivalentes es la que tiene una variación mayor por el incremento de fondos en bancos, originados por la adquisición de Letras de Cambio y pagarés. Las cuentas por cobrar aumentan en un 51.3%

Para activos no corrientes, propiedad, planta y equipo neto no tiene mayor variación ya que sólo registra la depreciación del período. Se da un incremento en los documentos por cobrar de fideicomisos (121 millones más que el año anterior).

Hay una liquidación de 65 millones en inversiones permanentes con respecto al 2017. En cuanto a los pasivos se tienen una amortización de deuda y un aumento en las letras de cambio por lo que los pasivos aumentan un 31% con respecto al año anterior. Y por último el patrimonio no tienen una variación significativa de un año a otro, creciendo un 1.6%

#### 4.3 Análisis de razones financieras

##### 4.3.1 Liquidez

Las razones de liquidez aplicadas al caso real en la empresa para los períodos 2017 y 2018, permiten entender la habilidad para cubrir las obligaciones a corto plazo de la empresa

en análisis. En la medición de la capacidad a corto plazo para el período 2017 la empresa dispuso de 1,22 de sus activos corrientes por cada pasivo corriente, se considera por tanto que hubo un uso eficiente de los recursos a corto plazo. El resultado se puede considerar como bajo, esto quiere decir que la empresa tarda menos días en convertir sus activos en efectivo para poder liquidar sus deudas.

En el análisis del período 2018 la empresa dispuso en esta ocasión de 2,11 de sus activos corrientes por cada pasivo corriente; esto se interpreta como un uso controlado de dinero, pero con poca inversión, para este período los activos corrientes cubren por más del doble a los pasivos corrientes, por lo que se considera que la empresa es solvente, esta variación se da por el ingreso a las cuentas bancarias de letras de cambio y pagaré que se presentaron en ese período.

De un período a otro se presenta una mejora en cuanto a los recursos que cubren la deuda a corto plazo, la empresa tiene mayor capacidad para enfrentar sus deudas en el período 2018 con respecto al 2017, se tiene como resultado que existe la opción de mejora en su capacidad operativa si así lo considera la empresa.

#### 4.3.2 Rentabilidad

En el análisis de caso, durante el período 2017 se presenta un margen de utilidad bruta del -21%, un porcentaje negativo que indica que la empresa no alcanza su punto de equilibrio. Este mismo análisis para el período 2018 muestra un porcentaje margen de utilidad bruta del -27%, lo que significa que la empresa está vendiendo sus servicios a un precio que ni siquiera puede recuperar sus gastos administrativos. A largo plazo, se puede considerar que esto será insostenible porque la empresa está perdiendo dinero en cada una de sus negociaciones con sus inversionistas.

Luego durante el período 2017 después de los costos necesarios de operación la empresa presenta un porcentaje de margen neto de utilidad del 0,30%, pero para el período 2018 se

presenta un porcentaje margen neto de utilidad de -2,21%, lo que significa que la empresa gastó más de sus ingresos para el periodo en análisis.

En cuanto a los rendimientos e inversión del período 2017 se presenta un porcentaje del rendimiento sobre la inversión total del 0,08%, lo que representa un rendimiento positivo con políticas administrativas efectivas durante este período, pero de acuerdo con la propia inversión en el 2018, la empresa presentó un rendimiento negativo sobre los activos totales de -0,36%; lo que representa una ineficacia de la administración para generar utilidades a partir de los activos totales que tuvo disponibles la empresa durante este período, la utilidad después de impuestos es negativa y su monto es representativa con un porcentaje de -2,2% sobre los activos totales para el 2018.

Finalmente, para el período 2017 la relación de las utilidades netas y el capital de los accionistas permitieron medir el rendimiento positivo para los accionistas con un porcentaje de 0,33%, caso contrario para el período 2018, donde la empresa mostró un escenario distinto, ya que el rendimiento sobre esta relación con el capital de los accionistas fue negativo con un porcentaje del -1,40%, presentando un rendimiento impositivo para los accionistas debido a que la utilidad después de impuestos fue negativa.

#### 4.3.3 Actividad

La empresa por tener una naturaleza comercial inclinada hacia el ámbito inmobiliario, en sus registros y actividades no posee partidas referentes a inventarios, por ende, las razones financieras de rotación del Inventario y período Medio de Inventario no tienen un alcance dentro de los cálculos a realizar, por lo que no se presentan en el análisis de razones financieras.

Por otro lado, al no poseer una estructura de empresa manufacturera, no posee un costo de mercadería vendida, por lo que la razón de Rotación de cuentas por pagar y Período Medio de pago no se valuó a falta de dichas partidas.

De acuerdo con las ratios generadas para la empresa en estudio para los periodos 2017 y 2018, se concluyó que para todas las razones financieras calculadas el periodo 2017 se dio un uso y explotación más adecuado de los recursos con los que disponía, y por ende el número de veces que se transformaron los distintos análisis de activos a ventas durante el periodo 2017 fue más eficiente.

Referente a la capacidad de recuperación de cuentas por cobrar y conversión de inventarios a efectivo, no será evaluado ya que las ventas a crédito no se pudieron determinar, por lo que no se pueden generar los indicadores referentes a dichas partidas.

La capacidad de la empresa en estudio para generar recursos a partir de sus activos y comparándolo con el desempeño pasado es un poco desfavorable, ya que la compañía no ha tenido un aumento continuo en los parámetros de rotación de activos, y esto se ve reflejado en el impacto que tiene la administración de los activos en las partidas relacionadas a sus ingresos, ya que la empresa ha tenido una disminución de 27% en sus ingresos del periodo 2017 al 2018.

Con base a la rotación de activos corrientes, la partida más representativa que posee una ampliación para el 2018 son las cuentas por cobrar con un aumento de 51.3%, y los ingresos por administración a fideicomisos disminuyeron en un 50%. Lo que produce que el índice de rotación sea desfavorable para el 2018 en un porcentaje de 58%.

Por otro lado, la rotación de activos no corrientes también aporta a la posición desfavorable para la empresa para el periodo 2018, ya que hay un aumento ligero en dichos activos de 0.9%, pero las ventas disminuyeron en un 27%, por lo que los activos no corrientes en el 2018 tienen un uso menos eficiente que el 2017.

#### 4.3.4 Endeudamiento

La razón de endeudamiento muestra la capacidad de pago de las empresas a largo plazo; donde en más deuda utiliza la empresa en comparación con los activos totales, mayor es su apalancamiento financiero.

Tanto en el 2017 como en el 2018, el índice de endeudamiento mostró que más de un 50% de los activos son financiados por los acreedores de la empresa; pasando de un 54% en el 2017 a un 60% en el 2018 respectivamente, lo que genera un aumento del riesgo y retorno ingresado mediante los fideicomisos que tiene con sus subsidiarias. Esto se debe principalmente a un aumento de los pasivos de un 31,3% del 2017 al 2018 y que en el mismo periodo los activos solamente aumentaron un 17,7%, este incremento se dio principalmente a un aumento en los intereses de las Letras de cambio y Pagarés que se generó durante el año 2018.

También, la cantidad del pasivo total en relación al patrimonio tuvo un aumento del 14% del periodo 2017 al 2018, pasando de un 37% en el periodo 2017 a un 51% en el 2018; generando un aumento en el riesgo de la empresa, ya que en su periodo más reciente la compañía tiene una mayor dependencia de sus pasivos en relación a su capital, ocasionado por el aumento en el aporte de capital.

Adicionalmente, para el periodo 2017 la empresa logró cubrir su capacidad de cargos por intereses en un 3,8 veces con su utilidad neta generada antes de impuestos. Sin embargo, para el periodo 2018 la empresa tuvo pérdidas desde la utilidad operativa, por lo que la misma no se encuentra en capacidad de cubrir sus cargos por interés fijos, así como la cobertura de sus pagos fijos; esto debido a que la misma no está en capacidad para cubrir sus cargas financieras a partir de los resultados de operación.

#### 4.3.5 Riesgo de Liquidez

El riesgo de liquidez es cuando la empresa no puede recuperar sus activos financieros a tiempo, a un monto cercano a su valor en libros y que a su vez no esté en la capacidad de cumplir con sus obligaciones financieras cuando estas lleguen a su fecha de vencimiento.

Para administrar este riesgo, la empresa cuenta con facilidades bancarias, como las líneas de crédito, inversión, donde realiza un monitoreo constante de los flujos de efectivo, con el objetivo de establecer si requiere financiar algún descalce que pueda existir entre sus activos y pasivos.

*Tabla No. 10 Vencimientos de los activos y pasivos financieros  
Al 30 de septiembre del 2018*

En miles de colones al 2018	Nota	Valor Libros	Al día	De 1 a 30 días	De 1 a 90 días	De 1 a 180 días	De 1 a 210 días	A más de año
EFFECTOS POR PAGAR	220	432,015,140				415,537,640	16,477,500	
CUENTAS POR PAGAR	243	366,618,750	366,618,750	176,361,446				
OTROS PASIVOS	261	997,252,533	431,985					16,601,130
GASTOS ACUMULADOS	269	1,244,192,333						1,244,192,333
<b>Pasivos Financieros</b>		<b>€3,040,078,756.31</b>	<b>€367,050,735.89</b>	<b>€176,361,445.77</b>	<b>€0.00</b>	<b>€415,537,640.27</b>	<b>€16,477,500.00</b>	<b>€1,260,793,463.20</b>
CAJA Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO	15, 16	281,702,043	281,702,043					
CUENTAS A COBRAR	68, 96	168,029,546		70,071,499	4,243,706	93,714,341		
CUENTAS A COBRAR FIDEICOMISOS	143	1,239,542,549		10,923,025		1,228,619,524		
EFFECTOS A COBRAR LARGO PLAZO	172	1,778,493,352						1,778,493,352
<b>Activos Financieros</b>		<b>€3,467,767,490.07</b>	<b>€281,702,043.43</b>	<b>€80,994,523.82</b>	<b>€4,243,706.14</b>	<b>€1,322,333,865.15</b>	<b>€0.00</b>	<b>€1,778,493,351.53</b>
<b>Superavit (Deficit) neto</b>		<b>€427,688,733.76</b>	<b>(€85,348,692.46)</b>	<b>(€95,366,921.95)</b>	<b>€4,243,706.14</b>	<b>€906,796,224.88</b>	<b>(€16,477,500.00)</b>	<b>€517,699,888.33</b>

Como muestra la tabla del 2018, la empresa aumento el superávit en su valor en libros con respecto al periodo anterior, esto cuando se considera todos sus activos y pasivos. Sin embargo, si es importante mencionar que esto se debe principalmente la recuperación de sus cuentas por cobrar de los fideicomisos, los que se ingresaran a la empresa en el periodo de 1 a 180 días; aun cuando se logró una mejor administración de los recursos, ya que su periodo de recuperación fue en 6 meses; todavía se presentan descalces importantes entre periodos, lo que genera una mejora en la administración de los recursos para evitar el excesivo financiamiento a corto plazo.

*Tabla No. 11 Vencimientos de los activos y pasivos financieros*

*Al 30 de septiembre del 2017*

En miles de colones al 2017	Nota	Valor Libros	Al día	De 1 a 30 días	De 1 a 90 días	De 1 a 180 días	A más de año
EFFECTOS POR PAGAR	245	392,716,030				392,716,030	
CUENTAS POR PAGAR	260	398,565,736	194,909,365	195,077,721		8,578,650	
OTROS PASIVOS	278	1,224,101,136	754,043			1,223,347,093	
GASTOS ACUMULADOS	286	299,219,646					299,219,646
<b>Pasivos Financieros</b>		<b>€2,314,602,548.14</b>	<b>€195,663,408.53</b>	<b>€195,077,720.86</b>	<b>€0.00</b>	<b>€1,624,641,772.93</b>	<b>€299,219,645.82</b>
CAJA Y EQUIVALENTES DE EFECTIVO	15,16	33,277,654	33,277,654				
CUENTAS A COBRAR	64,93	195,780,795		117,493,513	11,556,107	66,731,175	
CUENTAS A COBRAR FIDEICOMISOS	146	734,308,585		53,544,252		680,764,333	
EFFECTOS A COBRAR LARGO PLAZO	175	1,657,254,661					1,657,254,661
<b>Activos Financieros</b>		<b>€2,620,621,695.13</b>	<b>€33,277,653.52</b>	<b>€171,037,765.05</b>	<b>€11,556,106.84</b>	<b>€747,495,508.58</b>	<b>€1,657,254,661.14</b>
<b>Superavit (Deficit) neto</b>		<b>€306,019,146.99</b>	<b>(€162,385,755.01)</b>	<b>(€24,039,955.81)</b>	<b>€11,556,106.84</b>	<b>(€877,146,264.35)</b>	<b>€1,358,035,015.32</b>

Para el periodo 2017, la empresa generó un superávit, el cual fue generando principalmente por los documentos por cobrar de fideicomisos, los cuales tienen un vencimiento mayor a 360 días, aun cuando en 3 de los periodos de recolección generó un déficit, ocasionados por las inversiones permanentes que cuenta la compañía; por lo que se debe de mejorar la administración de los recursos, ya que la empresa logró solventar el calce a un periodo superior a un año.

## Capítulo V Propuesta

Para el modelo que se plantea es necesario indicar las principales particularidades de las empresas del sector inmobiliario. A continuación, se detallan las características de las empresas que se dedican al desarrollo de condominios verticales:

- Los desarrollos de proyectos inmobiliarios se hacen por medio de administración de fideicomisos y no por medio de un cliente final.
- La empresa ejecuta un proyecto inmobiliario de una sociedad anónima dueña del proyecto inmobiliario y lleva a cabo su proceso constructivo, su desarrollo final y su proceso de comercialización; generando así en este último proceso los ingresos del proyecto inmobiliario que permiten hacer frente a los costos del Fondo inmobiliario, ganancias sobre la inversión de la sociedad dueña del proyecto, costos administrativos de la empresa desarrolladora y todo lo relacionado con el proceso constructivo.
- No se dedica a la transformación de materias primas en un producto final, por lo que partidas como Inventario o Costo de ventas no existen en sus estados financieros como el caso de las empresas comerciales y de manufactura.
- Manejan un presupuesto de ejecución para cada proyecto.

Según lo investigado no existen modelos de análisis financieros exclusivos para estas empresas, por lo que se plantea la siguiente matriz para tener las herramientas necesarias básicas para el análisis de resultados y así poder tomar decisiones en el momento oportuno.

Para la matriz de indicadores financieros para las empresas del sector inmobiliario de desarrollos verticales que se plantea se requiere que la empresa proporcione el Estado de Resultados y el Balance de Situación, de al menos dos períodos fiscales, así como también las Notas explicativas de las partidas de los estados financieros.

Lo primero que se debe hacer es realizar el Análisis Vertical y Horizontal de los resultados de los Estados Financieros, lo óptimo es evaluar los resultados en sesiones de trabajo mensualmente, y considerando los resultados propios del mes como los acumulados

del período. Con el Análisis Vertical se determina el diagrama de estructura para cada período y con esto lo que se busca es que sea más simple la lectura de las principales variaciones entre los períodos y así buscar razones de causa-efecto y sus posibles riesgos para poder actuar a tiempo y evitarlos.

Adicional se debe de desarrollar las siguientes razones financieras que son básicas para la actividad, los indicadores se evalúan contra el período anterior.

- Razones de liquidez
- Razones de rentabilidad
- Razones de Actividad
- Razones de Endeudamiento
- Razones de Riesgo de liquidez (calce de plazos)
- Razones de medición comportamiento de Fideicomisos

En especial atención hay que evaluar el calce de plazos, dado que podría tener un riesgo alto de endeudamiento con tasas de interés elevadas por falta de seguimiento del indicador.

Por otro lado, las razones de medición de comportamiento de fideicomisos son de vital importancia, no sólo llevar por separado cada fideicomiso, sino como éstos impactan de manera positiva o negativa al resultado de la operación en cuentas como Cuentas por cobrar, Ingresos, Activo Total.

Se muestra a continuación la plantilla creada para las evaluaciones:

- Análisis Vertical y Horizontal: Como se puede observar se ingresan los saldos de las cuentas, se calcula el peso de cada una versus el Ingreso Neto, para los diferentes períodos y al final de la plantilla se calcula la variación absoluta y porcentual de un período a otro

	P&L				2018 vr 2017	
	2018	% NS	2017	% NS		
Ingresos Netos	-	100.0%	-	100.0%	-	0.0%
Gastos Ventas	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Gastos Ingeniería	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Gastos Administrativos	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Gastos Dirección	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
<b>Gastos Operativos</b>	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
<b>Utilidad Bruta</b>	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Gastos Financieros Netos	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Diferencial cambiario	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Otros Gastos e Ingresos	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
<b>sub-total</b>	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
<b>Utilidad neta antes de impuestos</b>	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
Impuesto Renta	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%
<b>Utilidad neta después de impuestos</b>	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%

	2018	2017	Variación			
			Abs	%		
Efectivo y sus Equivalentes	-	0%	-	0%	-	0.0%
Cuentas por cobrar, Netas	-	0%	-	0%	-	0.0%
			-			
<b>Activos Corrientes</b>	-	0%	-	0%	-	0.0%
Propiedad, Planta y equipo, Neto	-	0%	-	0%	-	0.0%
Activos a largo plazo	-	0%	-	0%	-	0.0%
Activos Intangibles	-	0%	-	0%	-	0.0%
Gastos diferidos	-	0%	-	0%	-	0.0%
Inversiones permantes	-	0%	-	0%	-	0.0%
Otros Activos	-	0%	-	0%	-	0.0%
<b>Activos No Corrientes</b>	-	0%	-	0%	-	0.0%
<b>Activos</b>	-	0%	-	0%	-	0.0%

	2018		2017		Variación	
	Abs	%	Abs	%	Abs	%
Porción circulante deuda a LP	-	0%	-	0%	-	0.0%
Cuentas por pagar	-	0%	-	0%	-	0.0%
Impuestos por pagar	-	0%	-	0%	-	0.0%
Gastos acum. y otras oblig.	-	0%	-	0%	-	0.0%
Otros pasivos circulantes	-	0%	-	0%	-	0.0%
<b>Pasivos Corriente</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0.0%</b>
Deuda a Largo plazo	-	0%	-	0%	-	0.0%
Gastos acum. y otras oblig LP	-	0%	-	0%	-	0.0%
<b>Pasivos No Corriente</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0.0%</b>
<b>Pasivos</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0.0%</b>
Capital Social	-	0%	-	0%	-	0.0%
Aporte de Capital	-	0%	-	0%	-	0.0%
Superavit por Capital	-	0%	-	0%	-	0.0%
Superavit Libre	-	0%	-	0%	-	0.0%
Utilidades Retenidas	-	0%	-	0%	-	0.0%
Reserva Legal	-	0%	-	0%	-	0.0%
<b>Patrimonio</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0.0%</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0%</b>	-	<b>0.0%</b>

Para las razones financieras, se modeló lo mismo que el Análisis de las razones financieras se plantea una metodología similar, calcular cada una de ellas y compararlas contra el período anterior para entender el crecimiento o decrecimiento de los indicadores y así tomar decisiones de forma oportuna

RAZONES	FÓRMULAS	2018		2017		VARIACIÓN
		CÁLCULO	RESULTADO	CÁLCULO	RESULTADO	
<b>Razones de liquidez</b>						
1 Razón circulante	$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	-	-	-	-	0%
2 Razón Prueba del Ácido	$\frac{\text{Activos Corrientes} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	-	-	-	-	0%
<b>Razones de Rentabilidad</b>						
1 Margen Utilidad Bruta	$\frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ingresos Netos}}$	-	-	-	-	0%
2 Margen Neto de Utilidad	$\frac{\text{Utilidad despues de impuestos}}{\text{Ingresos Netos}}$	-	-	-	-	0%
3 Rendimiento sobre Inversión total	$\frac{\text{Utilidad despues de impuestos}}{\text{Activos Totales}}$	-	-	0	0	0%
4 Rentabilidad sobre el capital	$\frac{\text{Utilidad despues de impuestos}}{\text{Capital de Accionistas}}$	-	-	0	0	0%

RAZONES	FÓRMULAS	PERÍODO	2018		2017		VARIACIÓN
			CÁLCULO	RESULTADO	CÁLCULO	RESULTADO	
<b>Razones financieras de actividad</b>							
1 Rotación de Cuentas por Cobrar							
2 Período Medio de cobro							
3 Rotación Activo Corriente	$\frac{\text{Ingresos netos}}{\text{Activos Corrientes}}$		-	-	-	-	0%
4 Rotación Activo No Corriente	$\frac{\text{Ingresos netos}}{\text{Activos No Corrientes}}$		-	-	-	-	0%
5 Rotación Activo total	$\frac{\text{Ingresos netos}}{\text{Activos Total}}$		-	-	-	-	0%

<b>Razones de endeudamiento</b>							
1 Razón de deuda	$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$		-	-	-	-	0%
2 Razón de endeudamiento	$\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Patrimonio total}}$		-	-	-	-	0%
3 Razón de cargo de interés fijo	$\frac{\text{Utilidad neta antes de impuestos}}{\text{Gasto por interés}}$		-	-	-	-	0%

RAZONES	FÓRMULAS	PERÍODO	2018		2017		VARIACIÓN
			CÁLCULO	RESULTADO	CÁLCULO	RESULTADO	
<b>Razones de medición comportamiento de Fideicomisos</b>							
1	$\frac{\text{Ingresos Fideicomisos}}{\text{Cuentas por cobrar Fideicomisos}}$		-	-	-	-	0%
2	$\frac{\text{Cuentas por cobrar Fideicomisos}}{\text{Activo Corriente}}$		-	-	-	-	0%
3	$\frac{\text{Cuentas por cobrar Fideicomisos}}{\text{Activos Total}}$		-	-	-	-	0%
4	$\frac{\text{Documetos por Cobrar LP Fideicomisos}}{\text{Activos total}}$		-	-	-	-	0%
5	$\frac{\text{Ctas y Doc Fideicomisos}}{\text{Activos total}}$		-	-	-	-	0%

## Capítulo VI Conclusiones y recomendaciones

Las principales conclusiones que se determinaron luego del Análisis del caso realizado son:

- Para plantear un modelo de Análisis financiero es vital conocer las principales características y la forma de operar de la empresa que se está analizando.
- Referente a los descubrimientos del proyecto, se concluye que la partida referente a los fideicomisos posee una gran importancia dentro del giro de las empresas del sector inmobiliario dedicado al desarrollo de condominios verticales, ya que su forma de generar ingresos está muy enfocado a la administración de fideicomisos.
- El análisis de caso dio a conocer la forma de operar de la empresa Desarrolladora, mostrando un escenario ajustado sobre ingresos y gastos. Las Desarrolladoras funcionan como empresas administradoras de un Fondo Inmobiliario y representan a una sociedad dueña de un proyecto en análisis, estas deben buscar objetivos claros en los desarrollos que permitan una alta plusvalía a los bienes y un valor agregado al cliente final.
- En cuanto a la investigación sobre modelos de análisis financiero que se adapten a las empresas del sector inmobiliario dedicado al desarrollo de condominios verticales, a pesar de la exhaustiva indagación literaria no se encontró documentación referente a modelos específicos para estas empresas.
- Con base a los resultados obtenidos en esta investigación, se logró plantear un modelo de análisis financiero para las empresas del sector inmobiliario, con herramientas como: análisis horizontal y vertical, razones financieras, de tal manera que este modelo se ajusta a las empresas del sector inmobiliario que se especialice en la administración de fideicomisos.
- Se determinó que la administración financiera actual genera un aumento del riesgo de los activos de la compañía, esto evidenciado en la su capacidad de cargos por interés; causado principalmente por el aumento de los pasivos en el último periodo.

Por otro lado, se enlistan las principales recomendaciones del Análisis del caso:

- Aplicar con un mayor énfasis las razones financieras referentes a la medición de partidas relacionadas a Fideicomisos, descritas en la matriz de indicadores financieros expuesta en el proyecto.
- Emplear el modelo de análisis financiero para aquellas empresas del sector inmobiliario dedicado al desarrollo de condominios verticales; con el propósito de obtener una mejor administración financiera de sus recursos y lograr tener una recuperación del calce financiero en un periodo más corto.
- Proyectar un presupuesto operativo anual o semestral, como herramienta de medición en la gestión administrativa de la empresa, esto permitirá establecer los objetivos muy claros de la empresa y una sana gestión del gasto. Las herramientas de medición del gasto deben ser controladas y se deben revisar de manera periódica.

## Bibliografía

- Abarca Camacho , M. (01 de January de 2019). *http://revistaconstruir.com/sector-inmobiliario-llevara-la-delantera-este-ano-costa-rica/*. Obtenido de <http://revistaconstruir.com/sector-inmobiliario-llevara-la-delantera-este-ano-costa-rica/>
- Araya , A. (14 de Enero de 2016). *La nación*. Obtenido de <https://www.nacion.com/economia/negocios/monte-del-barco-desarrollara-hotel-en-guanacaste-junto-a-cadena-rosewood-hotel-resorts/AUB2CNKOJBELPH6R53QOYOXYHA/story/>
- Arevalo, K., & Patrano, E. (2019). *Propuestas para el mejoramiento de la gestion financiera. Caso de estudio Inmobiliarias de Guayaquil*. Guayaquil: Revista Publicando.
- Arias , J. (8 de Marzo de 2019). *CRHOY.COM*. Obtenido de <https://www.crhoy.com/nacionales/oferta-privada-de-aldea-fue-la-que-provoco-lio-financiero/>
- BCCR. (2019). *Banco Central de Costa Rica*. Obtenido de Principales Variables Macroeconomicas: <https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/fmVerCatCuadro.aspx?idioma=1&CodCuadro=%202980><https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/fmVerCatCuadro.aspx?idioma=1&CodCuadro=%202980>
- BCCR. (2019). *Tasa Básica Mensual*. Obtenido de Banco Central de Costa Rica: <https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/fmVerCatCuadro.aspx?idioma=1&CodCuadro=%20592>
- Cámara Costarricense de la Construcción*. (Diciembre de 2018). Obtenido de Cámara Costarricense de la Construcción: <https://www.construccion.co.cr/Multimedia/Archivo/6341>
- Cauas, D. (s.f.). *Definicion de las variables, enfoque y tipo de investigacion*. Obtenido de Definicion de las variables, enfoque y tipo de investigacion: [webjam-upload.s3.amazonaws.com/apuntesinvest\\_cauas\\_\\_1539\\_\\_.pdf](https://s3.amazonaws.com/apuntesinvest_cauas__1539__.pdf)
- Chacón, V. (29 de Agosto de 2017). *Inversión Inmobiliaria*. Recuperado el 10 de Abril de 2019, de <https://www.inversioninmobiliariacr.com/es/finanzas/item/1090-fondos-inmobiliarios-en-costa-rica-conozcalos-antes-de-invertir-en-ellos>

- Daher, A. (01 de 09 de 2013). *Scielo*. Recuperado el 01 de 03 de 2019, de [https://scielo.conicyt.cl/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0250-71612013000300003&lng=en&tlng=en](https://scielo.conicyt.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0250-71612013000300003&lng=en&tlng=en)
- Fernandez, E., & Chacón, D. (2019). *Inversión Mobiliaria*. Obtenido de <https://www.inversioninmobiliariacr.com/es/noticias/noticias-nacionales/item/1380-que-se-espera-del-sector-inmobiliario-en-costa-rica-para-el-2018>
- García Padilla , V. (2015). *Análisis Financiero un enfoque integral*. México: Grupo Editorial Patria S.A.
- Gitman, L. J. (2007). *Principios de Administración Financiera*. Mexico: Pearson Educación.
- González, P., Turmo, J., & Villaronga, E. (2006). *La Valoración Inmobiliaria*. Madrid: WOLTERS KLUWER ESPAÑA S.A.
- INEC. (2019). *Indice de precios al consumidor*. Obtenido de Instituto Nacional de Estadísticas y Censos: <http://www.inec.go.cr/sistema-de-consultas>
- INEC. (01 de 3 de 2019). *Instituto Nacional de Estadística y Censo*. Obtenido de <http://www.inec.go.cr/sistema-de-consultas>
- INFOBAE. (8 de Junio de 2015). *INFOBAE*. Recuperado el 29 de marzo de 2019, de INFOBAE: <https://www.infobae.com/2015/06/08/1734024-como-funciona-el-fideicomiso-inmobiliario/>
- Inversión Inmobiliaria. (15 de Febrero de 2019). *Inversión Inmobiliaria*. Obtenido de Inversión Inmobiliaria CR: <https://www.inversioninmobiliariacr.com/es/noticias/noticias-nacionales/item/1763-desarrolladores-ofrecen-mas-de-200-proyectos-habitacionales-en-expo-construccion-y-vivienda-2019>
- Jiménez Céspedes, R. A. (2016). De la urbanización a la intervención urbana estratégica: Instrumentos de planificación intermedia en Costa Rica. *Revistarquis*, 8-16.
- Luna, N. (18 de 01 de 2018). *Entrepreneur*. Obtenido de Entrepreneur: <https://www.entrepreneur.com/article/307240>
- Mendoza, M. B. (2018). *Eumed*. Obtenido de Eumed: <http://www.eumed.net/libros-gratis/2013/1252/estabilidad-economica-inflacion.html>
- Ministerio de Hacienda Chile. (2018). *Ministerio de Hacienda Chile*. Obtenido de hacienda.cl: <http://www.hacienda.cl/glosario/pib.html>

- Neyssa Calvo. (21 de Marzo de 2017). *Urbanizadora La Laguna Celebra 50 años*. Obtenido de LaNacion.com: <https://www.nacion.com/somos-celebres/en-vitrina/urbanizadora-la-laguna-celebra-50-anos/2HETENBRBZFBV3LEIFTSFUV7XUU/story/>
- Olabuénaga, J. I. (2012). *Metodología de la investigación cualitativa*. Bilbao.
- Ortiz, G. (2015). *Técnicas de investigación cuantitativa y cualitativa*.
- Padilla, M. C. (2012). *Gestión Financiera*. Bogotá: ECOEDICIONES.
- Parkin, M. (2007). *Macroeconomía*. México: Pearson Educación .
- Quaglia, M. S. (2008). El Fideicomiso Ordinario como alternativa. [https://repositorio.uesiglo21.edu.ar/bitstream/handle/ues21/12429/TFG\\_\\_Marina\\_2008.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.uesiglo21.edu.ar/bitstream/handle/ues21/12429/TFG__Marina_2008.pdf?sequence=1&isAllowed=y).
- Ramos, S. E. (2017). Propuesta de Inversión de Capital en Gardini Inversiones de Centroamerica S.A. conforme con un modelo de optimización de rentabilidad y la gestión del riesgo financiero del sector inmobiliario costarricense para el tercer cuatrimestre del año 2017. San José, San José, Costa Rica.
- Redacción Inversión Inmobiliaria. (16 de Abril de 2018). *Inversion Inmobiliaria CR*. Obtenido de Inversion Inmobiliaria CR Sitio WEB: <https://www.inversioninmobiliariacr.com/es/mercado-inmobiliario/residencial/item/1371-inversion-assertiva>
- Rodriguez, O. (2018). *Nacion*. Obtenido de Inflación de Costa Rica fue de 2,21% en los últimos 12 meses: <https://www.nacion.com/economia/indicadores/inflacion-de-costa-rica-fue-de-221-en-los/QBWSGDLGCZDF5E6Q3AXG3G2YXI/story/>
- Ruiz, G. (5 de Abril de 2019). *CRHOY.COM*. Obtenido de <https://www.crhoy.com/nacionales/aldesa-adeuda-10-millones-a-30-asociaciones-solidaristas/>
- Sabino, C. (2014). *El proceso de investigación*. Guatemala: Episteme.
- Salas, S. G. (2014). Elaboración de un modelo de evaluación financiera de un proyecto inmobiliario habitacional. San Pedro, San José, Costa Rica.
- Salas, T. (2016). *Análisis y diagnóstico financiero: Ampliada y actualizada*. San José, C.R: Guayacán Centroamericana S.A.

Siu Lanzas , M. (11 de Abril de 2019). *Diario Extra*. Obtenido de <http://www.diarioextra.com/Noticia/detalle/384293/aldesa-entra-en-mora-con-la-caja-y-hacienda>

Siu Lanzas , M. (11 de Abril de 2019). *Diario Extra*. Obtenido de <http://www.diarioextra.com/Noticia/detalle/384704/monte-del-barco-debe-%C2%A2212-mills-en-impuestos-municipales>

SUGEVAL. (2010). *Superintendencia General de Valores*. Recuperado el 10 de Abril de 2019, de <https://www.sugeval.fi.cr>

Superintendencia General de Valores. (8 de 11 de 2018). *SUGEVAL*. Recuperado el 10 de 4 de 2019, de <https://www.sugeval.fi.cr/normativa/Paginas/LeyReguladoradelMercado.aspx>

## Apéndices

### Apéndice No.1

#### Entrevista Abierta aplicada al Presidente y Gerente General

- 1 ¿Qué indicadores financieros ha utilizado en su experiencia para medir la sanidad de las finanzas del negocio?
- 2 ¿Cada cuánto evalúan los indicadores y revisan Resultados?
- 3 En su experiencia, ¿cuál considera que es la mejor manera de segmentar los clientes, tienen algún modelo, y en qué herramienta utilizan?
- 4 Viendo los resultados que no alcanzan el punto de equilibrio y que llevan 2 años consecutivos con pérdidas, deteriorándose los indicadores en mayor grado en el 2018, ¿cuál es la expectativa de ellos y qué acciones han implementado en el 2019 para mitigar los resultados?

## Apéndice No.2

### Entrevista Abierta aplicada a Contador General

1. Por dos períodos consecutivos se presentan pérdidas, con un deterioro representativo de los indicadores en mayor grado en el período 2018, ¿de acuerdo con lo anterior cuál es la expectativa de la empresa y qué acciones han implementado en el 2019 para mitigar los resultados?
2. ¿Cuál es la naturaleza de las cuentas por cobrar de los estados financieros?
3. ¿La empresa posee un presupuesto operativo?
4. ¿Tienen proyecciones para confeccionar flujos de efectivo?
5. ¿Cuál es la figura del Fideicomiso dentro de la empresa?

### Apéndice No.3

Entrevista abierta aplicada a Abogado experto en Leyes inmobiliarias

1. ¿Qué es la figura del fideicomiso inmobiliario, que actores participan y cuál es su importancia en el mercado inmobiliario?
2. ¿Qué papel posee la SUGEVAL en los Fondos Inmobiliarios?
3. ¿Existen leyes que regulen el mercado inmobiliario?

## Apéndice No.4

RAZONES	FÓRMULAS	PERÍODO	2018		2017		VARIACIÓN
			CÁLCULO	RESULTADO	CÁLCULO	RESULTADO	
<b>Razones de liquidez</b>							
1 Razón circulante	<u>Activos Corrientes</u> Pasivos Corrientes		1,689.38 801.30	2.11	963.37 792.39	1.22	73%
2 Razón Prueba del Ácido	<u>Activos Corrientes - Inventarios</u> Pasivos Corrientes		1,689.38 801.30	2.11	963.37 792.39	1.22	73%

<b>Razones de Rentabilidad</b>							
1 Margen Utilidad Bruta	<u>Utilidad Bruta</u> Ingresos Netos	-	221.39 812.12	-27%	234.23 1,106.05	-21%	-6%
2 Margen Neto de Utilidad	<u>Utilidad despues de impuestos</u> Ingresos Netos	-	17.92 812.12	-2%	3.28 1,106.05	0%	-3%
3 Rendimiento sobre Inversión total	<u>Utilidad despues de impuestos</u> Activos Totales	-	17.92 5,031.91	0%	3,281,331.92 4,275,982.11	0%	0%
4 Rentabilidad sobre el capital	<u>Utilidad despues de impuestos</u> Capital de Accionistas	-	17.92 1,277.81	-1%	3,281,331.92 980,378.34	0%	-2%

RAZONES	FÓRMULAS	PERÍODO	2018		2017		VARIACIÓN
			CÁLCULO	RESULTADO	CÁLCULO	RESULTADO	
<b>Razones financieras de actividad</b>							
1 Rotación de Cuentas por Cobrar							
2 Período Medio de cobro							
3 Rotación Activo Corriente	<u>Ingresos netos</u> Activos Corrientes		812.12 1,689.38	0.48	1,106.05 963.37	1.15	-58%
4 Rotación Activo No Corriente	<u>Ingresos netos</u> Activos No Corrientes		812.12 3,342.53	0.24	1,106.05 3,312.62	0.33	-27%
5 Rotación Activo total	<u>Ingresos netos</u> Activos Total		812.12 5,031.91	0.16	1,106.05 4,275.98	0.26	-38%

RAZONES	FÓRMULAS	PERÍODO	2018		2017		VARIACIÓN
			CÁLCULO	RESULTADO	CÁLCULO	RESULTADO	
<b>Razones de endeudamiento</b>							
1 Razón de deuda	<u>Pasivo Total</u> Activo Total		3,040.08 5,031.91	60%	2,314.60 4,275.98	54%	6%
2 Razón de endeudamiento	<u>Pasivo Total</u> Patrimonio total		1,017.81 1,991.83	51%	720.38 1,961.38	37%	14%
3 Razón de cargo de interés fijo	<u>Utilidad neta antes de impuestos</u> Gasto por interés	-	17.92 126.19	-14.2%	5.52 144.01	3.8%	-18%

RAZONES	FÓRMULAS	PERÍODO	2018		2017		VARIACIÓN
			CÁLCULO	RESULTADO	CÁLCULO	RESULTADO	
<b>Razones de medición comportamiento de Fideicomisos</b>							
1	Ingresos Fideicomisos Cuentas por cobrar Fideicomisos		480.41 734.31	65%	736.37 555.65	133%	-67%
2	Cuentas por cobrar Fideicomisos Activo Corriente		734.31 1,689.38	43%	555.65 963.37	58%	-14%
3	Cuentas por cobrar Fideicomisos Activos Total		734.31 5,031.91	15%	555.65 4,275.98	13%	2%
4	Documetos por Cobrar LP Fideicomisos Activos total		1,302.55 5,031.91	26%	2,118.89 4,275.98	50%	-24%
5	Ctas y Doc Fideicomisos Activos total		2,036.86 5,031.91	40%	2,674.53 4,275.98	63%	-24%