

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



**“INCIDENCIA DEL TIPO DE ADMINISTRACIÓN EN LA
ESTRUCTURA FINANCIERA DE INALECSA S.A.ö**

TESIS DE GRADO

Previa a la obtención del Título de:

MAGISTER EN FINANZAS

Presentado por:

LEONELA MARÍA SARMIENTO CAJAS.

BELLA STEPHANIA SUAREZ DELGADO.

Guayaquil ó Ecuador

2015

TRIBUNAL DE TITULACIÓN

Ph.D. Katia Rodríguez.
PRESIDENTE DEL TRIBUNAL

Ph.D. Pedro Zanzzi D.
DIRECTOR DE TESIS

M.Sc. Jaime Solórzano.
REVISOR 1

Mgstr. Martha Aguilar G.
REVISOR 2

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, me corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la
ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Leonela María Sarmiento Cajas

Bella Stephanía Suárez Delgado

AGRADECIMIENTO

A Dios, por ser mi guía y estar a mi lado en cada momento de mi vida, dándome la fortaleza, sabiduría y constancia para lograr las metas que me propongo cada día.

A mis padres, por darme ese impulso y ser el motor que me motiva siempre a dar lo mejor de mí, en especial a mi madre por ser mi amiga y mi apoyo incondicional.

A mi Tutor de Tesis, Ph.D. Pedro Zanzzi Díaz, por brindarme su conocimiento y asesoría en la realización de ésta Tesis.

Y a todas aquellas personas que de alguna u otra manera me han brindado sus consejos y buenos deseos a lo largo de toda mi vida.

Leonela María Sarmiento Cajas.

AGRADECIMIENTO

Agradezco primero a Dios por darme la vida.

A mis padres y a mi familia por su apoyo incondicional.

*A mi hija Kamila, por su espera en los largos fines de semana de clases y
recibirme siempre con sus brazos abiertos.*

*A nuestro Tutor de Tesis, Ph.D. Pedro Zanzzi Díaz, por su gran apoyo en la
elaboración de ésta Tesis.*

*Y a mi compañera Leonela Sarmiento por su perseverancia, dedicación y
responsabilidad.*

Bella Stephania Suárez Delgado.

INDICE GENERAL

TRIBUNAL DE TITULACIÓN.....	ii
DECLARACIÓN EXPRESA.....	iii
AGRADECIMIENTO	ivv
INDICE GENERAL	v
RESUMEN.....	viii
INDICE DE GRÁFICOS	ix
INDICE DE CUADROS.....	x
1. INTRODUCCIÓNí í í í í í í í í í í í í í í í	1
1.1. Antecedentes y Justificaciones de la Investigacióní í í í í í í í í í í í í í í í	1
1.2. Definición del Problemaí	4
1.3. Objetivos de la Investigacióní	7
1.3.1. Objetivo Generalí	7
1.3.2. Objetivos Específicosí	8
1.4. Alcance de la Investigacióní	8
2. MARCO DE REFERENCIAí	9
2.1. Conceptos Básicos y Clase de Administración y Riesgo de Empresas Familiares y no Familiaresí	9
2.1.1. Concepto y Tipos de Administracióní	10
2.1.2. Concepto y Tipos de Riesgoí	12
2.2. Diferencia entre Empresas Familiares y no Familiaresí	15
2.3. Revisión de Trabajos previosí	16
3. METODOLOGÍAí	19
3.1. Métodos Financieros de Análisisí	20
3.1.1. Indicadores Financierosí	20
3.1.2. Trend Análisisí	24
3.2. Métodos de Valoración de la Firmaí	24
3.2.1 Definición y Objetivos de la Valoración de la Firmaí	24
3.2.2 Métodos de Valoracióní	25
3.2.3 Método de Análisis de Valoración seleccionado ó Justificacióní	26
3.2.4 Descripción del Modelo de Valoración de la Firmaí	27
3.3. Levantamiento de Datosí	28
3.4. Variables e Hipótesis Testeadasí	29
4. ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOSí	30
4.1. ¿Por Qué se eligió Inalecsa S.A. para este estudio?.....	30
4.1.1. Historia de Inalecsa S.A.í	30
4.1.2. Logros de Inalecsa S.A. y elección de Arca como adquirienteí	32
4.1.3. Interpretación de Resultadosí	32
4.2. ¿Dejó Inalecsa S.A. de ser una empresa Familiar?.....	33
4.2.1. Interpretación de Resultadosí	33
4.3. Análisis de la Dirección Estratégicaí	34
4.3.1. El Consejo Directivo y Estratégicoí	34
4.3.2. La Dirección Departamental y los Mandos Mediosí	34
4.3.3. Interpretación de los Resultadosí	35
4.4. Análisis FODAí	36
4.4.1. Interpretación de Resultadosí	38
4.5. Análisis del Entornoí	52
4.5.1. Interpretación de Resultadosí	53
4.6.1. Evolución de Ingresosí	57

4.6.2. Evolución del Costo de Ventas	58
4.6.3. Evolución de los Gastos Operacionales	59
4.6.4. Evolución de la Utilidad Neta	60
4.6.5. Evolución de la Estructura Financiera	61
4.6.6. Evolución de Activos	61
4.6.7. Evolución de la Estructura de Pasivos	63
4.6.8. Evolución del Patrimonio	65
4.6.9. Interpretación de Resultados	66
4.7. Análisis Interno de Riesgo	67
4.7.1. Interpretación de Resultados	68
4.8. Análisis de Indicadores Financieros	69
4.8.1. Margen Bruto, Operacional y Neto	69
4.8.2. EBIDTA	69
4.8.3. Otros Indicadores Financieros	70
4.8.4. Interpretación de Resultados	71
4.9. Análisis Comparativo de Indicadores con otras Empresas del Sector	71
4.9.1. Interpretación de Resultados	72
4.10. Valoración Financiera de Inalecsa	73
4.10.1. Valoración Proyectada bajo Gestión Familiar	74
4.10.2. Valoración Proyectada bajo Gestión no Familiar	79
4.10.3. Interpretación de Resultados	83
4.11. Limitaciones y Discusión de los Resultados obtenidos	84
5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	85
BIBLIOGRAFÍA	87
ANEXOS	95

RESUMEN

El tema de estudio pretende mostrar un análisis completo acerca del desempeño de la empresa Familiar y la incidencia en su estructura financiera ante el cambio de gestión y su tipo de administración en una empresa presidida por un entorno familiar y que luego pasó a ser adquirida por una empresa que es gestionada por personas ajenas al vínculo familiar; cómo influye este cambio sobre su valor financiero, su capacidad de inversión y los niveles de rentabilidad durante las dos administraciones.

Por ello se ha escogido a Inalecsa S.A. una de las grandes empresas familiares ecuatorianas que nació en el año 1972, y que a finales del año 2012 fue vendida al Grupo Mexicano Arca Continental.

Es así, que la presente Tesis aplicará la metodología de valoración de la Firma antes y después de la venta de Inalecsa S.A., además del cálculo de indicadores financieros y un análisis de tendencia. Se utilizarán los datos financieros históricos de la empresa, con mayor énfasis en el estudio de los periodos 2012 y 2014 que corresponden al periodo de transición (proceso de adquisición y cambio de administración) y luego un periodo de dos años después de la nueva gestión (No Familiar).

La Tesis se ha dividido en cinco capítulos. En el capítulo uno se define a la empresa familiar, su modelo organizativo y las amenazas a las que se ven enfrentadas. En el capítulo dos se pretende analizar estudios similares que examinan técnicas comparativas de empresas de tipo familiar y no familiar, su expansión y continuidad; las principales diferencias entre la empresa familiar y no familiar, así como los tipos de administración y los riesgos que enfrentan. En el capítulo tres se desarrolla la metodología, realizando un detalle amplio sobre los principales métodos de valoración, análisis financieros e indicadores. En el capítulo cuatro se realizó un estudio detallado del entorno tanto interno como externo de Inalecsa S.A., la evolución de las cifras financieras de la empresa y la valoración de la firma con la respectiva estimación de flujos futuros, tasas de descuentos y valores residuales. Finalmente en el capítulo cinco las conclusiones y recomendaciones de la Tesis realizada.

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 Medida del Rendimiento en la Empresa Familiar	18
Gráfico 4.1 Entorno General y Macroeconómico de la Empresa	38
Gráfico 4.2 Evolución del Precio del Petróleo OPEP 2015	40
Gráfico 4.3 Producto Interno Bruto - Variación Anual	41
Gráfico 4.4 Inflación Anual	41
Gráfico 4.5 Inflación Internacional (<i>Porcentajes, Abril 2015</i>)	42
Gráfico 4.6 Balanza Comercial	43
Gráfico 4.7 Sistema Financiero Nacional: Volumen de Crédito Enero a Abril de cada Año (Millones de Usd)	44
Gráfico 4.8 Evolución Tasas de Interés	45
Gráfico 4.9 Índices de Precios de Principales Commodities 2011-2015	46
Gráfico 4.10 Índice Mensual de la FAO para Precios de Alimentos Internacionales (Por Grupos)	46
Gráfico 4.11 Evolución de Indicadores Laborales: Total Urbano	48
Gráfico 4.12 Pobreza y Extrema Pobreza Urbana	49
Gráfico 4.13 Índices de Competitividad Global	50
Gráfico 4.14 Factores en el Ecuador que inciden para hacer Negocios	50
Gráfico 4.15 Evolución de Ingresos (En Millones de Dólares)	58
Gráfico 4.16 Evolución del Costo de Ventas (En Millones de dólares)	59
Gráfico 4.17 Evolución de Gastos Operacionales (En Millones de dólares)	59
Gráfico 4.18 Evolución y Composición de Gastos Operacionales (En Millones de dólares)	60
Gráfico 4.19 Evolución de Utilidad Neta (En Millones de dólares)	60
Gráfico 4.20 Evolución Estructura Financiera (En Millones de dólares)	61
Gráfico 4.21 Evolución y Composición de Activos (En Millones de dólares)	61
Gráfico 4.22 Evolución y Composición de Activos Corrientes (En Millones de dólares)	62
Gráfico 4.23 Evolución de Activo Fijo Neto (En Millones de dólares)	63
Gráfico 4.24 Evolución y Composición de Pasivos (En Millones de dólares)	63
Gráfico 4.25 Evolución del Capital de Trabajo Neto (En Millones de dólares)	64
Gráfico 4.26 Evolución y Composición de Pasivos Corrientes (En Millones de dólares)	64
Gráfico 4.27 Evolución y Composición de Pasivos No Corrientes (En Millones de dólares)	65
Gráfico 4.28 Evolución y Composición del Patrimonio (En Millones de dólares)	65
Gráfico 4.29 Evolución de Márgenes	69
Gráfico 4.30 Evolución EBITDA \$-%	70

INDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1	Presencia de la Empresa Familiar en el Mundo*	1
Cuadro 1.2	Principales Datos de las Empresas del Ecuador	2
Cuadro 1.3	Definición de Empresas Familiares	6
Cuadro 2.1	Categorías de Riesgo	12
Cuadro 2.2	Tipos de Riesgo en la Empresa Familiar	14
Cuadro 3.1	Partidas que intervienen en la generación Flujos de Efectivos a las Empresas	27
Cuadro 3.2	Descripción de Variables	29
Cuadro 4.1	Detalle de Accionistas	33
Cuadro 4.2	Composición de la Población: Total Nacional	47
Cuadro 4.3	Evolución de Indicadores Laborales: Total Urbano	48
Cuadro 4.4	Histórico en Ventas - Inalecsa S.A.	55
Cuadro 4.5	Crecimiento Anual - Inalecsa S.A.	56
Cuadro 4.6	Generación de Empleo Anual	57
Cuadro 4.7	Razones Financieras	70
Cuadro 4.8	Indicadores Comparables con Compañías del Sector	72
Cuadro 4.9	Elaboración de Supuestos para proyectar los Flujos de Caja (Administración Familiar)	75
Cuadro 4.10	Estimación de la Tasa de Descuento	76
Cuadro 4.11	Cuenta de Resultados Proforma	77
Cuadro 4.12	Estimaciones del Flujo de Caja del Periodo de Planificación 2015-2019 (FFCF) Administración Familiar	77
Cuadro 4.13	Estimación del Valor Residual de los Flujos de Caja	78
Cuadro 4.14	Cálculo Valor Financiero Inalecsa S.A. (Administración Familiar)	79
Cuadro 4.15	Elaboración de Supuestos para proyectar los Flujos de Caja (Administración No Familiar)	80
Cuadro 4.16	Estimación de la Tasa de Descuento	81
Cuadro 4.17	Cuenta de Resultados Proforma	81
Cuadro 4.18	Estimaciones del Flujo de Caja del Periodo de Planificación 2015-2019 (FFCF) Administración No Familiar	81
Cuadro 4.19	Ahorros Fiscales Proyectados por 5 Años	82
Cuadro 4.20	Estimación del Valor Residual de los Flujos de Caja	82
Cuadro 4.21	Estimación del Valor Residual de los Ahorros Fiscales	82
Cuadro 4.22	Cálculo Valor Financiero Inalecsa S.A. (Administración No Familiar)	83

1. INTRODUCCIÓN

Debido al rol importante que cumple la empresa familiar no sólo en la economía nacional sino también en el plano internacional, se ha prestado vital interés en el análisis de la estructura financiera de la misma a partir de la incidencia en el cambio de su administración al momento que pasa a ser gestionada por una empresa no familiar; el presente estudio propone investigar las diferencias entre ambas tales cómo su desempeño o eficiencia en la toma de decisiones, planeación estratégica de gestión (contables y financieras), nivel de rentabilidad y valoración financiera.

Para ello es importante tener definido lo que comprende una empresa familiar.

1.1 ANTECEDENTES Y JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.

El concepto de empresa familiar ha sido uno de los aspectos sobre los que más se ha escrito, y es posible encontrar en la literatura una amplia gama de definiciones y concepciones de la misma (Casillas, Díaz & Vásquez, 2005).

Cuadro 1.1 Presencia de la empresa familiar en el mundo*

PAIS	FUENTE DE LOS DATOS	% DE EMPRESAS FAMILIARES	PARTICIPACIÓN EN EL PIB	CONTRIBUCIÓN AL EMPLEO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES
AMÉRICA				
Argentina	Perkins (2003)	65%		
Brasil	Bernhoeft Consulting Group, 2002	90%	65%	
Chile	Martínez, 1994	75%	50% - 70%	
Canadá	Deloitte y Touche, 1999		45%	
EEUU	Astrachan y Shanker, 1996	96%	40%	60%
EUROPA				
Alemania	Klein, 2000	60%	55%	58%
	Family Business International Monitor 2008	79%		44%
Bélgica	Crijns, 2001	70%	55%	
Chipre	Poutziouris, 2002	80%		
Dinamarca	Sorenson, -Veaceslav y Lehtinen, 2001		45%	
España	Gallo; Cappuyns y Estapé, 1995	75%	65%	
	Family Business International Monitor 2008	85%		42%
Finlandia	Veaceslav y Lehtinen, 2001	80%	40% - 45%	
	Family Business International Monitor 2008	91%		41%
Francia	ASMEP/GEEF	>60%	>60%	45%
	Family Business International Monitor 2008	83%		49%
Gran Bretaña	Poutziouris, 2003	70%	>50%	
	Family Business International Monitor 2008	65%		31%
Grecia	Poutziouris, 2002	80%		
Holanda	Flóren, 1998	74%	54%	43%
	Family Business International Monitor 2008	61%		31%
Irlanda	Sunday Business Post, April 9, 1995			40% - 50%

Cuadro 1.1 Presencia de la empresa familiar en el mundo*

PAIS	FUENTE DE LOS DATOS	% DE EMPRESAS FAMILIARES	PARTICIPACIÓN EN EL PIB	CONTRIBUCIÓN AL EMPLEO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES
Islandia	National Economic Institute, 2001		47%	
Italia	Corbetta, 1995	93%		79%
	Family Business International Monitor 2008	73%		52%
Polonia	Niedbala, 2002	50% - 80%	35%	
Portugal	Regojo, 1997	70%	60%	
Suecia	Emiling, 2000	79%		
	Family Business International Monitor 2008	79%		61%
AUSTRALIA				
Australia	Smyrnios; Romano y Tanewski, 1997	75%	50%	50%
ASIA				
India	CMIE; National Income Statistics, 2000		65%	75%
Indonesia	Faustine, 2001		82%	
AFRICA				
Sin datos				

Fuente: Tápies, J. (2011).

En un estudio realizado por el IDE (2007), en el Ecuador el 89% de las empresas son Familiares, representan el 93% del empleo formal y un 51% del PIB. En tanto que el 77% de las 500 más grandes del Ecuador son Familiares, las empresas no Familiares, se encuentran en su mayoría (96% de los casos) ubicadas en las Provincias de Pichincha y Guayas, y son de gran tamaño.

Cuadro 1.2 Principales datos de las Empresas del Ecuador		
Número de Empresas	Familiares	No Familiares
% sobre total de empresas Grandes	77%	23%
% sobre total de PYMES	90%	10%
% sobre total de Microempresas	100%	0%
% sobre total empresas (estimado)	89%	11%
Empleo		
# de empleos formales estimados (millones)	1,6	0,1
% Empleo Formal	93%	7%
Rentabilidad		
Rent. Neta	3%	8%
ROE	13%	23%
ROA	5%	9%
Ventas		
Variación ventas (prom 5 años)	25%	25%
Variación ventas (último año)	22%	31%
% respecto al PIB (solo empresas grandes)	51%	27%
% respecto a las ventas de 500 empresas más grandes (2005)	65%	35%
% respecto a las ventas de 500 empresas más grandes (1996)	75%	25%

Fuente: IDE Revista Perspectiva. (2007)

Éstos índices enfocan al perfil de empresas familiares como una pieza fundamental para la economía del país (Doyle, 2014); donde las cifras de sobrevivencia de las empresas familiares, al traspasar de una generación a la siguiente, no son nada alentadoras. ¿Es así que siendo las empresas familiares una pieza fundamental para la economía de un país, el promedio en que sobreviven hasta la segunda generación es de un 30% y tan solo un 15% hasta la tercera generación? (Rodríguez, 1997).

Las empresas familiares, como cualquier otra organización, cuentan con una serie de órganos que las gobiernan marcándoles un rumbo e imprimiéndoles un orden lógico (Omaña & Briceño, 2013); a su vez las empresas familiares poseen un ciclo de vida igual que las empresas que no lo son; éstas nacen, crecen y mueren, pero quizás mueren más y antes que las empresa no familiares por su propia complejidad, ya que, junto a los desafíos de la gestión empresarial como tal, tienen que afrontar los retos que nacen de la complejidad de las relaciones familiares solapadas y sobrepuestas sobre la gestión de la empresa (Felairán, 2005).

Las empresas familiares suelen realizar 2 tipos de prácticas financieras: autofinanciamiento, lo cual implica que las inversiones no se realicen hasta que no se haya conseguido financiamiento interno, y como segundo tipo de práctica se encuentra la resistencia para acudir al mercado de capitales, por el temor a incluir como propietarios a personas ajenas a la familia; esto las pudieran llevar a la quiebra (Giménez, 2002).

Las empresas familiares fracasan porque, con mucha frecuencia, sus directivos no toman las decisiones adecuadas para garantizar la vitalidad de sus firmas en un mundo siempre cambiante y cada día más complejo (Danco, 1980); y es claro percibir que las empresas familiares enfrentan amenazas para mantener su gestión y crecimiento a largo plazo de sus firmas (Ward, 1994):

- 1) Madurez del ciclo de vida de la empresa y aumento de la competencia.
- 2) Capital limitado para financiar las necesidades de la familia y las necesidades de crecimiento de la empresa.
- 3) Debilidad del liderazgo empresarial de la siguiente generación.
- 4) Inflexibilidad y resistencia al cambio del líder emprendedor.
- 5) Conflictos entre los sucesores hermanos.
- 6) Metas, valores y necesidades familiares dispares.

En el paso de una generación a otra se producen muchos cambios tanto en la empresa como en las relaciones familiares, siendo en éstos momentos cuando muchas empresas familiares no sobreviven a ésta situación provocando su desaparición (Rienda & Pertusa, 2002).

Refieren que menos de la tercera parte de estas empresas superan el primer cambio generacional y de ellas ni siquiera la mitad se mantienen en la tercera.

Otro de los retos a los que las empresas familiares se enfrentan es el tener poca visión de internacionalizarse (Zunino, 2007), además de verse presionada a romper el molde paternalista, que le da mayor prioridad a la autoridad familiar y menos atención a la capacidad profesional (Longenecker, Moore & Petty, 2001).

Esto da lugar a evidenciarse en el modelo organizativo de la *empresa familiar*, un condicionamiento a la esfera familiar, y ligada al dominio de los criterios familiares sobre los empresariales, centralizado y orientado a una gestión personalista (Felairán, 2005).

Por ello se hace elemental realizar trabajos de investigación como el presente tema de estudio que aporten en el Ecuador al análisis en la transición de una empresa familiar a no familiar; que muestre cómo se desempeñan las empresas familiares en su administración y la incidencia en varios aspectos financieros de la institución, así como en su gestión.

Además de realizar un análisis del valor económico de una empresa familiar en transición a no familiar, a fin de conocer y comparar la influencia antes y post venta de la empresa en su estructura financiera.

Lo que contribuye en la toma de decisiones en empresas familiares y para futuras inversiones extranjeras que agreguen valor a la empresa y a su vez fortalezca al desarrollo económico del país.

1.2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

Una empresa familiar es la que pertenece, está dirigida o gobernada por una familia; donde la peculiaridad no es la estructura organizativa, ni su forma jurídica, sino que pertenece a una familia que la gobierna y ejerce el control en la toma de decisiones, (José Carlos Casillas et al, 2014); es decir, tiene suficiente representación para influir en las decisiones de gobierno corporativo, pudiendo o no intervenir en la gestión del día a día, (Tápies, 2005).

Para Leach (1993), la empresa familiar es aquella que está influenciada por una familia o por un vínculo familiar. En el caso más evidente, la familia como entidad puede controlar efectivamente las operaciones de la empresa porque posee más del 50% de las acciones o porque miembros de la familia ocupan importantes posiciones en la gerencia.

Y es que las empresas familiares se caracterizan por ser òun negocio regulado y/o gestionados con la intención de dar forma y llevar a cabo la visión de la empresa en manos de una coalición dominante controlado por miembros de una misma familia o un pequeño número de familias en una manera potencialmente sostenible en toda generación de la familia o familiasö (Chua et al., 1999).

Chrisman et al., (2005) considera que las empresas familiares son únicas, debido al componente principal que las caracteriza de integrarse por miembros de la familia en la propiedad, gestión y sucesión generacional.

La organización formada en 1997 por un grupo de asociaciones europeas de empresas familiares más conocida como Grupo Europeo de Empresas Familiares (GEEF) o European Family Business, propuso en el 2008 un claro concepto que permite reconocer independiente de su tamaño a una empresa de tipo familiar si (Tapies, 2011):

1. La mayoría de los votos son propiedad de la persona o personas naturales que fundó o fundaron la compañía, o son propiedad de la persona natural que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa; o son propiedad de sus esposas, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s) o herederos directos del hijo(s).

2. La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta.

3. Al menos un representante de la familia o un pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía.

4. Las compañías cotizadas reciben la definición de empresa familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía (su capital social), o sus familiares o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social.

Las empresas familiares se han constituido como las mayores empresas creadoras de empleo y de ingresos a nivel mundial, según Panasco (2013) entre el 65% y 80% de las empresas del mundo son empresas familiares. Asimismo en algunos países Latinoamericanos como México (70% - 90%), Perú (80%) y Chile (55% - 75%), se estima que sus empresas están bajo el control y propiedad de una familia.

Cuadro 1.3 Definición de Empresas Familiares

Autor	Definición
Serna y Suárez (2005)	Las empresas familiares son organizaciones económicas (consideradas independientemente de su persona jurídica), donde su propiedad, control y dirección descansan en un determinado núcleo familiar con vocación de ser transmitida a otras generaciones.
Donnelley (1974)	Se considera a una empresa familiar cuando ha estado íntimamente identificada por lo menos durante dos generaciones con una familia, y cuando esta liga ha ejercido una influencia mutua sobre la política de la compañía y sobre los intereses y objetivos de la familia.
Gallo (1995)	La empresa familiar es aquella en la que 1 o 2 familias poseen más del 50% de la propiedad de la empresa, existen miembros de la familia ocupando cargos directivos y/o ejecutivos en la empresa y los miembros de la familia consideran que esa empresa va a ser transferida a las siguientes generaciones.
Neubauer y Lank (1999)	Presentan un análisis del concepto de empresa familiar según distintos autores, y concluyen que este puede variar según los siguientes aspectos: el porcentaje de propiedad asumido por la familia, la obligación de que asuma funciones ejecutivas, el número de generaciones que deben haber sido propietarias de la empresa, el número de familias que intervienen en la misma, que la familia controle la empresa, quién sea el que defina la empresa como familiar, el tamaño de la compañía y que la sucesión haya comenzado.
Kajihara (2004)	Una empresa familiar es aquella que cumple con 2 requisitos fundamentales: en cuanto a la propiedad, todas o al menos la parte proporcional que permita mantener el control de la organización deben pertenecer a 2 o más miembros de una familia; y en segundo lugar, sin restarle importancia, la empresa familiar es aquella en la que al menos 2 de los miembros de la familia están involucrados en el funcionamiento de la misma.
Poza (2005)	Las características siguientes definen la esencia de lo que distingue a las empresas familiares: 1) la presencia de la familia; 2) el sueño del propietario de mantener el negocio en la familia (objetivo de continuidad); 3) la coincidencia de familia, dirección y propiedad, y 4) la ventaja competitiva derivada de la interacción de la familia, la dirección y propiedad, sobre todo cuando la unidad familiar es sólida.
Gallo y García (1989)	Existen empresas cuya propiedad está en manos de una familia y en las que el poder es ostentado por miembros de la familia, sin haber implantado de forma operativa una nítida distinción entre propiedad y poder. Este tipo de empresa es lo que más propiamente cabe calificar como empresas familiares.

Fuente: Omaña, L. & Briceño, M. (2013).

Levinson (1998) señala que: «las personalidades y las reacciones emocionales crean cuellos de botella que operan en contra de una gestión eficiente (í) la eficiencia se reduce cuando los familiares conversan excesivamente sobre asuntos familiares durante el horario de trabajo».

Uno de los principales problemas que han afectado a empresas familiares es no poseer ideas claras de crear eficientemente su valor y patrimonio, su figura familiar hace que la gestión se estanque y dependa excesivamente de su fundador, afectando su gestión administrativa y estructura financiera; en contraste con administraciones que son gestionadas por empresas compuestas por personas cuyo vínculo no es familiar.

A pesar de ello, la empresa familiar cumple un rol importante en la economía ecuatoriana, como una organización que nace de un entorno familiar, donde la propiedad, el control y dominio está ligada a las decisiones familiares, cuyo ideal es llegar a ser gestionada eficientemente por su fundador y sus futuros sucesores.

El problema consistirá en analizar la estructura financiera ante el cambio de gestión y su tipo de administración en una empresa presidida por un entorno familiar y que luego pasó a ser adquirida por una empresa que es gestionada por personas ajenas al vínculo familiar. Y cómo influye este cambio sobre su valor financiero, su capacidad de inversión y los niveles de rentabilidad durante las dos administraciones.

Por ello se ha escogido a una de las grandes empresas familiares ecuatorianas que nació en el año 1972, y que a finales del año 2012 fue adquirida al 100% de sus acciones por el Grupo Mexicano Arca Continental.

1.3. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

1.3.1. Objetivo General

Determinar si existen diferencias en la estructura financiera de la empresa Inalecsa S.A., durante su administración familiar y posteriormente luego de ser adquirida por la Multinacional Arca Continental.

1.3.2. Objetivos Específicos

Identificar el tipo de riesgo a los que se ven expuestos los accionistas bajo la administración familiar y la administración actual extranjera.

Comparar el nivel de inversión, rentabilidad y capacidad de endeudamiento entre los periodos de la administración familiar y la administración actual.

Determinar el valor financiero de Inalecsa S.A., antes y después de su venta, a fin de conocer el impacto de la inversión extranjera en su estructura.

1.4. ALCANCE DEL ESTUDIO

El presente estudio se concentra en la industria manufacturera, sector de alimentos (snacks) para el análisis de empresas familiares en situaciones de estabilidad económica y en países con estabilidad monetaria.

Aproxima la teoría económica al contexto de las empresas familiares ecuatorianas; y con ello será útil para el análisis comparativo interpaíses posteriores de otros autores.

En tanto que las conclusiones serán generalizables en lo cualitativo, pero no en lo cuantitativo.

2. MARCO DE REFERENCIA

Antes de intentar determinar cómo influye el tipo de administración en la estructura financiera de una empresa, es vital señalar determinadas características que difieren entre las empresas familiares y no familiares (Ginebra 1997 y Amat 2000):

1. La vinculación consanguínea entre los accionistas de la empresa, que determina la relación: familia, propiedad y empresa, determinante en el proceso de toma de decisiones.
2. Conflicto por el liderazgo cuando hay varios accionistas inter-familiares.
3. Transición generacional.
4. Adaptación a los cambios bruscos del entorno.
5. Incorporación de nuevas tecnologías a sus procesos, la renovación de sus productos, la búsqueda de nuevos mercados e implantación de nuevas estrategias de mercado.

Para las empresas familiares (Cardoso, 2012), que se han visto enfrentadas a este tipo de conflictos han optado por incorporar a una persona ejecutiva externa ajena a la familia que pueda ser objetiva y esté capacitada, por deshacer o vender la compañía.

Tal es el caso de inversión de algunas compañías que han fusionado o adquirido empresas familiares ecuatorianas, tales como: Arca Continental, la cual adquirió Inalecsa, Ecuador Bottling Company y ToniCorp; Tesalia-Cabcorp (CBC), que se integró con la nacional Compañía Tropical de Bebidas. Y del grupo mexicano Bimbo, cuya empresa hizo la compra de la panificadora líder en el Ecuador, Supán; (Massuh, 2014).

2.1. CONCEPTOS BÁSICOS Y CLASE DE ADMINISTRACIÓN Y RIESGO DE EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES.

Es muy importante tener claro en qué consiste la administración, cuáles son los tipos de administración y los diferentes tipos de riesgo que enfrentan la empresa familiar y no familiar.

2.1.1 CONCEPTO Y TIPOS DE ADMINISTRACIÓN

Dentro de este estudio es importante destacar el concepto de administración. La palabra administración viene del latín *ad* que significa hacia, dirección, tendencia y *ministrare* que significa subordinación u obediencia.

Sin embargo, en la actualidad, la palabra administración tiene un significado distinto y complejo porque incluye términos como "proceso", "recursos", "logro de objetivos", "eficiencia", "eficacia", entre otros, que han cambiado radicalmente su significado original (Thompson, 2008).

A continuación se cita varios conceptos de administración de algunos autores:

- Según Henry Fayol (1996), considerado como el padre de la administración moderna, define a la administración como el hecho de prever, organizar, mandar, coordinar y controlar.
- La administración es "el proceso de planear, organizar, dirigir y controlar el uso de los recursos para lograr los objetivos organizacionales" (Chiavenato, 2004).
- Para Robbins y Coulter (2005), la administración es la "coordinación de las actividades de trabajo de modo que se realicen de manera eficiente y eficaz con otras personas y a través de ellas".

Asimismo existen diversas clases de administración para coordinar los diversos recursos dentro de las empresas; indistintamente si es familiar o no familiar, (Vacaro, 2014):

Administración de Empresas

Se centra en todas las técnicas administrativas y principios administrativos que pueden ser aplicados en la organización y a los procesos de servicios industriales y operativos de la empresa.

Administración Financiera

Se basa en la adquisición, financiamiento y administración de los activos, con una meta global en mente (Horne & Wachowicz, 1998).

Administración Pública y Privada

Cuando se trata de lograr la máxima eficiencia en el funcionamiento de un organismo social de orden público o privado (Reyes Ponce, 2004).

Administración Internacional

Es el proceso a través del cual se aplican conceptos y técnicas administrativas en un contexto multicultural (Hodgetts & Luthans, 2000, pp.4).

Administración por objetivos

Conocida como administración por resultados, constituye un modelo administrativo plenamente identificado con el espíritu pragmático (Peter F. Drucker, 1954), surgió como método de evaluación y control sobre el desempeño de áreas y organizaciones en crecimiento rápido.

Administración Estratégica

Se centra en la integración de la gerencia, la mercadotecnia, las finanzas, la contabilidad, la producción, las operaciones, la investigación y desarrollo y los sistemas de información.

(Fred, 2003).

Habiendo citado conceptos de algunos tipos de administración, podemos deducir que en una empresa tanto familiar como no familiar, pueden existir no solo un tipo de administración, y que a su vez todas se combinan entre sí para lograr el cumplimiento de objetivos dentro de la organización, y por ende tiene una alta correlación con la rentabilidad planteada por los accionistas de la empresa, debido a que la clave está en saber manejar, dirigir y controlar eficientemente las herramientas con las que se cuenta para cumplir con las metas propuestas.

2.1.2 CONCEPTO Y TIPOS DE RIESGO

Como una definición general, riesgo es la probabilidad que se presente un nivel de consecuencias económicas, sociales o ambientales en un sitio particular y durante un período de tiempo definido. Se obtiene de relacionar la amenaza con la vulnerabilidad de los elementos expuestos (Lavell, 2001).

En cuanto al ámbito económico, riesgo es un elemento consustancial a la propia actividad de la empresa, así como en las distintas manifestaciones está presente en cualquier tipo de actividad (Rodríguez, Piñero & De Llanos, 2013).

Rodríguez et al. (2013) manifiesta que las empresas necesitan establecer mecanismos que permitan identificar las incertidumbres que afectan a sus diferentes actividades, para minorar o controlar el riesgo en aquellas áreas donde se observe que está por encima de los límites tolerables para la empresa.

Mediante un esquema generalizado se expone una clasificación general de riesgo:

Cuadro 2.1 Categorías de Riesgo



Fuente: Rodríguez, M., Piñero, C., & De Llano, P. (2013).

Riesgo de Mercado

Es el riesgo de pérdidas a consecuencia de los cambios que se producen en los mercados financieros en los que se desenvuelve una empresa, debido a movimientos adversos en las variables financieras tales como tipos de interés, tipos de cambio y precios de las acciones y de las commodities (Samaniego, 2008, p.13).

Riesgo de Crédito

Es la posibilidad que un agente económico posee, en virtud de su prestigio o solvencia, de recibir dinero, mercancías o cosas de otro agente económico, con la condición del pago de su precio en el momento y condiciones pactadas. Ante ello surge la probabilidad de pérdida que ocurre en una operación financiera cuando la contraparte incumple su obligación fijada (Gómez & López, 2002, p.75).

Riesgo Operacional

Riesgo al que se encuentra expuesta toda empresa como consecuencia de fallos inesperados de su infraestructura operativa o tecnológica, tanto interna como externa (Gómez & López, 2002, p.140).

Riesgo Competitivo

Refiere a las eventualidades de naturaleza estratégica, está relacionado con la probabilidad de que el posicionamiento de la empresa se vea comprometido por la emergencia de nuevos rivales, productos alternativos o nuevas tecnologías. Asimismo en la existencia de efectos que se deriven de errores en el esfuerzo estratégico, o del deterioro de los activos intangibles que se hallan en el núcleo de la capacidad competitiva de la empresa: reputación, notoriedad, prestigio, lealtad de empleados y clientes, etc (Rodríguez, Piñeiro, & De Llano, 2013).

Sin embargo el riesgo es un constante compañero de viaje de la vida de una empresa, transcurre en el proceso de la toma de decisiones que van formando la trayectoria y el futuro de la empresa; así mismo el riesgo va íntimamente relacionado con la rentabilidad de la misma (Giménez, 2002, p.396).

El riesgo en la empresa familiar, se establece para Giménez (2002), como un riesgo total en que incurre la empresa familiar en el ejercicio de su actividad societaria; donde puede dividirse en dos categorías:

Cuadro 2.2. Tipos de Riesgo en la Empresa Familiar	
<p>RIESGO SISTEMÁTICO</p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de Mercado • Mercado • Competencia • Marco Legal • Entorno • Coyuntura • No diversificable 	<p>RIESGO ESPECÍFICO</p> <ul style="list-style-type: none"> • Riesgo propio • Características especiales entidad • Relacionado con aspectos Empresa • No sistemático • Diversificable • Puede eliminarse
<p>Riesgo de Mercado por Coeficiente de volatilidad ()</p>	<p>El mercado eficiente no paga por un riesgo que es propio y se puede eliminar</p>
<p><u>COEFICIENTE DE VOLATILIDAD ():</u></p> <p>Relación de las variaciones de rendimiento de las empresas familiares respecto de las variaciones del mercado.</p>	<p>La empresa familiar eficiente elimina su riesgo específico (solo tiene riesgo sistemático)</p>
<p><u>CARACTERÍSTICAS ():</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • No es cero • Suele ser positivo • Ligeramente agresivos o defensivos (Alrededor de 1). 	

Fuente: Giménez, J. (2002) Boletín De Estudios Económicos - Vol. LVII - N° 177. P.397.

2.2. DIFERENCIA ENTRE EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES.

Algunos aspectos organizativos y de recursos humanos, (Portillo y Ariza, (2002, pp. 63-75) describen algunas diferencias entre las empresas familiares y no familiares:

1. En la estructura organizativa las empresas familiares crecen conforme se van incorporando familiares al negocio con normas implícitas, diseño de puestos difuso, un sistema centralizado mayor y la comunicación viene dada por flujos ascendentes, descendentes y laterales (intromisión y superposición de cargos familiares y empresariales); mientras las no familiares crecen conforme surge la necesidad, con normas explícitas formalizadas por escrito, diseños de puestos definidos, con un sistema centralizado bajo y la comunicación viene dada por flujos descendentes.
2. En el Reclutamiento y selección, las empresas no familiares concentran la búsqueda de personas con capacidades difíciles de desarrollar internamente e identificadas con la cultura predominante en la organización, en tanto que en las empresas familiares predomina más oportunidades para los miembros de la familia (resistencia a incorporación de servidores externos).
3. Las empresas familiares tienen en su evolución profesional, promoción interna en el personal intermedio y operario y los criterios varían según el carácter del empleado (a los trabajadores no familiares se le exigen más competencias, existiendo resistencia a la profesionalización). Lo que no ocurre en empresas no familiares, debido a que sus empleados rotan entre distintas áreas, se asignan por sus competencias y se fomenta la flexibilidad y movilidad.

En tanto que un estudio realizado a empresas familiares y no familiares (Moreno, 2012, p. 1164) las empresas familiares difieren de las empresas no familiares debido a que presentan inhibición del esfuerzo innovador, resistencia al cambio, dificultad para modificar actitudes, tiempo en el cargo asignado, falta de heterogeneidad del equipo designado de la innovación y falta de presupuesto para la investigación y desarrollo.

Estas manifestaciones características de este tipo de empresas implican, en principio, un funcionamiento ineficaz.

Debido a ello en el carácter familiar de la empresa, se originan conflictos; distintos a las de otros negocios en donde la gestión empresarial no la preside el entorno familiar.

Para Santana y Cabrera (2001), las empresas familiares se caracterizan por ser de menor dimensión que las no familiares, tanto en tamaño del activo como en cifra de negocios; debido que para poder seguir manteniendo la identidad familiar en la estructura de propiedad, las familias dejan de incurrir en ampliaciones de capital necesarias para financiar el crecimiento, es decir, los objetivos de control ponderan en mayor medida que los de crecimiento (Thomsen y Pedersen, 2000).

González et al. (2011), menciona que las firmas que nombran gerentes familiares tienen un desempeño inferior a las que nombran un gerente no familiar, además de ser más propensos a desviar flujos de caja hacia la familia controlante en comparación con los gerentes externos; aun cuando el desempeño operativo de los dos grupos de firmas sea idéntico..

Las empresas familiares, en su mayoría, mantienen una estructura de capital estable, y las nuevas inversiones suelen realizarse contando con fondos propios, por lo que suelen estar menos apalancadas financieramente, (Omaña & Briceño, 2013) lo que las hace menos sensibles ante fluctuaciones de los ciclos económicos, no obstante esto ocurre con mayor preponderancia en aquellas empresas familiares en las que la propiedad es compartida con otros accionistas significativos.

2.3 REVISIÓN DE TRABAJOS PREVIOS

Dentro del estudio se ha realizado un análisis selectivo de investigaciones sobre la incidencia que tienen administraciones familiares y no familiares dentro de la estructura financiera de sus empresas, dado la relevancia del tema, no hay estudios específicos que planteen casos como el que se propone en la investigación, para medir la evolución financiera tras el cambio de administración de una empresa que nace siendo familiar, y luego de ser vendida, pasa totalmente a ser gestionada por directivos que no poseen vínculos familiares.

Por ende se ha tomado estudios similares que analizan técnicas comparativas de empresas de tipo familiar y no familiar, su expansión y continuidad.

En los trabajos de investigación se analiza a la empresa familiar desde su perspectiva de subsistencia basada en las teorías de agencia¹ (Jensen y Meckling, 1976), *Pecking Order Theory*² (Myers y Majluf, 1984), la teoría de los 3 círculos³; y la teoría de recursos y capacidades⁴ (Resource Based View Theory of the Firm).

Son muchos y muy complejos los problemas asociados a las empresas familiares y al de posicionarse con éxito en el mercado, donde su continuidad dependen netamente del tamaño de la empresa (según rango de facturación) y de las características propias de la organización (Iriarte, 2013).

Se evidencian problemas administrativos y financieros que la empresa familiar posee, y se hace realmente necesario formalizar procesos administrativos y financieros, ya que todos se efectúan de manera empírica y negligente.

También la inexistencia de inventarios y registros contables que no permite verificar si las utilidades que se perciben son reales porque no hay un método confiable de medición (Mendoza & Valarezo, 2011).

En este contexto, hay que indicar que la prosperidad y posición de la empresa familiar, a diferencia del resto, depende de la habilidad para dirigir tres redes interrelacionadas en las mismas: la familia, la organización; y el entorno, que incluye a aquellas personas que intervienen en la empresa como clientes, proveedores, bancos u otras instituciones (Rienda, 2005). Utilizando como estrategias de crecimiento y sobrevivencia, a procesos de internacionalización en comparación con las empresas no familiares, para mantener su competitividad y para promover la continuidad y la unidad familiar (Claver, Rienda & Quer, 2006).

¹ La teoría de Agencia de Jensen y Meckling (1976), se basa en la medida que un sujeto (el principal) entrega a otro (el agente), la gestión de una actividad económica, otorgándole determinada autonomía -explícita o implícita- en la toma de decisiones y aceptando el agente actuar conforme a los intereses del principal. (Manaslisky & Varela, 2009).

² The pecking Order theory de Myers y Majluf (1984), afirma que las empresas prefieren financiarse con recursos internos mediante la reinversión de las utilidades para aprovechar las oportunidades de inversión en el mercado, así de esta forma cuando requieren recursos externos prefieren hacer uso de la deuda y cuando esta posibilidad se agota, se escoge la emisión de bonos. No existe una estructura de capital óptima, la estructura financiera tiene como objetivo reducir las ineficiencias en las decisiones de inversión causadas por la asimetría de la información. (Zambrano & Acuña, 2013).

³ La teoría de los Tres Círculos de Tagiuri y Davis (1978), El modelo se compone de tres grupos empresa, propiedad y familia; ayuda a explicar por qué el conflicto es inherente a la estructura de la empresa familiar, por qué es vital integrar varios puntos de vista, y por qué es importante manejar los asuntos de negocios, de familia y de propiedad siguiendo principios sólidos como el respeto y la armonía familiar. (Güeñaga, 2011).

⁴ La teoría de Recursos y capacidades (RBV), permite identificar los factores que hacen que la empresa familiar tenga un potencial único y muestra cómo desarrollarlo para obtener ventajas competitivas basadas en su carácter familiar. (Núñez-Cacho, Grande, & Muñoz, 2012).

Romano *et al.* (2000) sostiene que dos de los factores que afectan las decisiones de financiamiento de las empresas familiares son: el tamaño de la firma y el control familiar.

La empresa familiar en inversiones opta en primer lugar por la reinvertir utilidades, en segundo lugar por las aportaciones de sus socios y en tercer lugar por la financiación bancaria (Gómez & López, 2011).

La administración y estructura financiera es punto clave dentro de la empresa familiar, debido a que ésta se rige por los objetivos que la familia posee en la empresa, efecto importante para su competitividad, además del nivel de rentabilidad que deben considerar para mantener su permanencia a largo plazo en el mercado (Bojórquez, Pérez, & Basulto, 2014).

Los trabajos analizados se centran en la manera en que influyen sobre la rentabilidad, los procesos administrativos financieros de la empresa familiar; efectuando un diagnóstico administrativo financiero de la empresa familiar.

Para Gómez et al. (2012), la rentabilidad y el crecimiento en ventas, son indicadores del desempeño económico de la empresa, aunque en el segundo indicador no hay una teoría general ni definición conceptual generalmente aceptada, ambos permiten visualizar la capacidad de la empresa para generar resultados y determinar de manera directa su propia capacidad competitiva. De esta manera, mediante la investigación propuesta, es importante medir la rentabilidad de Inalecsa S.A., ya que constituye una variable esencial para la supervivencia a largo plazo de la empresa.

Gráfico 2.1 Medida del rendimiento en la empresa familiar



Fuente: Núñez-Cacho, P., Grande, F. & Muñoz, A. (2012). Rendimiento en las empresas familiares desde las teorías de recursos y capacidades y de agencia. *Revista de Empresa Familiar*, Vol. 2. No.1, 7-20.

3. METODOLOGÍA.

El diseño del estudio que se llevará a cabo será de carácter longitudinal debido a que se analizarán datos históricos de la empresa, con mayor énfasis en el estudio de los periodos 2012 y 2014 que corresponden al periodo de transición de la empresa (proceso de adquisición y cambio de administración) y luego un periodo de dos años después de la nueva gestión (No Familiar); los cuáles proporcionarán una visión ante cambios de la situación y estructura financiera que ha tenido Inalecsa S.A. durante la gestión de los dos tipos de administración (Familiar vs. No Familiar).

El mismo que tendrá en el alcance de la investigación dos fases, la primera será de tipo exploratorio en donde se realizara entrevista exhaustiva (EEI) al Gerente de Comercio Exterior y personal clave en la gestión comercial como la jefatura de marketing y gerencia de ventas, que viene desempeñando funciones dentro de la empresa durante las dos gestiones.

La segunda fase estará compuesta de un enfoque descriptivo con la que se pretende medir y recolectar datos cuantitativos como: Estados Financieros (Estados de Resultados, Balance General y Flujo de Caja); con esta información se efectuarán análisis sobre las diversas variables que participan en el estudio, por medio una valoración financiera, cálculo de indicadores financieros y un análisis de tendencia; para luego realizar una comparación en relación a los resultados obtenidos en los dos períodos descritos.

Se examinará los resultados obtenidos del análisis con los comparables de otras empresas de la industria, y de esta manera poder evidencia si la compañía tuvo cambios en su rentabilidad en comparación con otras del medio en que se desempeña.

Debido a que Inalecsa S.A., es una empresa ecuatoriana que se ha caracterizado por expandir sus líneas de productos y posicionarse a través de los años como una empresa con gran trayectoria, miras de crecimiento, y habiendo analizado trabajos que centran su tema de estudio en las diferencias de empresas familiares y no familiares pero que han optado por realizar un trabajo teórico y bajo literatura; se ha considerado desarrollar el estudio realizando un análisis financiero amplio en el que se pueda mostrar la estructura financiera de Inalecsa que ha tenido en el paso de sus dos administraciones.

Por ello para determinar si han existido diferencias en la estructura financiera con el paso de las dos administraciones (familiar y no familiar) y el crecimiento que ha tenido

Inalecsa S.A.; se realizará una valoración financiera del antes y después de su venta, análisis del ciclo de conversión y capital óptimo de trabajo; y por último un análisis de indicadores financieros.

3.1. MÉTODOS FINANCIEROS DE ANÁLISIS.

Dentro del estudio es importante incluir el análisis de indicadores financieros; además de la variación de capital de trabajo neto y ciclo de conversión del efectivo de Inalecsa, para determinar si existe una variación significativa antes y después del cambio de administración familiar y no familiar; de esta manera poder medir el riesgo de insolvencia frente a sus obligaciones y retorno de efectivo del negocio.

3.1.1. INDICADORES FINANCIEROS.

Un ratio o razón financiera es una relación entre distintas medidas financieras obtenidas generalmente de la contabilidad de la empresa (Ribeiro, 2010).

Los indicadores financieros son herramientas que reflejan eventos ocurridos en el período de análisis, útiles para comparar:

- Actuación operativa y Situación de liquidez a corto plazo.
- Solvencia de la empresa.
- Rentabilidad del negocio.

Medidas de Liquidez o Solvencia a Corto Plazo

Las razones de solvencia proporcionan información sobre la capacidad que posee la empresa para cumplir sus obligaciones en el corto plazo (Ross, Westerfield & Jaffe, 2012).

$$\text{Razón Circulante} = \frac{\text{Activos Circulantes}}{\text{Pasivos Circulantes}}$$

$$\text{Prueba Ácida} = \frac{\text{Activos Circulantes} - \text{Inventario}}{\text{Pasivos Circulantes}}$$

$$\text{Razón de Efectivo} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivos Circulantes}}$$

Medidas de Solvencia a Largo Plazo

Las razones de solvencia a largo plazo tienen la finalidad de determinar la capacidad de la empresa para satisfacer su apalancamiento financiero.

$$\text{Razón de Deuda Total} = \frac{\text{Activos Totales ó Capital Total}}{\text{Activos Totales}}$$

$$\text{Razón de Cobertura de Intereses} = \frac{\text{UAI}}{\text{Interés}}$$

$$\text{Razón de Cobertura de Efectivo} = \frac{\text{UAI} + (\text{Depreciación y Amortización})}{\text{Interés}}$$

Medidas de Rotación de Activos

Las razones de rotación de Activos pretenden describir la eficiencia o la intensidad con que la empresa utiliza sus activos para generar ventas.

$$\text{Rotación del Inventario} = \frac{\text{Costo de los bienes vendidos}}{\text{Inventario}}$$

$$\text{Días de Ventas en el Inventario} = \frac{365 \text{ días}}{\text{Rotación del Inventario}}$$

$$\text{Rotación de las Cuentas por Cobrar} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Cuentas por Cobrar}}$$

$$\text{Período Promedio de Cobranza} = \frac{365 \text{ días}}{\text{Rotación de las Cuentas por Cobrar}}$$

$$\text{Rotación de Activos Totales} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos Totales}}$$

$$\text{Rotación de las Cuentas por Cobrar} = \frac{\text{Costo de Bienes Vendidos}}{\text{Cuentas por Pagar}}$$

$$\text{Período de Promedio de Pago} = \frac{365 \text{ días}}{\text{Rotación de las Cuentas por Pagar}}$$

Medidas de Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad tienen como finalidad medir la eficacia con que las empresas usan sus activos y la eficiencia con que administran sus operaciones.

$$\text{Margen de Utilidad} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$$

$$\text{Rendimiento sobre los activos (ROA)} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos Totales}}$$

$$\text{Rendimiento sobre Capital (ROE)} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Capital Total}}$$

Capital de Trabajo Neto

Dentro de toda organización es importante evaluar y medir el nivel de capital de trabajo óptimo necesario como parte del análisis financiero.

Según Weston (1994), el Capital de Trabajo es la inversión de una empresa en Activos a Corto Plazo (Efectivo, Ventas Netas, Cuentas por Cobrar e Inventarios).

Para Gitman (2007), se vuelve de vital importancia un análisis del manejo de las cuentas corrientes de la empresa, y conocer la forma en que financiará las necesidades de fondo.

En tanto que *Capital de Trabajo Neto*, (Altschule, 1945), ões la diferencia obtenida al comparar el total de Activos Circulantes en una fecha determinada, con el total de Pasivos también Circulantes o de corto plazo; el resultado de la comparación señala los recursos con los cuales la empresa atiende sus actividades operacionales y financieras, sin tener que acudir a fondos extraordinarios.

Acorde a Gitman (2007), con estos indicadores se puede indicar que la administración financiera a corto plazo, determina la eficiencia de cada uno de los componentes del activo corriente (inventario, cuentas por cobrar, efectivo y valores negociables); y de los pasivos corrientes (cuentas por pagar, deudas acumuladas y documentos por pagar), de tal forma que se pueda lograr un equilibrio entre la rentabilidad y el riesgo que contribuya positivamente al valor de la empresa.

En la actualidad, no existe literatura financiera que indique los niveles óptimos de capital de trabajo y capital de trabajo neto, ya que estos dependen directamente del tipo de negocio y de las políticas propias de cada empresa.

Ciclo de Conversión del Efectivo

El Ciclo de Conversión del Efectivo, es el tiempo que transcurre desde que comienza el inicio de fabricación de un bien hasta el cobro por la venta del mismo.

Comprende las cuentas principales de los activos corrientes, se mide en tiempo transcurrido, y es producto de la suma de la edad promedio del inventario y el periodo promedio de cobranza.

El proceso de fabricación y venta de un bien, incluye la compra de insumos para la producción de dicho bien, lo cual genera cuentas por pagar.

El tiempo para cancelar las cuentas por pagar se mide en días (periodo promedio de pago).

Por ende el ciclo operativo menos el periodo promedio de pago se lo conoce como ciclo de conversión del efectivo.

3.1.2. TREND ANÁLISIS.

El *trend analysis* es una herramienta de análisis financiero que consiste en expresar cada rubro de los estados contables como un porcentaje de variación respecto al importe del rubro en un año considerado como año base (Ribeiro, 2010).

Detecta variaciones y evalúa la tendencia en el tiempo de los distintos rubros que componen los estados contables de la empresa.

3.2. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE LA FIRMA.

Se ha escogido realizar una valoración financiera que estime el valor económico de Inalecsa S.A. antes y después de su venta.

Se ha seleccionado éste método de valoración financiera, ya que en todo proceso de inversión de una empresa, como en el caso de Inalecsa, que fue adquirida por Arca Continental; es primordial realizar un análisis de valoración debido a la transferencia de valor implícita después de su compra, para saber si después de dicha transacción la empresa ha creado valor; efectuando un análisis de valoración del período comprendido desde el año (2012 al 2019); y una posterior valoración en un período de 5 años después de su venta (2014-2019).

3.2.1. Definición y Objetivos de la Valoración de la Firma

La valoración de empresa se define según Fernández (2008) como un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejoras con la experiencia.

El propósito de una valuación está asociado generalmente a la necesidad de tomar una determinada decisión (Ribeiro, 2010).

La valoración posee algunos propósitos para su aplicación (Fernandez, 2008):

1. Operaciones de compraventa.
2. Herencia y testamentos.
3. Sistemas de remuneración basados en creación de valor, fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.
4. Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers): Identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.

5. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa: paso previo para la decisión de seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otras empresas.
6. Planificación estratégica: decidir qué productos/líneas de negocio mantener, potenciar o abandonar; y medir su impacto.

3.2.2. Métodos de Valoración

Fernández (2008) clasifica a los métodos de valoración que se aplican de acuerdo al propósito del análisis, al sector o tipo de compañía, actividad y características de la empresa.

De ésta manera tenemos a los métodos *basados en el balance*, son tradicionales y consideran el valor de la compañía en sus activos, proporcionan una perspectiva estática sin tener en cuenta su evolución en el futuro; los métodos *basados en la cuenta de resultados*, centran la valoración de la compañía a través de la magnitud de los beneficios y con frecuencia se cae en el error de realizar valoraciones rápidas sobre sobrevaloración o infravaloración de empresas; en tanto que los métodos *mixtos (goodwill)*, tienen una complejidad debido a que no existe un método único para su cálculo y efectúa una valoración estática para los activos y al mismo tiempo dinámica al cuantificar su valor futuro.

Al mismo tiempo que Fernandez (2008) y Titman (2007), coinciden que los métodos más apropiados para valorar empresas con expectativas de continuidad son los basados en el *descuento de flujos de fondos*; debido a que consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y, por ello, sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros. Existen dos métodos para valorar empresas a través de descuentos de flujos: el de Flujo de caja libre (FCF) y del Valor Actual ajustado (APV).

Cabe señalar que una empresa vale por las expectativas que genere a futuro, por ende el modelo de descuento de flujos de fondos basa su análisis en el pronóstico minucioso de cada período en las partidas financieras vinculadas a los flujos de dinero correspondientes a las operaciones de la empresa. Permite valorar y analizar el riesgo,

rendimiento y comportamiento de la empresa, a través de la tasa de descuento la cual se aplicara al descuento de los flujos y encontrar así el valor intrínseco⁵ de la compañía.

Por último los métodos de *opciones reales*, son modelos de gran aplicación y complejidad, son utilizados para valorar empresas que poseen un alto grado de apalancamiento, e incorpora factores de riesgo a la valoración; sin embargo existe divergencia en variables aplicadas en el modelo y para empresas que no poseen altos niveles de deuda y sin una base de datos completa no es un método adecuado (Benitez, 2013).

Como se ha expuesto, existen métodos variados para realizar la valoración financiera, su aplicación va a depender del criterio del analista; ajustándose a las características propias de la empresa.

3.2.3. Método de Análisis de Valoración seleccionado - Justificación

Se ha escogido realizar un análisis de valoración de la firma con el objetivo de conocer las diferencias en la estructura financiera de Inalecsa S.A. antes y después del cambio de administración.

A su vez, se ha considerado emplear un método de valoración financiera idóneo que se ajuste a las características propias de la empresa y al objetivo que se desea obtener. Dentro de los distintos métodos actualmente existentes, en la categoría de los Métodos de descuento de flujos de fondos, se cuenta con el enfoque de Valoración del Valor Actual Ajustado (APV adjusted present value).

Se selecciona éste método de flujo de fondos descontados por ser un método que considera las perspectivas de la empresa a futuro, y el valor del dinero a través del tiempo en relación a los riesgos propios de la empresa. El enfoque de Valoración del Valor Actual Ajustado permite separar el valor creado por las decisiones de financiamiento del valor creado por la operación de la firma, es decir, el valor creado por sus activos (Fernández, 2008).

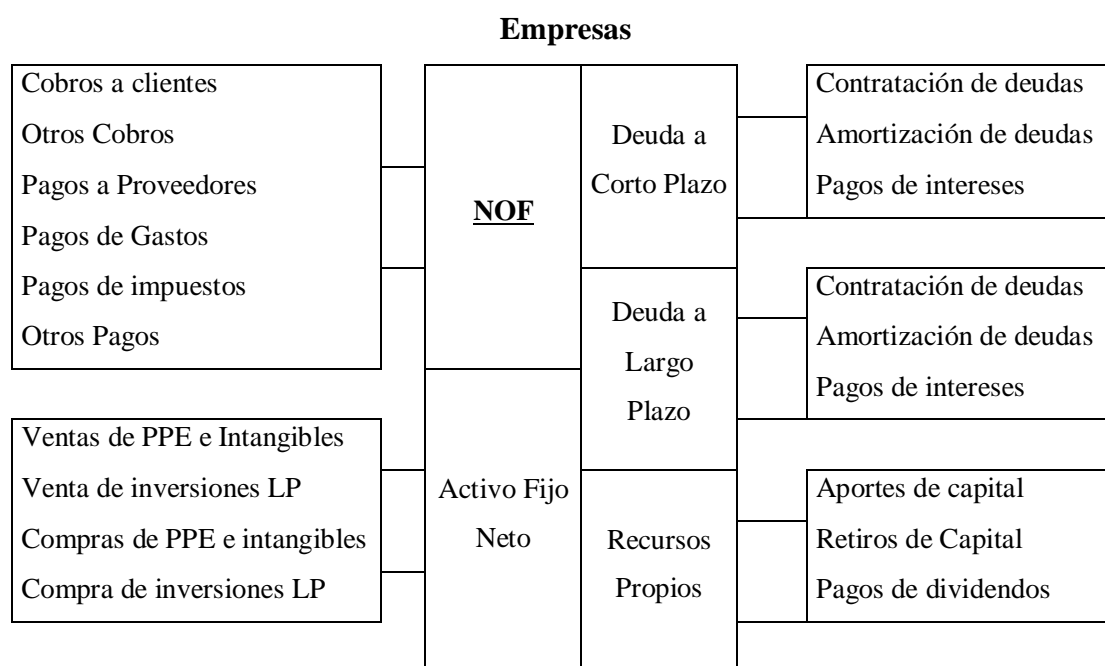
⁵ Valor intrínseco es el valor calculado que posee una empresa por sus características financieras y competitivas (valor de mercado que debería tener la compañía si se la valúa correctamente).

3.2.4. Descripción del Modelo de Valoración de la Firma.

Fernández (2008), señala que los métodos de valoración de empresas conceptualmente correctos y con miras de continuidad a través del tiempo son los que se basan en el descuento de flujo de fondos, los cuales consideran a la empresa como un ente generador de flujo de efectivo y por lo tanto, las acciones y obligaciones deben medirse a su valor de mercado así como los demás activos financieros.

Los métodos basados en el descuento de flujo de fondos (cash flows), tratan de cuantificar el valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de efectivo que vaya a generar en el futuro, para luego traerlos a valor presente usando una tasa de interés apropiada acorde al riesgo de tales flujos.

Cuadro 3.1 Partidas que intervienen en la generación flujos de efectivos a las



Fuente: IDEPRO. (2013). Programa de especialización en administración financiera.

Los métodos de descuento de flujos se basan en un pronóstico detallado por cada uno de los periodos, y por cada una de las partidas que genera flujos de fondos para la empresa.

La determinación de la tasa de descuentos es uno de los aspectos más importantes en este método, ya que hay que escogerla de acuerdo al riesgo, volatilidades históricas y actuales, de acuerdo al tipo de empresa, etc.

El método Apv (Adjusted present value), que se encuentra dentro del grupo de los métodos de descuentos de flujos de efectivo, nos indica que el valor de la deuda (D) más el de las acciones de la empresa apalancada (E), es igual al valor de las acciones de la empresa sin apalancar (Vu), más el valor actual neto del ahorro de los impuestos derivado del pago de intereses (VTS).

Ross, Westerfield y Jaffe (2009) señalan que el valor de un proyecto en una empresa apalancada es la suma del proyecto considerando una empresa desapalancada más el valor presente de los efectos generados por el financiamiento, principalmente del ahorro fiscal.

El método APV ofrece una mejor estimación al desagregar la evaluación en dos partes:

- La primera se encarga de evaluar la inversión y descontar los flujos a la tasa de costo de recursos propios (se asume que el 100% de la inversión en activos ha sido financiada con capital de accionistas);
- La segunda evalúa el impacto que genera el escudo tributario por concepto de financiación con terceros, por medio del pago de intereses.

3.3. LEVANTAMIENTO DE DATOS.

Las fuentes de información que se utilizarán para el análisis financiero y la valoración son:

- Estados financieros y demás datos de interés publicados en las páginas web de las siguientes Instituciones Públicas: Superintendencia de compañías (SIC), Servicio de Rentas Internas (SRI) y Superintendencia de control y poder de mercado.
- Artículos, publicaciones en periódicos y revistas relacionados a la compraventa de Inalecsa.
- Entrevista con ejecutivo de la compañía.
- Para la determinación de los Flujos Futuros se tomarán los Estados Financieros Históricos, así como también la Evolución en Inversiones de Capital.

- Betas Desapalancadas, Prima de Riesgo, Tasa libre de Riesgo
- Para el caso de las Tasas de Descuento, se tomará como fuente los Informes de Auditoria de la empresa publicados en la web.

3.4. VARIABLES E HIPÓTESIS TESTEADA.

H₀: Industrias Alimenticias Ecuatorianas INALECSA S.A. tuvo un incremento no significativo en su nivel de rentabilidad a partir de su nueva administración no familiar.

H₁: Industrias Alimenticias Ecuatorianas INALECSA S.A. tuvo un incremento significativo en su nivel de rentabilidad a partir de su nueva administración no familiar.

VARIABLE INDEPENDIENTE:

Desempeño Financiero

VARIABLES DEPENDIENTES:

Rentabilidad, Capacidad de Inversión, Nivel de Endeudamiento y EBITDA.

Cuadro 3.2 DESCRIPCIÓN DE VARIABLES			
VARIABLE INDEPENDIENTE			
Definición	Alcance	Indicadores	Métodos
<p>Desempeño Financiero Nos permitirá medir en conjunto la gestión que realiza la empresa y su participación de mercado.</p>	Empresa Inalecsa S.A.	Análisis Administrativo - Financiero	Análisis Interno de la Empresa Entrevistas (EEI)
VARIABLES DEPENDIENTES			
Definición	Alcance	Indicadores	Métodos
<p>Rentabilidad Con esta variable mediremos la efectividad de la gestión de la empresa, demostrada por las utilidades obtenidas de sus ventas realizadas y sus inversiones.</p> <p>Capacidad de Inversión Variable que nos indicará cuál es el nivel de inversión que está dispuesta la empresa a realizar en base a su nivel de productividad.</p> <p>Habilidad de Crecimiento de la Marca Variable para determinar el crecimiento que ha tenido INALECSA S.A. entre sus marcas, luego de formar parte de una Multinacional y conocer el potencial que tiene de ser percibida actualmente y en el futuro frente a sus clientes.</p> <p>Nivel de Endeudamiento Variable que señala la proporción en la cual los acreedores participan sobre el valor total de Industrias Alimenticias Ecuatorianas INALECSA S.A.</p> <p>EBITDA Variable a usar donde mediremos la capacidad de la empresa para generar beneficios, considerando su actividad productiva.</p>	Empresa Inalecsa S.A.	Valoración e Indicadores Financieros	Análisis de Estados Financieros (Estados de Resultados, Balance General, Flujo de Caja y Estado de Evolución del Patrimonio)

Fuente: Elaboración propia.

4. ANALISIS DE LA INFORMACION E INTERPRETACION DE RESULTADOS

En el análisis que se detalla en el presente capítulo, se tomó información relevante en base a entrevistas confidenciales.

El éxito de una empresa está determinado por su capacidad y habilidad de crear nuevos productos y servicios que sean valiosos para el mercado, en forma eficiente y de un precio asequible para los consumidores (Ribeiro, 2010).

Este éxito depende de una serie de factores internos y externos que afectan la evolución de la empresa, por lo que vale la pena realizar un análisis y evaluación de los mismos.

4.1. ¿Por qué se eligió INALECSA S.A. para este estudio?

La investigación y selección de Industrias Alimenticias Ecuatorianas S.A., surge por cumplir con las condiciones para el tema propuesto. Inalecsa se constituyó una empresa familiar desde 1972 hasta Noviembre del 2012 y su compra fue muy comentada debido a que fue adquirida por una firma fuerte como lo es Arca Continental; la segunda embotelladora de Coca Cola más grande de América Latina (Castro, 2012).

Asimismo existen diversas fuentes de datos e información para su análisis, sus marcas son reconocidas y es una empresa que ha logrado una gran trayectoria e innovación en el mercado ecuatoriano.

4.1.1 Historia de INALECSA S.A.

Para conocer más sobre la historia de INALECSA, se realizó una entrevista al Gerente de Comercio Exterior, Ejecutivo que ha permanecido durante las dos administraciones de la compañía.

Industrias Alimenticias Ecuatorianas S.A., fue fundada en 1972, comenzando a desarrollar productos de pastelería industrial, de marcas tales como *Inacake*, *Bony Y Tigreton*, dirigidos a apoyar una alimentación adecuada para niños, obteniendo grandes resultados en esta categoría, posicionándose en la mente de los consumidores y convirtiéndose en un clásico para los ecuatorianos; por la calidad, variedad y sabor de sus productos preparados a base de materias primas naturales como el maíz y plátano, así como

también por el reconocimiento de las distintas marcas en los hogares ecuatorianos durante más de 40 años.

En 1979, inaugura su planta industrial ubicada en el km 16.5 de la vía a Daule. Cuatro años más tarde, viendo que las condiciones de mercado eran favorables, INALECSA decide incursionar en la elaboración de productos tipo Snack, teniendo como líneas principales el maíz y el plátano.

En los años posteriores, se desarrollaron las tortillas de harina de trigo y las conchas de maíz para tacos, formando parte de la familia Inalecsa con la marca *Mama Fanny*.

En el año 1998, lanza al mercado las *Rosquitas de Pan de Yuca*, bocaditos hechos a base de almidón de yuca y queso fresco; adicionalmente, se desarrolla la línea de papas fritas con la marca *Saritas*.

La calidad de los productos Inalecsa, le ha permitido estar en los primeros lugares de participación en el mercado nacional, convirtiéndose en la más completa fábrica de pastelería industrial y snacks del Ecuador. Esta reconocida calidad le ha permitido expandir el mercado consumidor a nivel internacional, exportando los productos a Norteamérica y Europa a partir del año 2000 (Superintendencia de Compañías, 2010).

Debido al crecimiento de la población, y a la participación en el mercado de sus productos, Inalecsa incrementa su capacidad de producción inaugurando en el año 2005 una planta de producción en la ciudad de Quito, con el fin de poder satisfacer la demanda. Con esta ampliación, se introducen nuevas marcas de snacks tales como *Chicharrones*, *Tortolines Maduritos*, *Tortolines Artesanales*, entre otros.

Convirtiéndose en un negocio altamente atractivo ante la mirada de los inversionistas extranjeros, por lo que en el año 2012 el 100% de sus acciones fueron adquiridas en su totalidad por la compañía Arca Continental S.A. DE C.V., la segunda embotelladora de Coca-Cola más grande de México y América Latina (Castro, 2012).

La administración de la empresa pasó a manos de ejecutivos extranjeros asignados por el grupo, quedando solo dos gerencias de la antigua administración al cargo de la Gerencia de Producción y Subgerencia de Exportaciones. Hasta la fecha se mantienen.

Las negociaciones de compra-venta se manejaron de manera muy confidencial, sin embargo la misma fue aprobada por la Superintendencia de Poder y Control de Mercado

del Ecuador, verificando que se cumplan todos los requisitos establecidos por la legislación ecuatoriana para cumplir el principio de plena competencia. El monto por la venta de Inalecsa se desconoce hasta la actualidad.

4.1.2. Logros de INALECSA S.A. y elección de Arca como adquiriente.

En el año 2013 Inalecsa S.A. fue nombrada dentro del listado de las 1000 empresas más grandes del país, por facturación con respecto al ejercicio 2012 en el puesto número 3; dentro de las Mejores Empresas en Venta y Distribución de Alimentos y Bebidas, con un tamaño de mercado de 87,5% (Corporación Ekos, 2013).

Las fuentes oficiales para este ranking fueron el Servicio de Rentas Internas y la Superintendencia de Bancos y Seguros.

Cabe destacar por su parte que la elección de ARCA CONTINENTAL en la adquisición de Inalecsa, se debió para reforzar sus oportunidades de crecimiento rentable y un importante vehículo de creación de valor para sus accionistas en áreas compatibles con su negocio principal (bebidas), sobretodo en empresas tradicionales y de reconocidas marcas. Arca Continental consideró esta inversión en este sector para fortalecer la presencia y competitividad de la Compañía en la región y expandirse en el negocio de botanas (snacks).

4.1.3. Interpretación de resultados.

Durante las entrevistas efectuadas a los directivos de la empresa, se pudo evidenciar que el mercado donde opera Inalecsa, ofrece grandes oportunidades de crecimiento el cual se ha ido fortaleciendo con el paso del tiempo. Siendo esto muy bien aprovechado por ambas administraciones, logrando que la compañía vaya creciendo poco a poco con el paso del tiempo lo cual se pudo evidenciar en los análisis de tendencia de los resultados logrados a través de los años.

Inalecsa se constituye como una empresa sólida en el mercado ecuatoriano, su trayectoria y sus marcas reconocidas permiten visualizar a una empresa que logra crecer con el paso de los años hasta obtener un portafolio de productos de alta calidad y variedad y un excelente posicionamiento el sector alimentos.

No ha tenido inconvenientes financieros en los periodos analizados, ni aun con el proceso de dolarización que atravesó el país en el año 2000.

Además la adquisición realizada por Arca Continental permite fortalecer el negocio de snacks en el Ecuador y a nivel de Sudamérica, lo que fomenta el intercambio de mejores prácticas con las otras marcas que conforman el grupo Arca Continental.

4.2. ¿Dejó INALECSA S.A. de ser una empresa familiar?

Después de la venta de Inalecsa, su administración dejó de ser familiar; ya que efectivamente la empresa pasó a ser controlada tanto en sus operaciones como en su propia gestión por parte de Arca Continental.

Así lo indica su composición accionaria antes y después de la venta, teniendo un capital social suscrito dividido en 3.500.000 acciones nominativas valoradas a \$1 cada una, equivalente a \$3,350.000.

Administración Familiar		Administración no Familiar	
Accionista	Porcentaje de Acciones	Accionista	Porcentaje de Acciones
Dolores Trullas Masats	22.50%	Arca Ecuador S.A.	99.99%
Rabascall Nebot Jose	22.50%	Congaseosas S.A.	0.01%
Inmobiliaria Prat S.A.	11.25%		
Pilar Cueto Portes	11.25%		
José Gabriel Acaiturri-Villa	10.00%		
Francisco José Manfredi Martínez	7.50%		
Mauricio Javier Manfredi Martínez	7.50%		
Santiago Javier Manfredi Martínez	7.50%		
Total	100.00%	Total	100.00%

Fuente: Superintendencia De Compañías Del Ecuador. (2011). *Nómina De Accionistas, Nómina De Administradores.*

4.2.1. Interpretación de resultados.

Inalecsa dejó de ser una empresa familiar, ya que según los conceptos analizados sobre la administración familiar de las empresas, ésta se sometió a un cambio completo no tan solo de accionistas sino también de la parte administrativa, del control y de la toma de decisiones.

Las principales direcciones y gerencias, eran ocupadas por los propios accionistas o por algún familiar directo de alguno de ellos. Los cuales tenían voz y voto para la toma de cualquier decisión estratégica para la empresa.

Bajo la administración de Arca Continental, la nómina accionaria pasó a manos del multinacional en su totalidad, y de manera inmediata los miembros del núcleo familiar que ejercían posiciones dentro de la empresa fueron removidos de sus cargos, y reemplazados por personal nuevo seleccionado por la multinacional.

La toma de decisiones estratégicas se la realiza en conjunto con el Consejo de Administración de Arca Continental, el cual también posee integrantes ajenos a los accionistas.

4.3. ANÁLISIS DE LA DIRECCIÓN ESTRATÉGICA.

4.3.1. El consejo directivo y estratégico.

Durante la administración anterior, el consejo directivo y estratégico estaba conformado por los propios accionistas quienes tomaban y comunicaban las directrices y decisiones definidas por ellos.

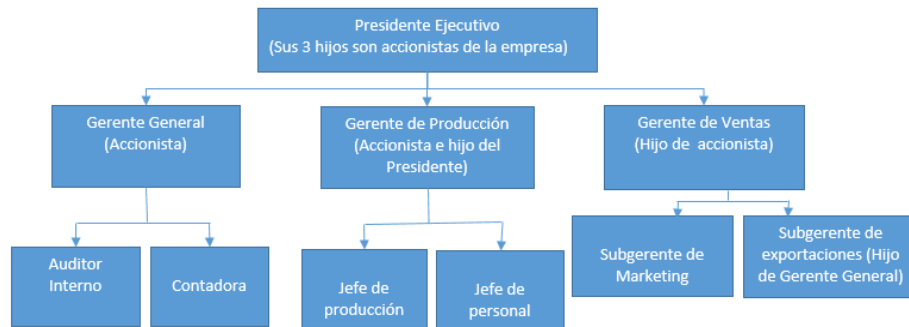
En la actualidad, el consejo directivo y estratégico reside en México, y está conformado por directores que forman parte del grupo Arca Continental, los cuales toman decisiones no solo para Inalecsa, sino a nivel de todas las empresas que conforman el grupo.

Por temas de confidencialidad, no fue posible obtener información de nombres de los integrantes del consejo.

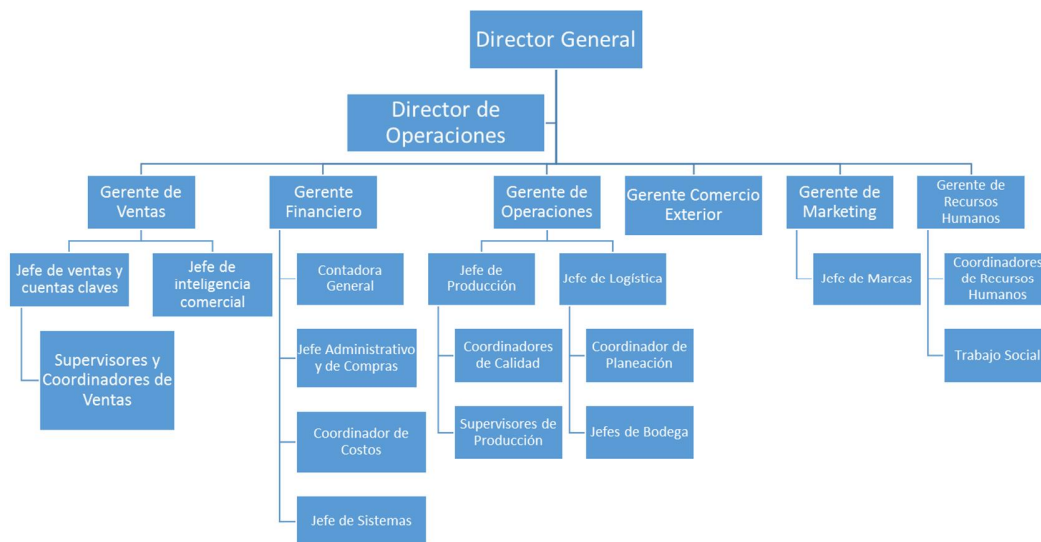
4.3.2. La dirección departamental y los mandos medios.

A continuación se detalla una breve descripción y comparación de la estructura de cargos de direcciones y mandos medios por los diferentes departamentos de Inalecsa:

Administración familiar:



Administración no familiar:



4.3.3. Interpretación de los resultados.

Bajo este esquema, la Dirección de Operaciones y la Gerencia de Comercio Exterior, la ejercen dos personas de la administración familiar. El resto de cargos fueron creados bajo la directriz de Arca Continental en alineación a los planes estratégicos y los mismos son ocupados por personas seleccionadas en nuevos reclutamientos o promociones de otras compañías del grupo.

4.4. ANÁLISIS FODA.

Dentro de la metodología a aplicarse, se efectuaron entrevistas con personal estratégico en el área comercial, específicamente la Jefatura de Marcas, la cual tiene un amplio conocimiento de la industria manufacturera de alimentos y también de cuáles son las fortalezas de Inalecsa, así como también sus principales amenazas y áreas de oportunidad del área en que opera.

Con la información recolectada durante la entrevista, se planteó el siguiente análisis FODA de Inalecsa en la actualidad y bajo el mando de la administración no familiar:

FORTALEZAS

- Inalecsa cuenta con más de 40 años en el mercado ecuatoriano.
- Producción local.
- Líderes en el segmento de Repostería en el mercado ecuatoriano, con el 95% de market share.
- Las marcas Inacake, Tigretón, Tortolines y Mama Fanny son líderes en sus segmentos.
- Líderes en el segmento de maíz, con los snacks Tostitos, Ronditos y Nachos.
- Con la integración de nuevos productos al portafolio debido a las nuevas adquisiciones de Arca Continental, se proyectan crear sinergias que generen valor y gran aceptación del mercado.
- Actualmente contamos con un portafolio de más de 90 productos entre las líneas de Repostería, Galletería, Snacks y Tortillas.
- Alto Know How en segmento de snacks en Ecuador, debido a la trayectoria de la empresa, estudios realizados y personal capacitado.

OPORTUNIDADES

- Incremento en coberturas, ampliando rutas de ventas y distribución para abastecer nichos en el mercado o lugares donde no se encuentre presente la marca.
- Conocimiento de otras categorías (confites, chocolates, snacks, cakes, galletas, etc.)

- Fortalecimiento de la red de distribuidores, otorgando capacitaciones que fortalezcan sus habilidades en distribución, ventas y atención a clientes.
- Oportunidad de crecimiento en el segmento de snacks a base de papas, el cual representa el 23% del total de la categoría de snacks.
- Inalecsa tiene un 6% de market share actualmente en segmento de snacks papas.
- Desarrollo de snacks saludables (bajos en grasa y con ingredientes altos en Omega3).

DEBILIDADES

- Capacidad limitada de producción en las líneas de galletería y snacks maíz y plátano.
- Manejo de portafolio extenso para fuerza de ventas.

AMENAZAS

- Restricción de importaciones en ciertas materias primas básicas para la producción.
- El drop side puede bajar en el punto de venta.
- Reacción agresiva de la competencia con lanzamiento de nuevos productos y marcas en el área de repostería. Siendo la principal competencia Bimbo con el producto Submarinos con relleno de chocolate, vainilla y manjar.
- Diferentes márgenes al tendero por categorías de productos. Con el fin de insertar al mercado nuevos productos se otorgan descuentos y bonificaciones para lograr la promoción y aceptación en el mercado.

4.4.1. Interpretación de resultados.

Inalecsa posee una gran trayectoria en el mercado ecuatoriano, lo que permite vislumbrarla como una empresa con miras de expansión y de liderazgo en algunas de sus líneas de ventas como: repostería y snacks (maíz). Asimismo el fortalecimiento de su red de distribución, conlleva a eliminar nuevos nichos de mercados.

4.5. ANÁLISIS DEL ENTORNO

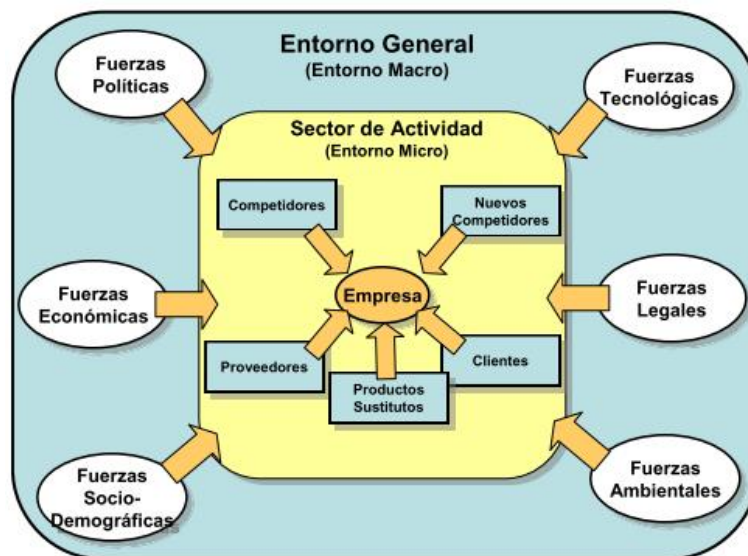
El entorno general es muy importante ya que este influye directamente sobre la actividad en la que se desenvuelve la empresa.

Para este análisis se utiliza el modelo PESTLE (Ribeiro, 2010, p.100), en el cual se analizan las diferentes fuerzas que provienen de este entorno y de la actividad específica de la empresa.

Toda empresa forma parte de un sector o actividad a la cual se denomina entorno sectorial o entorno micro. Este a su vez forma parte de la economía en general, a la que se puede denominar como entorno general o entorno macro.

El siguiente gráfico muestra la relación que existe entre los diversos entornos y los factores que inciden en cada uno de ellos, (Ribeiro, 2010):

Gráfico 4.1 Entorno General y Macroeconómico de la Empresa



Fuente: Ribeiro. (2010). Valuación de Empresas: Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes.

ENTORNO POLÍTICO

El Ecuador ha sido un país que en el ámbito político ha logrado cierta estabilidad en la actualidad. Con una constitución que señala que el periodo presidencial tendrá una duración de 4 años, el Econ. Rafael Correa Delgado se ha mantenido en el mando por dos periodos (2007-2013; 2013-2017) luego de una crisis política en la que el país atravesó antes del Sr. Presidente Econ. Rafael Correa Delgado (Cedatos, 2011).

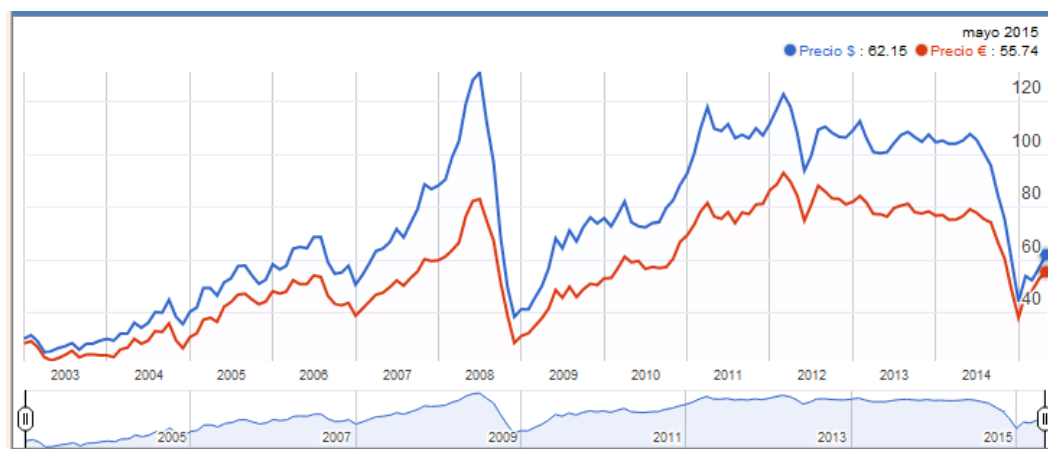
Durante el 2014 se plantearon una serie de reformas y enmiendas (Ruíz, 2015) a la constitución ecuatoriana, de entre las cuales se destacan las siguientes (Ávila, 2014):

- La restricción de la acción de protección (Art. 1 de la propuesta y Art. 88 de la Constitución).
- La Restricción de la Consulta Popular. (Art. 2 de la propuesta y Art. 104 de la Constitución).
- La Reelección. (Artículos 3 y 5 de la propuesta, Arts. 114 y 144 de la Constitución).
- Las Fuerzas Armadas en la Seguridad Integral. (Art. 6 de la propuesta y Art. 158 de la Constitución).
- Los obreros del Sector Público dejan de estar bajo la regulación del Código de Trabajo. (Arts. 10 y 13 de la propuesta y Arts. 229 y 326.16 de la Constitución).
- La Comunicación como Servicio Público. (Art. 16 de la propuesta y Art. 384 de la Constitución).
- Competencias de los Gobiernos Municipales y Gobierno Central. (Arts. 11 y 12 de la propuesta y Arts. 264.7 y 261.6 de la Constitución).
- Eliminación del plazo de 8 años para conformación de Regiones Autónomas (Art. 17 de la propuesta y disposición transitoria primera, numeral 9 de la Constitución).

ENTORNO ECONÓMICO

Ante la paulatina caída del precio internacional del petróleo en el 2013 que precipitó la crisis en las economías del mundo, el pronóstico de crecimiento para la economía mundial en este 2015 es de 3,5% y para América Latina y el Caribe es del 1% (CEPAL, 2014) pero distribuido muy desigualmente; un moderado crecimiento de la economía debido a tres factores: el bajo precio del petróleo, la fortaleza de algunas monedas y los problemas específicos internos de algunos países.

Gráfico 4.2 Evolución del Precio del Petróleo



Fuente: Organización de Países Exportadores de Petróleo. OPEP, 2015.

La tendencia de la economía ecuatoriana muestra un escenario de mayores dificultades para el año 2015.

Los inconvenientes para cubrir el financiamiento público, la falta de inversión privada y la caída del precio del petróleo que se dio en el segundo semestre de 2014, han propiciado una situación en la que es difícil mantener los niveles de crecimiento de años anteriores (Ekos, 2015).

Sin embargo, bajo estos escenarios, las proyecciones para el PIB ecuatoriano en el año 2015 se ubican en valores cercanos al 4%, la Unidad de Investigación Económica y de Mercado (UIEM) proyecta una tasa de crecimiento de 3,7%, tomando en cuenta la desaceleración de la actividad económica y los menores precios del petróleo.

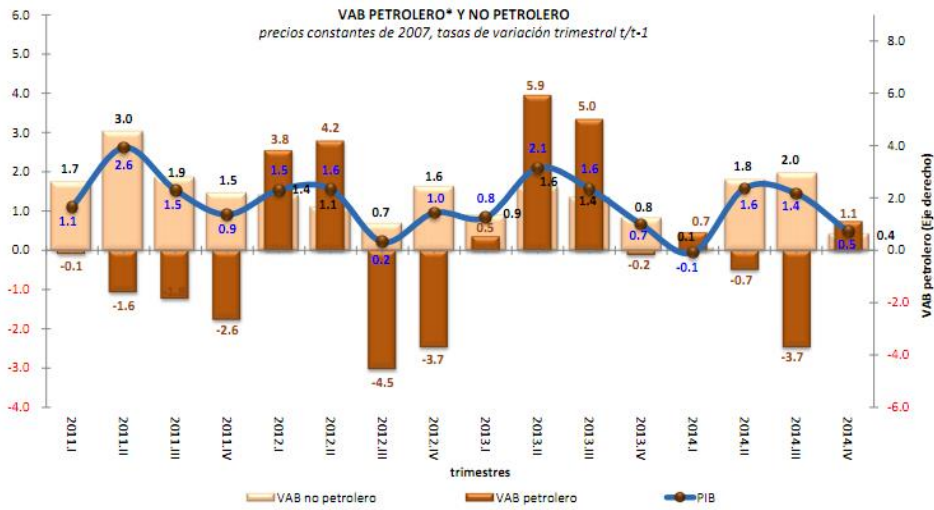
Mientras que la CEPAL estima la proyección más baja, donde se prevé que el Ecuador tenga un crecimiento este año del 3,5% (Ekos, 2015).

En el cuarto trimestre de 2014, el crecimiento $(t/t-1)^6$ del PIB fue de 0.5%; explicado por el comportamiento del VAB⁷ Petrolero que registra una evolución positiva de 1.1% y por el aumento del VAB No Petrolero en 0.4% (Banco Central del Ecuador, 2015).

⁶ Tasa de variación intertrimestral $(t/t-1)$ es el incremento porcentual en el último trimestre (t) respecto al valor obtenido en el trimestre inmediatamente anterior $(t-1)$

⁷ El VAB (Valor Añadido Bruto) representa el valor económico generado por una unidad productiva y se obtiene como saldo de la cuenta de producción, es decir, mediante la diferencia entre la producción de bienes

Gráfico 4.3 Producto Interno Bruto - Variación Anual



Fuente: Banco Central del Ecuador, 2015

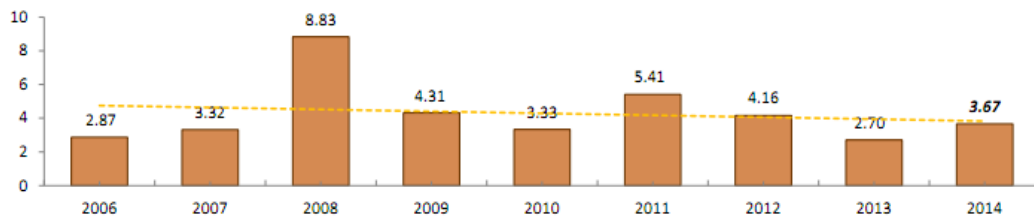
Inflación

La inflación y el desempleo se proyectan con una tasa de crecimiento mayor a la del 2014.

En enero de 2015, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró las siguientes variaciones: 0,59% la inflación mensual y acumulada; y 3,53% la anual; mientras que para el mismo mes en el 2014 fue 0,72% la inflación mensual y acumulada; y 2,92% la anual.

Las divisiones de Transporte; y, la de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas, fueron las que más contribuyeron a la variación del mes de enero del IPC. Además, la variación mensual de estas divisiones fueron fue de 1,55% y de 0,44%, en su orden (Instituto Nacional de Estadística y Censos, 2015).

Gráfico 4.4 Inflación Anual



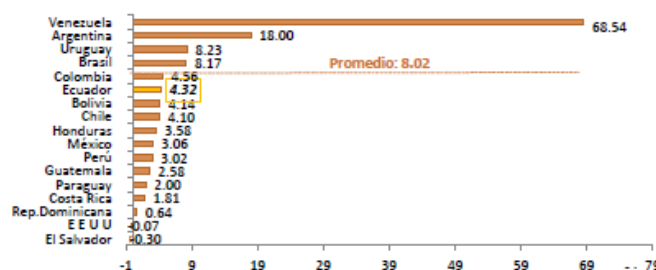
Fuente: Banco Central del Ecuador, 2015.

y servicios y el consumo intermedio. Está referido en cada caso al tipo de rama de actividad o de sector institucional para el que se elabore la cuenta de producción.

El valor de la canasta familiar básica se ubicó en 653,21 dólares, mientras que el ingreso familiar (1,6 perceptores) en 660,80 dólares, esto implica una cobertura del 101,16% del costo total de dicha canasta. El Índice de Precios del Productor (IPP) fue de 1.762,75; determinando una variación mensual de 0,32% frente al -0,41% alcanzado en el mismo mes del año anterior; a su vez la variación anual del IPP es de 3,93%, mientras que en el año anterior la cifra fue de 1,91% (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, 2015).

Finalmente, el índice de intermediación (IBRE-I) en el mes de análisis es de 100,63; lo cual representa una variación en el último mes de -0,56%, frente al -1,79% del mismo mes del año anterior.

Gráfico 4.5 Inflación Internacional (Porcentajes, abril 2015)



Fuente: Bancos Centrales del Ecuador, 2015.

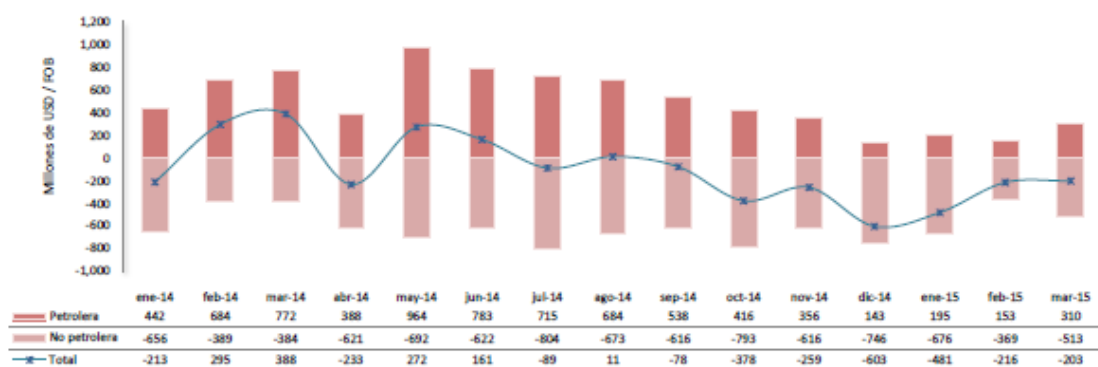
En abril de 2015, de un grupo de 17 países analizados, en su mayoría de América Latina, Ecuador se ubicó por debajo del promedio.

Balanza Comercial

En el primer trimestre 2015 se registró un déficit en balanza comercial de *USD* - 899 millones, este resultado muestra un aumento del déficit de 291.6%, si se compara con el saldo comercial en los mismos meses del año 2014, que fue de *USD* 469 millones.

La *Balanza Comercial Total* a marzo de 2015 registró un déficit de *USD* -203 millones, 6.1% menos que el resultado obtenido en febrero de 2015 que fue de *USD* -216 millones (Banco Central del Ecuador, 2015).

Gráfico 4.6 Balanza Comercial



Fuente: Banco Central del Ecuador, 2015.

Inversión extranjera directa

La Inversión extranjera directa a partir del año 2010 muestra un comportamiento ascendente. La IED para el año 2014 fue de USD 773.9 millones; monto superior al registrado en el año 2013 (USD 730.9 millones) en USD 43.0 millones.

La mayor colocación de recursos de IED, entre 2008 y 2014, se canalizaron hacia Explotación de Minas y Canteras (USD 1,775.3 millones), Industria Manufacturera (USD 940.0 millones), Comercio (USD 705.6 millones), Servicios prestados a empresas (USD 425.0 millones) y Construcción (USD 218.4 millones), (Banco Central del Ecuador, 2015).

Sistema Financiero

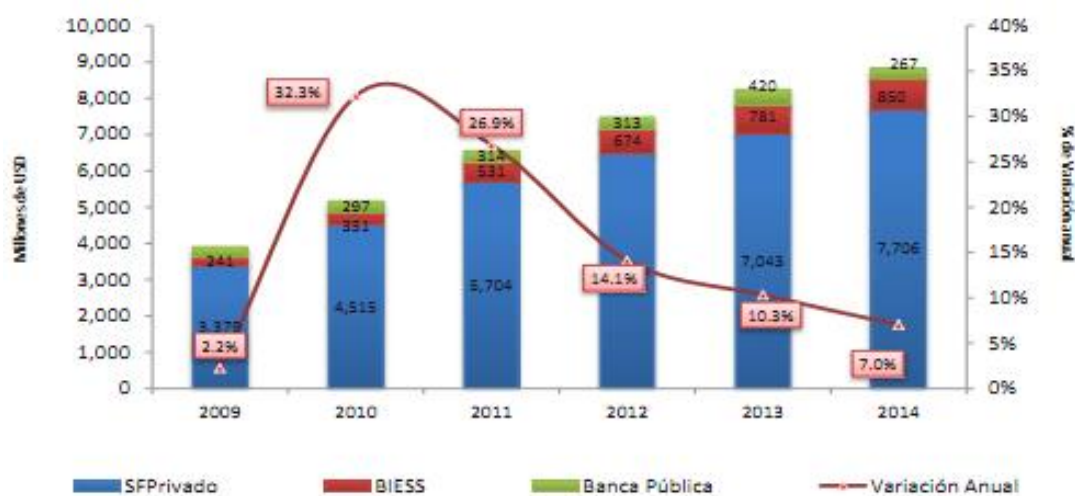
En el periodo enero-abril de 2014, el volumen de crédito del sistema financiero nacional alcanzó USD 8,822 millones equivalente a un incremento de USD 578 millones y una variación de 7% respecto al mismo período de 2013 (Ministerio Coordinador de la Política Económica, 2014).

El sistema financiero privado mantuvo una participación de 87.3% en el mercado financiero, BIESS (Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social) de 9.6% y el resto de la Banca Pública 3%.

Los segmentos más dinámicos en la concesión de crédito fueron los de consumo y productivo con tasas de variación anual de 8.5% (o USD 394 millones) y 7.4% (o USD 165 millones), respectivamente.

Por su parte, los segmentos de microcrédito y vivienda aumentaron su volumen de crédito en USD 11 millones y USD 7.5 millones (Ministerio Coordinador de la Política Económica, 2014).

**Gráfico 4.7 Sistema Financiero Nacional: Volumen de crédito
Enero ó abril de cada año (Millones de USD)**



Fuente: Banco Central del Ecuador, 2015.

Para el mes de abril de 2015 el volumen de crédito total otorgado por el sistema financiero privado fue USD 2,017.5 millones, lo que representó una contracción de USD 185.3 millones con respecto a marzo de 2015, equivalente a una variación mensual de 17.19% y anual de 3.69%.

El spread⁸ de tasas activas y pasivas referenciales para el mes de abril de 2015, fue de 2.79% (Banco Central del Ecuador, 2015).

⁸ Spread de Tasas de Interés es la diferencia entre la tasa pasiva (tasa que pagan los bancos por depósitos a los ahorristas) y la tasa activa (que cobran los bancos por créditos o préstamos otorgados).

Gráfico 4.8 Evolución Tasas de Interés

TASA DE INTERÉS ACTIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES
Porcentajes, mayo 2014 – 2015

Segmento	may-14	jun-14	jul-14	ago-14	sep-14	oct-14	nov-14	dic-14	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15
Productivo Corporativo	7.64	8.19	8.21	8.16	7.86	8.34	8.13	8.19	7.84	7.41	7.31	8.09	8.45
Productivo Empresarial	9.46	9.54	9.65	9.68	9.64	9.64	9.52	9.63	9.53	9.48	9.43	9.54	9.53
Productivo PYMES	11.08	11.28	11.26	10.97	11.32	11.22	10.99	11.19	11.18	11.10	11.17	11.16	11.15
Consumo	15.96	15.99	15.98	15.95	15.96	15.97	15.96	15.96	15.97	15.98	15.94	15.90	15.82
Vivienda	10.92	10.89	10.81	10.83	10.74	10.73	10.72	10.73	10.71	10.77	10.61	10.75	10.76
Microcrédito Minorista	28.40	28.54	28.53	28.44	28.51	28.24	28.47	28.57	29.08	29.35	28.21	28.02	27.75
Microcrédito Acumulación Simple	25.00	25.08	25.08	25.03	25.03	24.90	25.12	25.16	25.41	25.26	25.02	24.86	24.67
Microcrédito Acumulación Ampliada	22.15	22.16	22.24	22.49	22.40	22.14	22.42	22.32	22.84	23.80	22.22	22.18	22.07

TASA DE INTERÉS PASIVA EFECTIVA REFERENCIAL POR PLAZO
Porcentajes, mayo 2014 – 2015

Plazo en días	may-14	jun-14	jul-14	ago-14	sep-14	oct-14	nov-14	dic-14	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15
30-60	4.05	4.03	3.94	4.09	3.94	4.22	4.22	4.28	4.30	4.19	4.26	4.36	4.37
61-90	4.52	4.73	4.55	4.48	4.50	4.33	4.44	4.68	4.74	4.74	4.81	4.33	4.88
91-120	5.33	5.36	5.15	5.40	5.02	4.96	5.23	5.02	5.11	5.31	5.22	4.80	5.65
121-180	5.66	5.84	5.63	5.71	5.52	5.56	5.48	5.70	5.34	5.73	5.65	5.80	5.96
181-360	6.30	6.29	6.26	6.38	6.13	6.27	5.87	6.15	6.30	6.37	6.30	6.51	6.61
>361	7.10	7.19	7.19	7.12	7.06	7.28	7.15	7.16	7.22	7.18	7.33	7.51	7.54

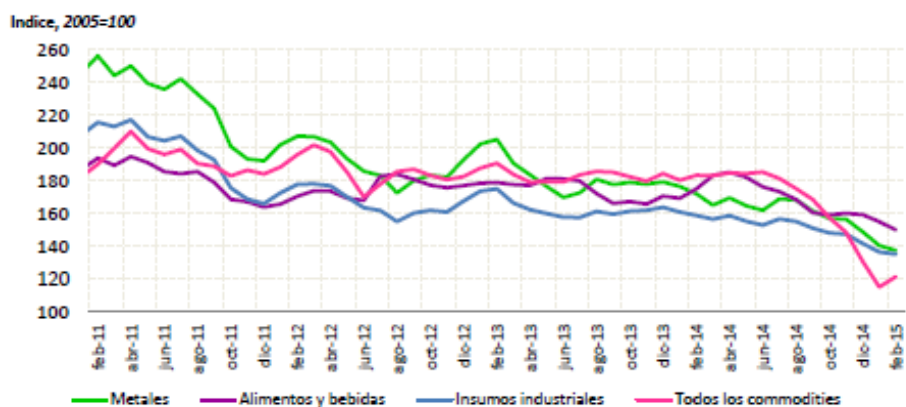
Fuente: Banco Central del Ecuador, 2015.

Mercado de Commodities

Los precios de los *commodities* en febrero de 2015 aumentaron en promedio en 5.5% respecto al mes anterior. Sin embargo, los precios de los metales disminuyeron en 2.2% en el mismo período debido fundamentalmente a la desaceleración del sector de la construcción en China.

De la misma forma, los precios de alimentos y bebidas decrecieron en 3.3% debido a la disminución de precios de productos como naranjas y trigo tras una amplia y continua producción mundial. La caída en los precios del petróleo ha reducido los costos de producción de la industria basada intensivamente en energía (Banco Central del Ecuador, 2015).

Gráfico 4.9 Índices de Precios de principales Commodities 2011-2015

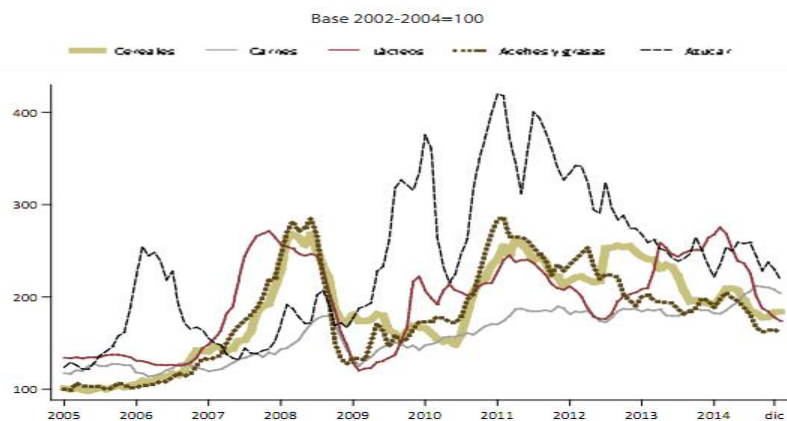


Fuente: Banco Central del Ecuador, 2015. (Commodity Market Monthly).

El índice de precios de los alimentos de la FAO⁹ desciende en enero 2015, situándose en este mes en un promedio de 182,7 puntos, un 1,9 por ciento por debajo de su nivel de diciembre de 2014. El índice ha experimentado una tendencia a la baja desde abril de 2014.

El descenso de enero estuvo influenciado en parte por los abundantes inventarios, la continua fortaleza del dólar EEUU y la debilidad de los precios del petróleo (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, 2015).

Gráfico 4.10 Índice Mensual de la FAO para precios de Alimentos Internacionales (Por Grupos)



Fuente: Elaboración FAO RLC con información oficial de los países.

⁹ El índice de precios de los alimentos de la FAO es un índice ponderado en base a los intercambios comerciales que hace el seguimiento de los precios de los cinco principales grupos de alimentos básicos en los mercados internacionales: cereales, carne, productos lácteos, aceites vegetales y azúcar.

El índice de la FAO para los precios de los productos lácteos se mantuvo estable en enero, con un promedio de 173,8 puntos, con un aumento de los precios de la mantequilla que compensó la caída de los precios del queso y la leche desnatada en polvo, impulsado en parte por el debilitamiento del euro.

El índice de precios del azúcar promedió 217,7 puntos, también prácticamente sin cambios desde diciembre de 2014 (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, 2015).

ENTORNO SOCIAL

Indicadores Laborales

En el trimestre de marzo 2015 a nivel nacional: la población económicamente activa (PEA) fue de 7,3 millones de personas y la población económicamente inactiva (PEI) de 3,8 millones de personas (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, 2015).

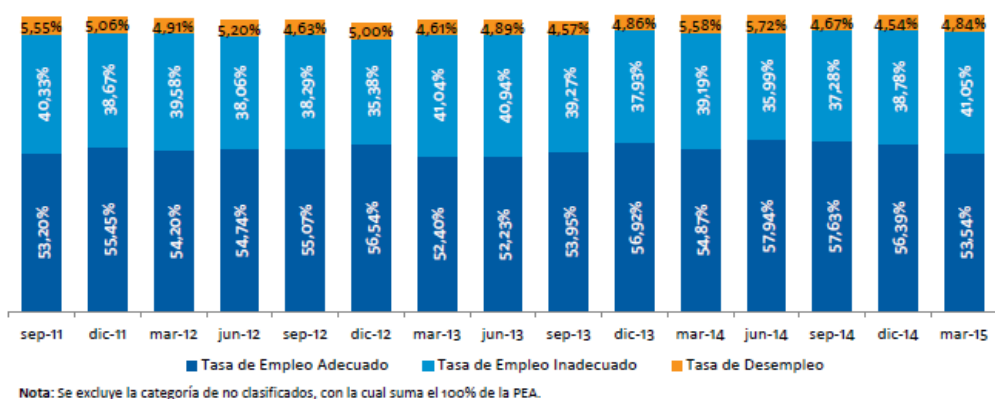
Cuadro 4.2 Composición de la Población: Total Nacional

	dic-08	dic-09	jun-10	dic-10	jun-11	dic-11	jun-12	dic-12	jun-13	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15
Población en Edad de Trabajar	9.648.996	10.032.716	10.147.386	10.291.500	10.475.984	10.533.003	10.673.358	10.864.147	10.993.539	11.200.371	11.238.881	11.236.793	11.270.069	11.159.256	11.201.636
Población Económicamente Activa	6.385.421	6.548.937	6.582.460	6.436.257	6.553.789	6.581.621	6.870.842	6.701.014	6.999.745	6.952.986	7.048.410	6.987.747	7.145.197	7.194.521	7.374.083
Población con Empleo	6.005.395	6.125.135	6.174.141	6.113.230	6.224.584	6.304.834	6.588.271	6.424.840	6.725.795	6.664.241	6.706.314	6.843.458	6.886.776	6.921.107	7.091.116
Empleo Adecuado	2.858.659	2.565.691	2.715.542	2.875.533	2.789.525	2.996.586	3.104.824	3.118.174	2.998.481	3.328.048	3.206.080	3.401.156	3.414.023	3.545.802	3.223.996
Empleo Inadecuado	3.131.256	3.432.397	3.371.701	3.183.934	3.373.993	3.268.817	3.386.896	3.159.903	3.632.755	3.321.730	3.482.476	3.224.978	3.429.851	3.358.884	3.838.738
Subempleo	957.978	1.071.615	1.041.266	889.255	781.525	706.458	664.982	603.890	818.126	809.269	890.360	851.939	893.705	925.774	985.098
Otro empleo Inadecuado	1.649.349	1.778.578	1.811.893	1.765.888	2.032.999	2.056.875	2.063.391	2.018.582	2.145.528	2.019.279	2.094.854	1.935.920	1.980.199	1.924.634	2.142.958
Empleo no remunerado	523.928	582.204	518.542	528.991	559.469	505.484	658.523	537.431	669.102	493.182	497.262	437.119	555.947	508.476	710.083
Empleo no clasificado	15.481	127.047	86.898	53.763	61.066	39.451	96.551	146.763	94.558	14.463	17.758	17.324	22.902	16.421	28.382
Desempleo	380.026	423.802	408.318	323.027	329.205	276.787	282.571	276.174	273.951	288.745	342.096	324.289	278.421	273.414	282.967
Población Económicamente Inactiva	3.263.575	3.483.779	3.564.926	3.855.244	3.922.198	3.951.382	3.802.516	4.162.884	3.993.794	4.247.385	4.190.271	4.269.046	4.124.872	3.984.734	3.827.552

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos, 2015.

Durante marzo de 2015, la tasa de empleo adecuado para el área urbana fue de **53,54%**, la tasa de empleo inadecuado es de **41,05%** y la de desempleo es de **4,84%**. Estas tasas no presentan diferencias estadísticamente significativas entre marzo 2014 y marzo 2015 (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, 2015).

Gráfico 4.11 Evolución de Indicadores Laborales: Total Urbano



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos, 2015.

La tasa de empleo adecuado para Guayaquil se incrementa en **4,46** puntos. Mientras que en Cuenca y Machala existe un decremento de **5,94** y **6,05** puntos respectivamente.

Estas diferencias **son estadísticamente significativas**, al 95% de confianza.

El menor porcentaje en la tasa de desempleo se registró en la ciudad de Cuenca con el **3,22%** (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, 2015).

Según la rama de actividad, y en el caso de estudio siendo Inalecsa una industria manufacturera, se hace referencia a la población económicamente activa que aporta a este sector de la economía:

Cuadro 4.3 Evolución de Indicadores Laborales: Total Urbano

Rama de actividad	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura y pesca	28,49%	27,99%	28,53%	27,60%	27,86%	27,36%	24,79%	25,98%	24,82%	25,88%	24,45%	28,05%
Comercio	19,89%	19,20%	19,50%	19,63%	20,37%	19,88%	18,26%	18,04%	19,09%	18,63%	18,89%	17,49%
Manufactura (incluida refinación de petróleo)	10,87%	11,28%	10,65%	11,12%	10,50%	10,56%	11,38%	10,53%	10,52%	10,85%	11,34%	11,20%
Construcción	6,65%	6,69%	6,87%	6,47%	6,06%	6,28%	7,63%	7,77%	7,64%	7,40%	7,43%	7,08%
Enseñanza y Servicios sociales y de salud	7,33%	7,59%	7,48%	8,29%	7,88%	7,99%	7,59%	7,58%	7,41%	7,44%	6,82%	6,82%
Transporte	4,88%	4,71%	4,70%	5,08%	5,60%	5,59%	5,48%	5,18%	5,61%	5,38%	5,89%	6,02%
Alojamiento y servicios de comida	4,74%	4,74%	4,49%	4,40%	4,93%	5,11%	5,31%	5,20%	5,36%	5,78%	5,46%	5,72%
Actividades profesionales, técnicas y administrativas	3,39%	3,48%	3,58%	3,71%	3,98%	4,44%	4,63%	4,80%	4,76%	4,44%	4,27%	4,31%
Administración pública, defensa; planes de seguridad social obligatoria	3,22%	3,60%	3,12%	3,46%	3,77%	3,74%	3,98%	4,16%	4,31%	4,16%	4,38%	3,92%
Otros Servicios	3,89%	4,08%	4,13%	4,19%	3,50%	3,50%	4,05%	4,04%	3,82%	3,79%	3,84%	3,60%
Servicio doméstico	3,33%	3,46%	3,39%	2,88%	2,34%	2,46%	3,08%	3,24%	2,84%	2,62%	3,28%	2,68%
Actividades de servicios financieros	0,89%	0,91%	0,81%	0,77%	1,07%	0,91%	1,09%	0,99%	0,95%	0,94%	0,99%	0,94%
Correo y Comunicaciones	1,31%	1,28%	1,31%	1,26%	1,05%	1,16%	1,21%	0,96%	1,33%	1,23%	1,16%	0,91%
Petróleo y minas	0,56%	0,48%	0,55%	0,56%	0,51%	0,49%	0,69%	0,79%	0,69%	0,65%	0,78%	0,73%
Suministro de electricidad y agua	0,57%	0,51%	0,69%	0,58%	0,58%	0,54%	0,82%	0,72%	0,86%	0,80%	1,03%	0,53%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Nota: La rama de actividad Otros Servicios incluye: Actividades inmobiliarias - Artes, entretenimiento y recreación - Actividades de organizaciones extraterritoriales - Otras actividades de servicios - No especificado

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos, 2015.

Indicadores Sociales

La tasa de pobreza a nivel urbano se ubicó en 15.1% en marzo de 2015, 8.5 puntos porcentuales por debajo de la tasa registrada en Marzo de 2009. La tasa de pobreza extrema decreció de 7.4% en marzo de 2009 a 3.9% en el 2015 (Banco Central del Ecuador, 2015).

Gráfico 4.12 Pobreza y Extrema Pobreza Urbana



Fuente: Banco Central del Ecuador, 2015.

ENTORNO TECNOLÓGICO

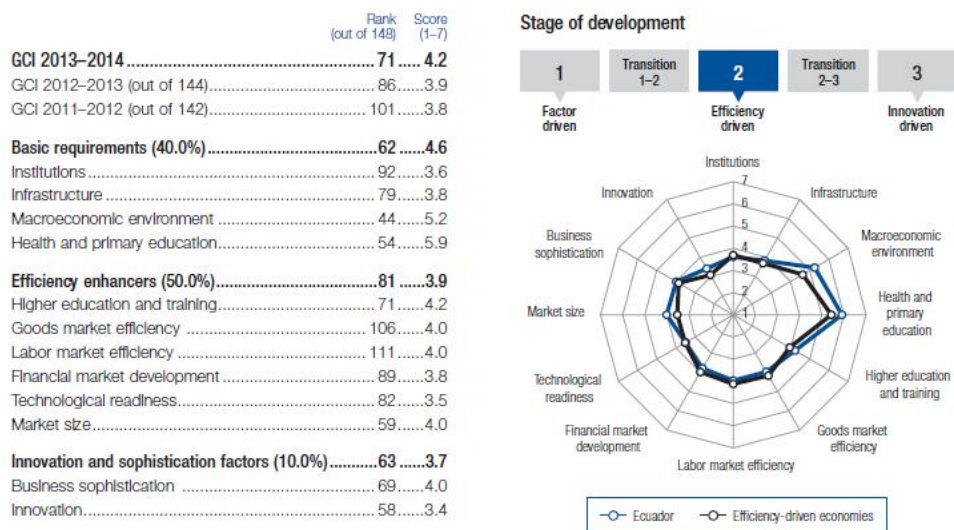
Ecuador se ubicó en el puesto 71 entre 144 países (con un índice de 4.18) en cuanto a las economías más competitivas del mundo, según el Informe de Competitividad Global 2013-2014 en el Foro Económico Mundial (FEM).

Ecuador ha mejorado 15 lugares en el ranking, su nueva ubicación en el puesto 71 se debió en gran medida a mejoras en factores de eficiencia (preparación tecnológica) y en factores de innovación; también en infraestructura y la estabilidad macroeconómica.

Los principales avances en el desarrollo de infraestructura (79), la calidad de la educación (62), y la innovación (58) han dado lugar a este resultado positivo, a pesar de estas áreas siguen siendo un reto.

Además, a pesar de una calificación crediticia baja país (121), Ecuador se beneficia de condiciones macroeconómicas estables (44) que ha facilitado el acceso a la financiación a través de la participación (54) y préstamos (31), permitiendo a las empresas locales para llevar a cabo proyectos de inversión.

Gráfico 4.13 Índices de Competitividad Global

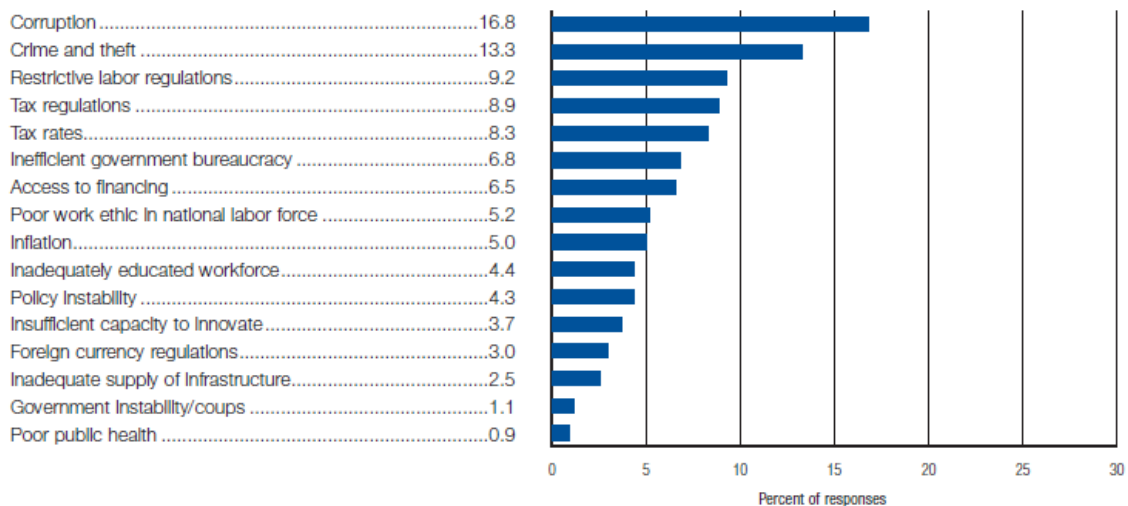


Fuente: Foro Económico Mundial, The Global Competitiveness Report 2013-2014.

Las mejoras en factores de eficiencia corresponden a variables de preparación tecnológica, como suscripciones de banda ancha por 100 habitantes (sube del puesto 80 al 77) y la banda ancha disponible (kb/s por usuario) (del puesto 47 pasa al 50).

A pesar de esta tendencia positiva, el país todavía se enfrenta a importantes desafíos que están obstaculizando su potencial de competitividad.

Gráfico 4.14 Factores en el Ecuador que inciden para hacer negocios



Fuente: Foro Económico Mundial, The Global Competitiveness Report 2013-2014

Los mejores del mundo en competitividad aún son Suiza (Nº 1 en el ranking, con un índice de 5.67) y Singapur (Nº 2, con 5.61). Los tres mejores países en competitividad en Latinoamérica son Chile (Nº 34, aunque cae un puesto con relación al ranking 2012), Panamá (Nº 40, manteniéndose en la misma posición) y Brasil (Nº 56, baja 8 posiciones).

ENTORNO ECOLÓGICO

Entre los principales cuerpos regulatorios se encuentran la Ley de Gestión Ambiental, la Ley de Prevención y Control de la Contaminación Ambiental, la Ley De la Calidad Ambiental, entre otras.

Todos fueron creadas con el fin de prevenir, controlar y sancionar a las actividades contaminantes a los recursos naturales; así como también establecer las directrices de política ambiental, determinar las obligaciones, niveles de participación de los sectores público y privado en la gestión ambiental y los límites permisibles, controles y sanciones dentro de este campo.

El Ministerio del Ambiente del Ecuador (MAE), a su vez ha desarrollado PUNTO VERDE, una herramienta para fomentar la competitividad del sector industrial y de servicios, comprometiéndolos con la protección y conservación del ambiente, con el objetivo de incentivar al sector público y privado, a emplear nuevas y mejores prácticas productivas y de servicios, mediante una comparación de indicadores por lo menos dos años de ejecución de actividades en los ejes temáticos de gestión de desechos, gestión de papel, uso eficiente de agua, energía y combustibles; capacitación y compras responsables.

ENTORNO LEGAL

Las leyes y regulaciones tienden a dar a conocer a los consumidores, la información nutricional elemental y básica que contienen tanto los productos fabricados localmente como los importados.

En base a esto se han venido publicando nuevas leyes y regulaciones como: la restricción de Importaciones de una gran cantidad de partidas arancelarias, gravando aranceles que van desde el 5% al 45%, afectando sustancialmente a la rentabilidad de las empresas importadoras y distribuidoras locales de tales bienes.

Con el fin de que el país pueda generar con sus propios recursos bienes sustitutos, y de esta manera evitar la salida de divisas a países extranjeros para lograr equilibrar la balanza de pagos del país.

En el aspecto tributario, también se registraron cambios en lo que respecta a la determinación del Impuesto a la Renta e incentivos a la Inversión local, con la puesta en vigencia de la Ley Orgánica de Incentivos a la Producción y Prevención del Fraude Fiscal.

- Estabilidad tributaria por el plazo del contrato de inversión suscrito para aquellas sociedades que realicen inversiones para la explotación de minería metálica a mediana y gran escala y suscriban un contrato de inversión para el efecto. Esta estabilidad también puede extenderse a los contratos de inversión de otros sectores adicionales (incluyendo las industrias básicas), cuando la inversión supere los USD 100 millones y cumpla con las condiciones establecidas en la ley.
- Estabilidad sobre la tarifa del Impuesto a la Renta (IR) para sociedades que suscriban contratos de inversión: 22% para inversiones destinadas a explotación de minería metálica a gran y mediana escala y para las industrias básicas; mientras que para sociedades de otros sectores que realicen inversiones que contribuyan al cambio de la matriz productiva, la tarifa será del 25%.
- Exoneración del IR por 10 años para inversiones nuevas y productivas en industrias básicas. Este plazo de exoneración podría, inclusive, extenderse por dos años adicionales si la inversión se realiza en cantones fronterizos del país.
- Las nuevas inversiones de sociedades constituidas antes de la vigencia del Código Orgánico de la Producción (29 de diciembre de 2010) tienen derecho a la deducción por cinco años del 100% adicional del costo o gasto de depreciación anual que generen las inversiones de activos fijos nuevos y productivos.

4.5.1. Interpretación de resultados.

En el análisis Pestel realizado se observa la importancia en el proceso de evaluación y análisis financiero de una empresa, efectuar un estudio de los factores en los que se desarrolla la organización y tener una idea del entorno externo actual de Inalecsa; dónde se desenvuelve para hacer frente a sus objetivos y alcanzar las metas propuestas.

Con las últimas medidas arancelarias para la importación, materia prima como aditivos para la elaboración de algunos de los productos Inalecsa; subieron de precios. Asimismo, se buscan estrategias para que proveedores puedan desarrollar localmente dichos aditivos.

Pese a ello, el entorno macroeconómico en que se desenvuelve Inalecsa es estable y no constituye riesgos específicos para los planes de crecimiento de la misma.

La industria de alimentos y bebidas además del mercado de snacks dulces y salados en Ecuador, presenta tendencias de crecimiento; al mismo tiempo los diferentes entornos analizados indican que existen las condiciones necesarias para obtener un incremento moderado en la demanda de sus productos.

4.6. ANALISIS DESCRIPTIVO DE INALECSA S.A.

Inalecsa es una mediana empresa del sector primario de la industria de Bebidas y Alimentos (Cuesta, 2011).

Líneas de Producción y Comercialización

Snacks de Plátano	Snacks de Papa	Snacks Maíz
Tortolines clásicos.	Sarita Rizada Natural	Ryskos
Tortolines Maduritos	Sarita Rizada Cebolla	Lunchi Pack Ryskos
Tortolines Picantes	Sarita Clásica	Tostitos
Tortolines Queso	Lunchi Pack Sarita Rizada	Lunchi Pack Tostitos
Tortolines Limón	Lunchi Pack Sarita Surtido	Nachos
Tortolines Artesanales		Lunchi Pack Nachos
Lunchi Pack Surtido		Tornaditos
Lunchi Pack Tortolines Clásico		Pizzerolas
Lunchi Pack Tortolines Surtido		Tostitos Jalapeños
		Ronditos
Snacks	Pastelería	Galletería
Tostachos	Alfajor Merengue	Bizcotelas

Chicharrones	Alfajor Chocolate	
Rosquitas	Alfajor	
Lunchi Pack Rosquitas	Alfajor Surtido	
Cuates		
Tortillas	Repostería	Repostería
Conchas de Maíz	Inacake	Chococake
Tortillas Wrap	Inacake Chocochips	Rebanadas Vainilla
Tortilla Integral	Bony Manjar	Rebanadas Chocolate y Vainilla
Tortilla de Trigo	Bony Mora	Negrito Caja
	Relleno	Negrito
	Tigretón	Mis gansitos
	Chocoloco Manjar	Lunchi Pack Repostería
	Chocoloco Mora	

Canales de Venta

La compañía tiene distribuido su canal de venta de la siguiente manera (Superintendencia de Compañías, 2013):

- Con fuerza de ventas y distribución propia atiende a toda la provincia del Guayas y Pichincha, la cual a su vez lleva los productos a las tiendas de barrios, estaciones de servicio, farmacias, las grandes cadenas de supermercados tales como Corporación El Rosado S.A., Corporación Favorita S.A., Tiendas Industriales Asociadas S.A., etc.
- Con los servicios de un tercero se atiende todo el resto de las provincias del país, tanto canal tradicional, como moderno.

Porcentaje de distribución entre canales

- Canal tradicional, comprendido todas las tiendas de barrio, todos los negocios informales y pequeños: 24%.
- Canal moderno, las estaciones de servicio, gasolineras, supermercados, farmacias, y medianos a grandes negocios: 39%.
- Distribuidor a nivel nacional (excepto Guayas y Pichincha): 37%.

Debido a las limitaciones en cuanto a la obtención de información de las ventas, no fue posible obtener los valores reales de años anteriores por territorio, los porcentajes de distribución establecidos anteriormente son datos actualizados a la fecha.

Territorio

La empresa distribuye sus productos de manera directa en la provincia del Guayas y a través de un tercero en el resto del país.

La compañía ha realizado exportaciones del producto Tortolín en sus presentaciones salado y picante a los siguientes países:

- Estados Unidos
- Brasil
- México
- Italia
- España

Histórico de Ventas, Crecimiento y Generación de Empleo

Se ha tomado referencia de acuerdo a la información obtenida: las ventas netas, crecimiento anual y margen de utilidad correspondiente a Inalecsa a partir del año 2000:

Cuadro 4.4 Histórico en Ventas - Inalecsa S.A.			
Año	Ventas Netas		Total
	Ventas Locales	Ventas al exterior	
2000	3,869,221.31	37,343.00	3,906,564.31
2001	6,841,099.77	30,382.00	6,871,481.77
2002	7,827,874.12	83,923.90	7,911,798.02
2003	8,885,645.63	82,009.70	8,967,655.33
2004	9,451,441.00	201,251.40	9,652,692.40
2005	10,172,101.94	224,478.80	10,396,580.74
2006	11,697,881.77	412,032.69	12,109,914.46

2007	13,291,293.61	347,177.86	13,638,471.47
2008	17,551,391.19	463,493.30	18,014,884.49
2009	19,934,854.62	733,484.30	20,668,338.92
2010	23,752,612.37	984,547.60	24,737,159.97
2011	29,635,980.42	800,996.00	30,436,976.42
2012	32,132,530.47	816,467.42	32,948,997.89
2013	37,847,769.23	957,232.34	38,805,001.57
2014	44,282,751.57	1,413,338.54	45,696,090.11

Fuente: Superintendencia De Compañías Del Ecuador.

Cuadro 4.5 Crecimiento Anual - Inalecsa S.A.

Año	Crecimiento	Utilidad neta por año	Margen de utilidad
2000		214,791.44	5.55%
2001	75.90%	751,918.92	10.99%
2002	15.14%	868,023.21	11.09%
2003	13.35%	856,094.13	9.63%
2004	7.64%	769,412.21	8.14%
2005	7.71%	759,390.57	7.47%
2006	16.48%	679,457.73	5.81%
2007	12.62%	674,946.32	5.08%
2008	32.09%	1,178,314.18	6.71%
2009	14.73%	1,792,611.00	8.99%
2010	19.69%	2,028,643.00	8.54%
2011	23.04%	2,642,157.00	8.92%
2012	8.25%	2,694,791.00	8.39%
2013	17.77%	3,596,372.00	9.50%
2014	17.76%	3,930,924.90	8.88%

Fuente: Superintendencia De Compañías Del Ecuador.

Año	No Empleados
2004	307
2005	309
2006	307
2007	306
2008	400
2009	414
2010	470
2011	462
2012	469
2013	720
2014	708

Fuente: Superintendencia De Compañías Del Ecuador.

4.6.1. Evolución de Ingresos

Por el período 2013-2014, Inalecsa generó un total de ingresos por US\$ 82.13 millones, 32.97% más que el período 2011-2012 (US\$61.76 millones).

El incremento en ventas se debe a que a partir del año 2013, la compañía cambió su modelo de distribución y canceló los contratos que mantenía suscritos con su distribuidor principal a nivel nacional Tiosa S.A., así como también cancela los contratos que mantenía suscritos con distribuidores independientes.

Luego de esto, Inalecsa contrata los servicios de la compañía Fideram para la distribución y comercialización de sus productos en el territorio ecuatoriano, a excepción de la provincia del Guayas, sector que es operado directamente por la compañía. Con este cambio Inalecsa logró superar en ventas en años anteriores, operando de manera oportuna el abastecimiento del mercado.

Con respecto a los precios de los productos, Inalecsa ajusta los precios de los mismos año a año de acuerdo a la inflación.

Gráfico 4.15 Evolución de ingresos (en millones de dólares)



4.6.2. Evolución de Costo de ventas

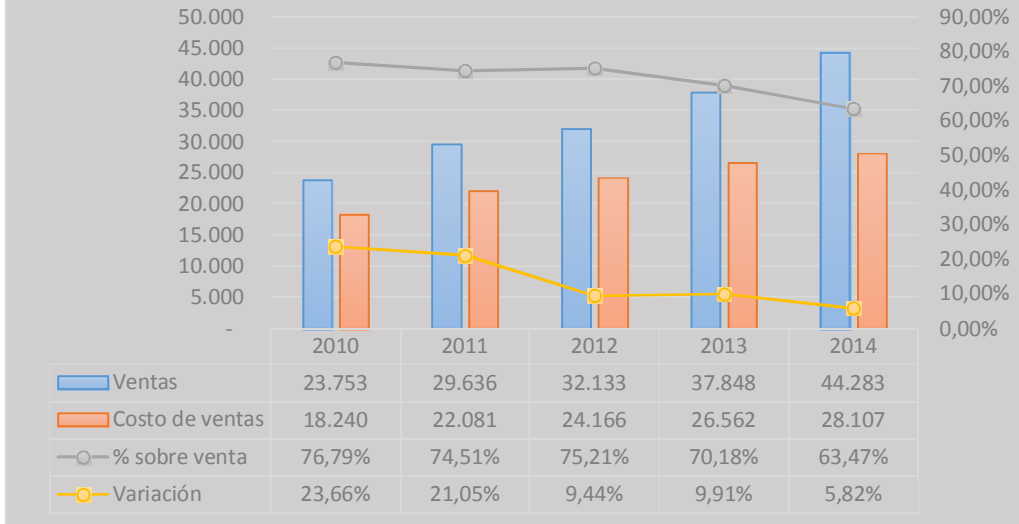
Representa un promedio del 72,03% sobre la venta, compuesto principalmente por el consumo de materias primas y material de empaque.

Actualmente, Inalecsa asegura el precio de compra de los insumos a través de negociaciones estratégicas con proveedores de las demás empresas del grupo, gestión que se ha visto reflejada en las disminuciones de los costos de los últimos 4 años (siendo el 75,21% en el 2012, y del 70,18% en el 2013 pasó a 63,47% en el 2014).

Sus principales materias primas y básicas para la producción son:

- Maíz
- Plátano
- Harina
- Azúcar
- Margarita
- Aceite
- Huevos

Gráfico 4.16 Evolución del costo de ventas (en millones de dólares)



4.6.3 Evolución de Gastos Operacionales

Al cierre del 2014, los gastos operativos ascendieron a US\$ 12.25 millones, lo que represento un 26.82% del total ingresos. En relación al año 2013, existió un incremento del 53,97% y en relación al año 2012 33.54%.

Gráfico 4.17 Evolución de gastos operacionales (en millones de dólares)

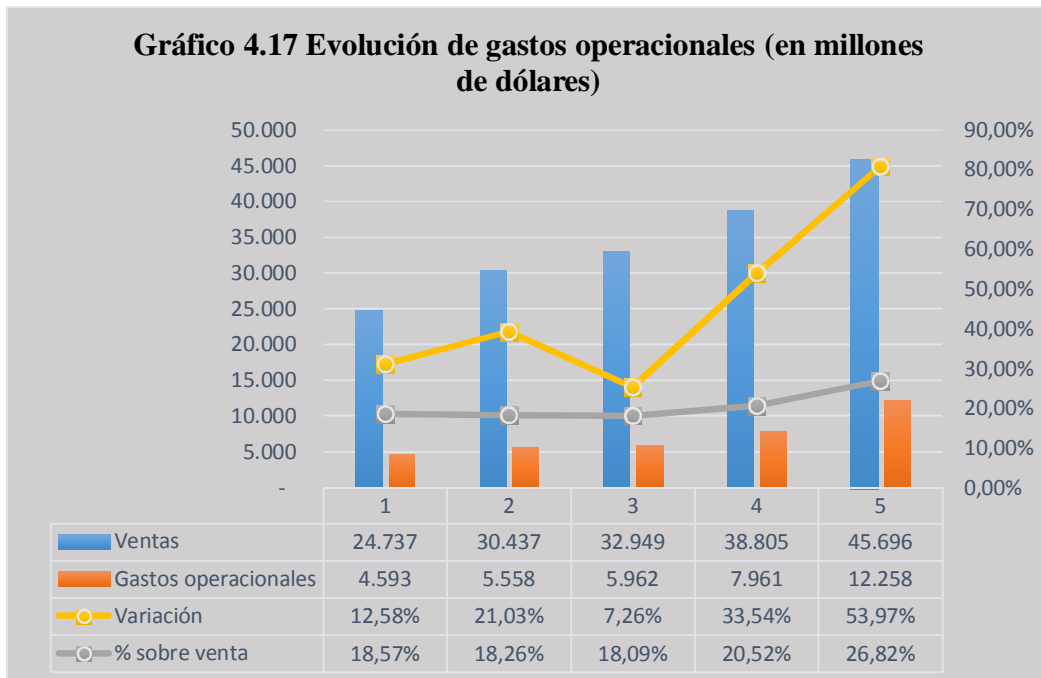
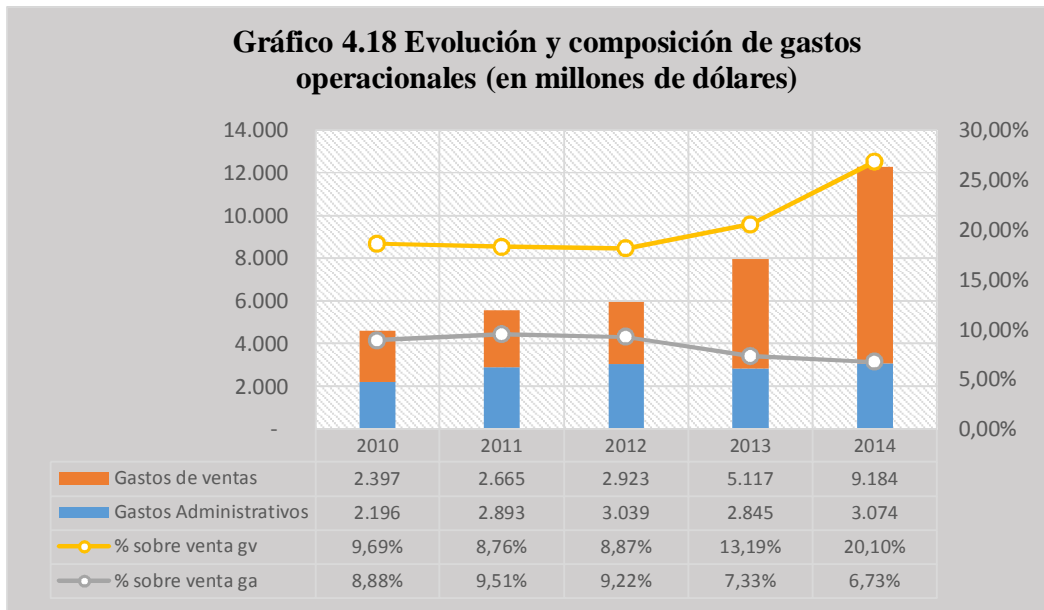


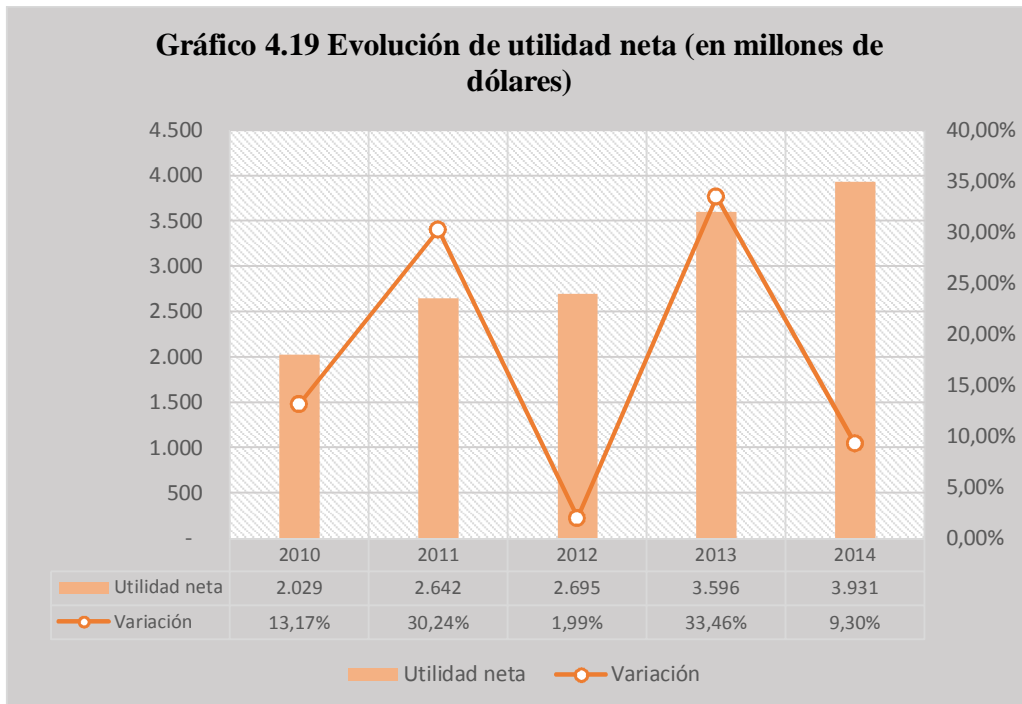
Gráfico 4.18 Evolución y composición de gastos operacionales (en millones de dólares)



4.6.4 Evolución de Utilidad Neta

Al cierre del año 2014, la compañía tuvo una utilidad neta mayor que el año 2013 en un 9.3%, incremento menor en relación al primero año bajo la administración de la multinacional (2013 33.46%).

Gráfico 4.19 Evolución de utilidad neta (en millones de dólares)



4.6.5. Evolución de la Estructura Financiera

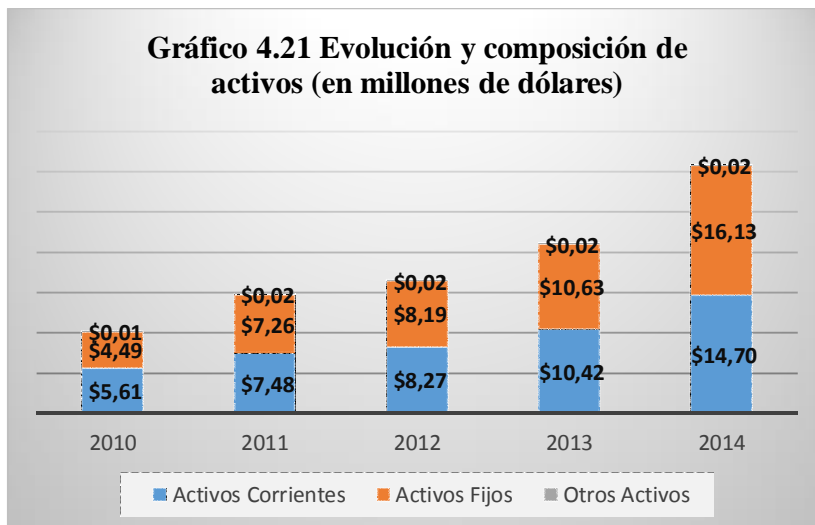
La estructura financiera de Inalecsa durante los últimos 5 años es como se muestra en el siguiente gráfico:



4.6.6. Evolución de Estructura de Activos

A Diciembre del 2014, el total de activos de Inalecsa ascendió a US\$30.85 millones, incrementándose en un 87.30% desde el año de transición (2013: US\$21.06 millones; 2012: US\$16.47 millones; 2011: US\$14.76 millones).

Los activos corrientes representan actualmente el 47.66% del total de activos, mientras que los activos fijos representan el 52.29%.



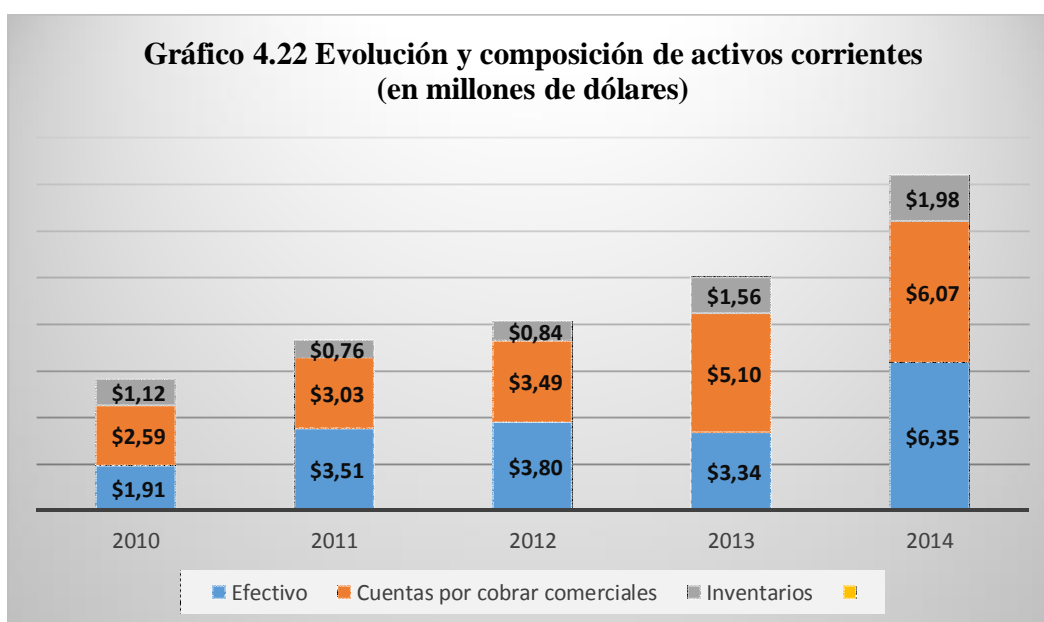
El rubro de efectivos y equivalente de efectivos cerró con US\$6.35 millones (2013 US\$3.34 millones; 2012 US\$3.8 millones; 2011 US\$3.51 millones).

El incremento del 90.09% se debe a la contratación de obligaciones financieras para financiamiento de capital de trabajo y proyectos de adquisición de activos fijos para incrementar la capacidad de producción.

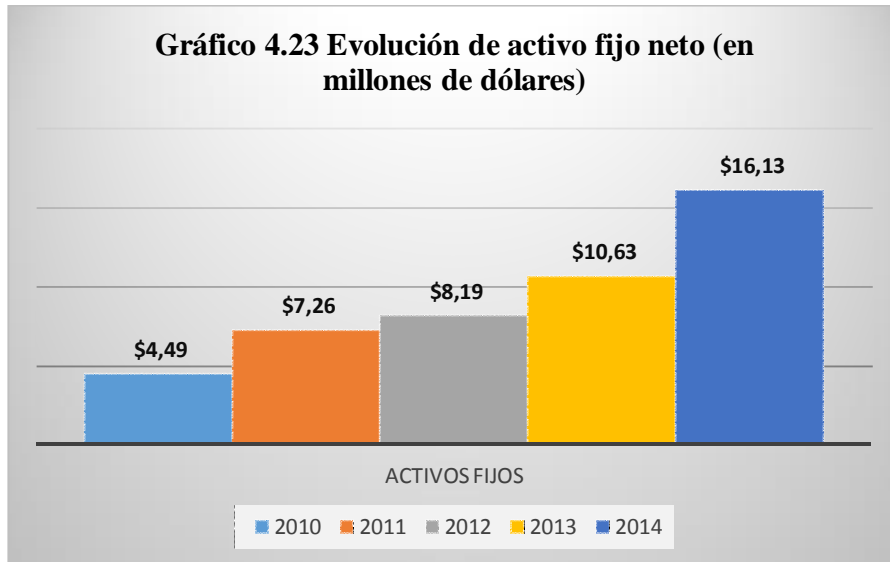
Las cuentas por cobrar comerciales ascendieron a US\$ 6.07 millones (2013 US\$ 5.10 millones; 2012 US\$3.49 millones; 2011 US\$3.03 millones).

Está conformada principalmente por la cartera de clientes nacionales y de exportación, mantiene políticas de crédito que van desde los 15 hasta 45 días, dato que se evidencia con la rotación de cuentas por cobrar, la cual mantiene un promedio de cobranza de 45 días en los últimos 3 años.

Los inventarios ascienden a US\$ 1.98 millones (2013 US\$1.56 millones; 2012 US\$0.84 millones; 2011 US\$0.76 millones), con un incremento de 4 días en la rotación de inventario (2014: 25 días; 2013: 21 días). Esto se debe al abastecimiento de insumos para la producción, principalmente de materias primas de importación.

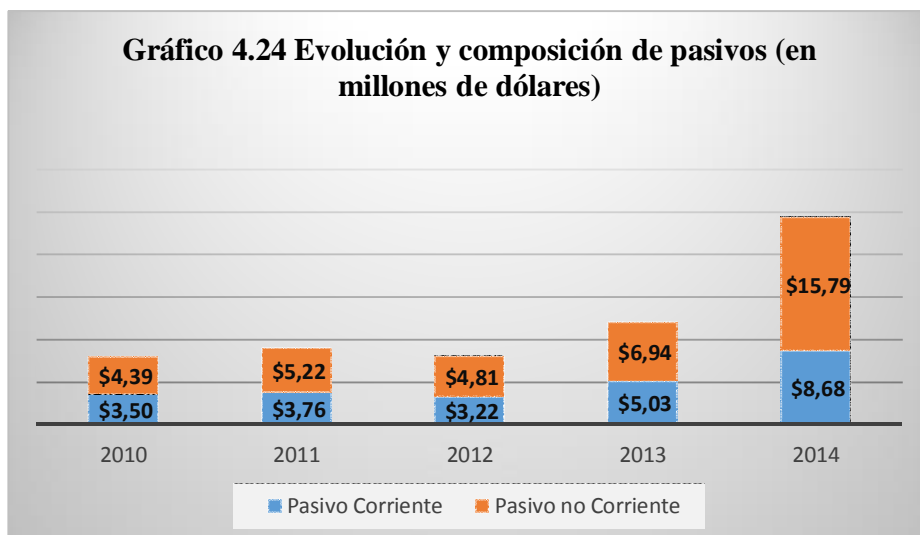


Los activos fijos ascendieron a US\$ 16.13 millones en el 2014, con un incremento de 51.79% más que el año 2013 (US\$ 10.63 millones), lo que representa también un 35.30% de la venta neta del 2014 versus 27.39% del año 2013.



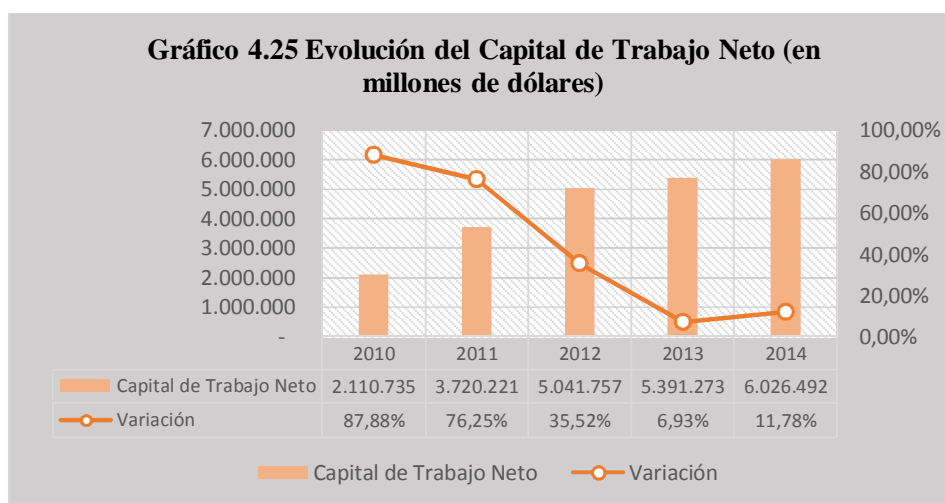
4.6.7. Evolución de la Estructura de Pasivos

El total de pasivos ascendió a US\$ 24.47 millones al finalizar el 2014, lo que representó un incremento de 104.47% en relación al año 2013.

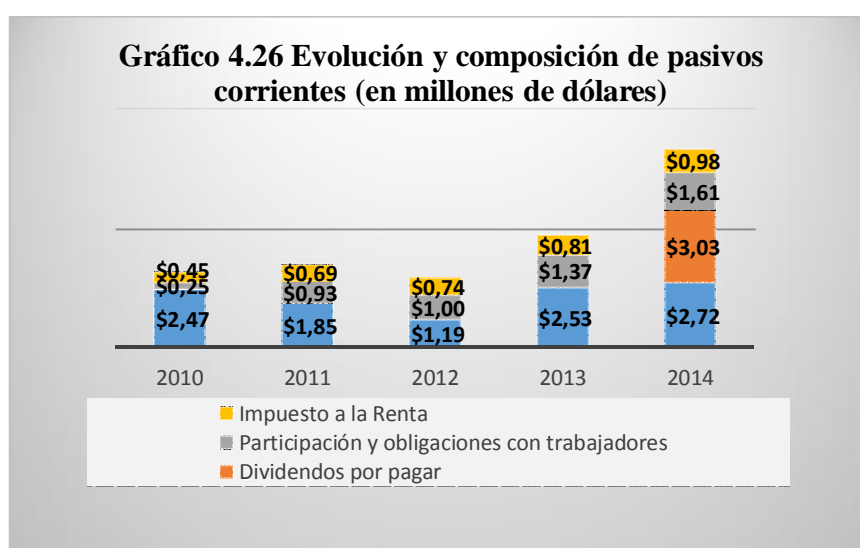


El pasivo corriente está compuesto por cuentas por pagar comerciales y a accionistas, impuestos por pagar, participación de trabajadores y otros beneficios sociales y otros pasivos corrientes menores.

Las cuentas por pagar comerciales presentan un incremento de 8% en relación al año 2013, y la política de pagos considera negociaciones con los proveedores hasta 60 días plazo. De tal manera que se logre mantener niveles óptimos de capital de trabajo neto, el mismo que será positivo en una empresa en crecimiento.



Inalecsa no mantiene una política de pago de dividendos, sin embargo durante el año 2014 la junta general de accionistas decreto el pago de dividendos correspondientes a la utilidad del ejercicio económico 2013. No se registran deudas financieras a corto plazo.



Los pasivos no corrientes están conformados por la deuda financiera a largo plazo y por las obligaciones de beneficios definidos con trabajadores, estas son la jubilación patronal y desahucio.



4.6.8. Evolución de la Estructura del Patrimonio

El patrimonio total de Inalecsa ascendió a US\$15.07 millones en el 2014, y tuvo un incremento de 14.31% en relación al 2013 (US\$14.13 millones), menor al de años anteriores (2013: 60,01%; 2012: 44.83%).



4.6.9. Interpretación de Resultados

En el análisis descriptivo realizado, como resultados se tiene que las exportaciones han jugado un papel importante para los ingresos, teniendo su nivel más alto al cierre del año 2014, con un crecimiento del 47.65%.

A su vez la disminución del costo de venta se debe a que en la actualidad Inalecsa cuenta con un sistema de costos que ha optimizado los consumos y desperdicios de la producción, de manera que ha mejorado la eficiencia de sus líneas, contribuyendo a las mejoras de sus márgenes de contribución.

El repunte en gastos se debe principalmente a la absorción de la distribución de ciertos canales de ventas en la ciudad de Guayaquil, a la inversión en publicidad y lanzamientos de nuevos productos.

No obstante el decremento que se produce en la Utilidad Neta se debe principalmente al cambio de estructura en sus operaciones de ventas, valor que espera recuperarse con el repunte en ventas e incursión en nuevos productos en los siguientes años.

La estructura de Activos de Inalecsa se incrementó en un 87.30% desde el año de transición (2013: US\$21.06 millones; 2012: US\$16.47 millones; 2011: US\$14.76 millones), esto producto del incremento en cuentas por cobrar comerciales, inventarios, e inversiones nuevas en bienes de capital.

Las adiciones en Activos Fijos se deben principalmente a ampliación de la planta de producción; adquisición de maquinarias y equipos para la línea de repostería; vehículos para fortalecer los canales de distribución; entre otros.

No han existido revalorizaciones sobre sus activos y sobre los mismos no existe ningún tipo de gravamen.

El incremento de la Estructura de Pasivos se atribuye al apalancamiento con proveedores, a la contratación de obligaciones financieras y a dividendos decretados.

Es importante resaltar que de los datos públicos tomados para el análisis financiero de Inalecsa, el año 2014 refleja por primera vez la contratación de una obligación a largo plazo con una entidad financiera.

En la Estructura Patrimonial se da una disminución debido principalmente a que en el año 2014 se decretaron dividendos por aproximadamente US\$3 millones.

El capital social suscrito y pagado asciende a US\$3.35 millones, no han existido aportes de capital por parte de los accionistas durante los últimos 4 años.

Tiene un total de reservas acumuladas por un monto de US\$4.54 millones, que comprenden principalmente reserva legal, reservas facultativas y ajustes por adopción de NIIF.

4.7. ANÁLISIS INTERNO DE RIESGO.

Las actividades de Inalecsa la exponen a una variedad de riesgos financieros tales como riesgos de mercado, riesgo de crédito y riesgo de liquidez.

El programa general de administración de riesgos de la empresa se centra principalmente en lo impredecible de los mercados financieros y trata de minimizar los posibles efectos adversos en su desempeño financiero, cabe señalar que la información dada a continuación corresponde al Informe de auditoría 2014, el cual se obtiene de la Superintendencia de Compañías del Ecuador.

RIESGOS DE MERCADO

1. Riesgo de tipo de cambio

Si bien se efectúan compras de materiales en Euros, debido a que la Administración adquiere ciertas materias primas importadas desde Europa para la producción; la empresa considera que el riesgo de tipo de cambio no tiene ningún impacto en las operaciones, pues las transacciones en otras monedas no son significativas.

2. Riesgo de precio y concentración

La empresa, se abastece de plátano y maíz de productores del mercado local, estableciendo con los productores compromisos de abastecimiento a largo plazo, fijando el precio de acuerdo al mercado, incorporando además un concepto de fidelidad.

3. Riesgo de que los mercados de exportación/otros países sufran deterioros en sus mercados o en su entorno económico.

El principal riesgo asociado con las exportaciones se encuentra relacionado con la recuperación de la cartera especialmente la cartera vinculada con el mercado Español debido a la crisis económica que ha atravesado este mercado durante los últimos años.

4. Riesgo de que la posición de mercado de la empresa se deteriore como consecuencia de la operación propia o de tercero, así como de las condiciones económicas.

Uno de los riesgos más comunes es el riesgo de que la posición de mercado de Inalecsa se deteriore como consecuencia de la operación propia o de terceros.

RIESGO DE CRÉDITO

El riesgo de crédito surge del efectivo y equivalentes de efectivo, instrumentos financieros y depósitos en bancos e instituciones financieras, así como de la exposición al crédito de los clientes, que incluye a los saldos pendientes de las cuentas por cobrar a clientes y a las transacciones comprometidas.

La diversificación de las cuentas por cobrar a clientes (incluido diversas áreas geográficas) y límites individuales de crédito son procedimientos adoptados para minimizar problemas de recuperación de estos activos que están alcanzados por este tipo de riesgos.

RIESGO DE LIQUIDEZ

La Gerencia Financiera es la que tiene la responsabilidad final por la gestión de liquidez y ha establecido un marco de trabajo apropiado para la gestión de liquidez de manera que pueda manejar los requerimientos de financiamiento a corto, mediano y largo plazo.

4.7.1. Interpretación de resultados.

Observando la exposición de los diferentes riesgos a los que Inalecsa se enfrenta, se tiene que la principal exposición a variación de precios y concentración de Inalecsa está relacionada con la compra de plátano y maíz.

Respecto a sus clientes, las políticas de crédito de Inalecsa están íntimamente relacionadas con el nivel de riesgo que está dispuesta a aceptar en el curso normal de los negocios.

La empresa no tiene una concentración de riesgos crediticios en el caso de cuentas por cobrar comerciales. La evaluación de crédito continua se realiza sobre la condición financiera de las transacciones de ventas.

Inalecsa maneja el riesgo de liquidez manteniendo reservas, facilidades financieras y de préstamo adecuadas, monitoreando continuamente los flujos efectivos proyectados y

reales y conciliando los perfiles de vencimiento de los activos y pasivos financieros.

Asimismo, la empresa ha mantenido durante los últimos años una importante participación en el mercado ecuatoriano de Snacks ubicándose dentro del ranking de las dos compañías más importantes de este sector debido a la alta calidad y variedad de productos que ofrece a sus consumidores.

4.8. ANÁLISIS DE INDICADORES FINANCIEROS.

4.8.1. Margen Bruto, operacional y neto.

El año 2014 cerró con una utilidad bruta en ventas de US\$ 17.85 millones, US\$4.8 millones más que el 2013 y relativamente alto en relación a años anteriores.

A más del incremento, esta gestión también generó mejora en el margen porcentual, siendo el 2014 el porcentaje más alto en los últimos 5 años.

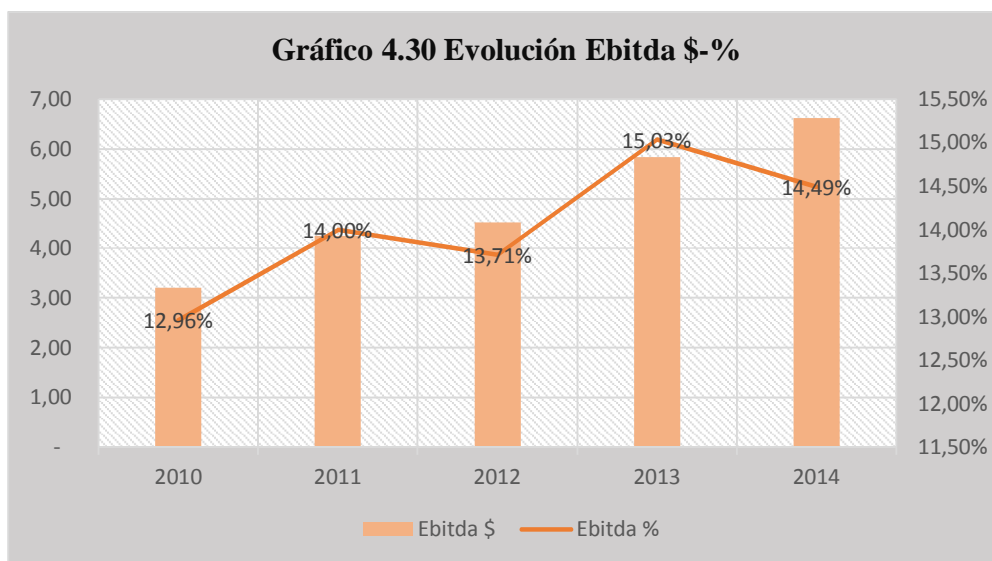
A pesar de incremento en los gastos operativos, el margen operacional tuvo un ligero decremento en un 6%, situación que espera recuperarse con los pronósticos de ventas por el lanzamiento de nuevos productos al mercado.



4.8.2. EBIDTA¹⁰.

A pesar del aumento en gastos operacionales, básicamente en los gastos de ventas, el EBITDA ha mostrado una tendencia positiva tanto en valores nominales como porcentuales.

¹⁰ Earning before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA) es un indicador que mide el margen bruto de explotación de la empresa antes de deducir los intereses, impuestos y amortizaciones.



4.8.3. Otros indicadores financieros.

A continuación se presenta un resumen de los principales indicadores de solvencia a corto y largo plazo, de rotación, de rentabilidad y valor de mercado.

Cuadro 4.7 Razones Financieras

Tipo	Indicador	2010	2011	2012	2013	2014
Razones de solvencia a corto plazo	Razón Circulante	1,60	1,99	2,56	2,07	1,69
	Razón Rápida	1,28	1,79	2,30	1,76	1,47
	Razón de efectivo	0,55	0,93	1,18	0,66	0,73
Razones de solvencia a largo plazo	Razón de deuda total	0,43	0,35	0,29	0,33	0,51
	Razón de deuda a capital	0,77	0,55	0,41	0,49	1,05
	Multiplicador del capital	1,77	1,55	1,41	1,49	2,05
Razones de utilización de los activos o de rotación	Rotación del inventario	16,35	29,23	28,70	16,99	14,21
	Días de venta del inventario	22,32	12,49	12,72	21,49	25,69
	Rotación de las cuentas por cobrar	9,56	10,05	9,45	7,61	7,53
	Días de venta en cuentas por cobrar	38,18	36,30	38,62	47,95	48,45
	Rotación de las cuentas por pagar	7,38	11,91	20,37	10,52	10,33
	Días de venta en cuentas por pagar	49,49	30,66	17,92	34,71	35,33
	Ciclo de Conversión	11,00	18,13	33,41	34,73	38,81
	Rotación de los activos totales	2,52	2,12	2,06	1,88	1,49
Razones de rentabilidad	Intensidad del capital	0,40	0,47	0,49	0,53	0,67
	Margen de utilidad	7,96%	8,44%	7,95%	9,09%	8,55%
	Rendimientos sobre los activos (ROA)	20,05%	17,91%	16,36%	17,07%	12,74%
Razones de valor mercado	Rendimientos sobre el capital (ROE)	35,46%	27,72%	23,11%	25,46%	26,09%
	Razón precio-utilidad	1,16	1,27	1,24	0,93	0,85
	Número de acciones	2.350.000	3.350.000	3.350.000	3.350.000	3.350.000

4.8.4. Interpretación de resultados.

Las gestiones logradas en el manejo de precios de los principales insumos, ocasionó una mejora en los márgenes de contribución.

La tendencia positiva que ha tenido el EBITDA se debe a los niveles de crecimiento en ventas que la compañía ha obtenido en los dos periodos de la nueva administración y el manejo eficiente de sus costos.

4.9. Análisis Comparativo de Indicadores con otras Empresas del Sector.

Para el análisis comparativo de indicadores, se tomó información de la Superintendencia de Compañías, la misma que proporciona todos los Estados e Información Financiera de las Empresas de país.

A su vez las empresas que fueron seleccionadas son aquellas que pertenecen al sector manufacturero, específicamente dedicadas a la producción de snacks y productos similares.

Dentro de la selección de empresas comparables también se tomaron en cuentas aspectos tales como: el tipo de actividad, productos que se fabrican y/o comercializan, los segmentos de mercado y mercados geográficos en los que opera, la nacionalidad, situación competitiva en el mercado, entre otros.

Cuadro 4.8 Indicadores Comparables con Compañías del Sector

Periodo	Ratio	Compañía				
		Inalecsa S.A.	Productos Cris Cia. Ltda.	Pastelo C.A.	Carlita Snacks Carlisnacks Cia. Ltda.	Banchisfood S.A.
2012	Razón circulante	2.56	1.32	1.53	1.05	2.43
	Razón Rápida	2.30	1.02	1.37	0.85	1.94
	Razón de deuda a capital	0.41	1.64	2.53	0.88	0.73
	Rotación de cartera	9.45	4.41	3.60	12.68	11.96
	Período medio de cobranza	38.62	82.75	101.29	28.77	30.53
	Período medio de pago	17.92	143.08	280.63	49.42	47.51
	Roa	16.36%	7.69%	17.92%	9.37%	13.07%
	Margen Bruto	30.28%	47.11%	45.78%	17.58%	33.66%
	Margen Operacional	12.02%	7.04%	14.39%	7.00%	10.05%
	Margen Neto	8.68%	3.60%	10.44%	4.55%	6.15%
	Roe	23.11%	39.63%	87.29%	27.11%	36.99%
2013	Razón circulante	2.07	2.26	1.31	0.80	1.88
	Razón Rápida	1.76	1.57	1.12	0.65	1.36
	Razón de deuda a capital	0.49	1.05	3.44	0.91	0.84
	Rotación de cartera	7.61	4.93	3.50	14.32	12.45
	Período medio de cobranza	47.95	74.08	104.28	25.49	29.32
	Período medio de pago	34.71	96.47	169.51	51.54	55.57
	Roa	17.07%	8.90%	2.61%	7.69%	12.36%
	Margen Bruto	33.56%	47.94%	40.59%	24.38%	38.85%
	Margen Operacional	13.04%	5.86%	2.34%	6.91%	11.28%
	Margen Neto	9.27%	3.90%	1.63%	4.18%	6.81%
	Roe	25.46%	27.44%	16.66%	24.30%	37.72%

Fuente: Superintendencia de Compañías (2015).

4.9.1. Interpretación de resultados.

En la mayoría de los indicadores, Inalecsa supera la media de la industria tanto antes como después de la compra, siendo el 2013 un año con mayor crecimiento en los indicadores de rentabilidad en relación al año anterior; producto de las gestiones de la nueva Administración.

Con estos indicadores, se puede visualizar que en comparación con otras empresas pertenecientes al sector de manufactura y a la actividad de producción de alimentos,

Inalecsa sobresale en la mayoría de ratios financieros y a los niveles óptimos establecidos en el capítulo 3. Esto refleja la buena gestión de la administración en el uso y manejo de sus recursos.

4.10. VALORACIÓN FINANCIERA DE INALECSA.

Para proceder a realizar la valoración pre y post adquisición de Inalecsa, se la realizará bajo el método de flujos de caja descontados a través del enfoque *APV*, debido a que el valor de la empresa que se pretende estimar pasará por un proceso de compra y se espera por ende que su estructura de capital varíe.

En la valoración que se realizará a Inalecsa antes de su compra se considera un periodo de planeación de 7 años, con fecha cierre al ejercicio 2012; mientras que la valoración post venta se considera un periodo de planeación de 5 años; en base a las cifras correspondiente al ejercicio 2014; se ha considerado distribuir de esa manera ambas valoraciones debido a que se espera calcular el valor de la empresa a la fecha actual en el caso que se mantuviera la antigua gestión o la nueva administración y poder establecer comparación.

En los años proyectados para las dos valoraciones respectivas se tomará el periodo 2015-2019; distribuidos de la siguiente manera:

- Valor de Inalecsa al 2012 (Administración Familiar): Periodo de proyección 2013-2019.
- Valor de Inalecsa al 2014 (Administración no Familiar): Periodo de proyección 2015-2019.

Con base en datos históricos y en los análisis previos realizados, como primer punto se estimaran las proyecciones para determinar los flujos de caja de efectivo, aplicándose las proyecciones a las cifras obtenidas tanto en el año 2012 como en el 2014.

Además se aplicará una tasa impositiva del 33,70% correspondiente al 22% de impuesto a la renta y 15% participación para empleados.

Costo del Capital Accionario

El costo de capital es la tasa requerida del rendimiento esperado sobre un activo financiero de riesgo comparable. El costo del capital accionario se estima utilizando el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) como se indica (Ross, Westerfield & Jaffe, 2012):

$$K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$$

Dónde:

Rf = Tasa Libre de Riesgo

ERP = Prima de Riesgo del Mercado de Capitales

β = Beta

Spread = Prima por Riesgo País

- Tasa libre de riesgo (Rf)- se consideró como la tasa de rendimiento de un bono a tasa fija del gobierno de Estados Unidos a 30 años, denominado en US\$, que al 16 de Julio del 2015 ascendía a 3.11%. (Topa, 2008)
- Beta (β)- con la finalidad de determinar el factor beta apropiado para el negocio, se consideró la beta apalancada de la industria, de acuerdo con la información extraída es de 0.99. (Damodaran, 2015).
- Prima de riesgo del mercado de capitales (ERP)- se obtuvo como el promedio histórico de la diferencia de rendimientos entre el mercado accionario y bonos de la Tesorería de Estados Unidos entre 1928 y 2014. Dicha diferencia es de 4.6% (Damodaran, 2015).
- Adicionalmente, se ha considerado un Spread de 8.99% derivada de la calificación de riesgo país asignada a Ecuador (BCE, 2015).
- Finalmente los ítems enumerados anteriormente componen el costo del capital accionario, de 16.67%, para ambas valoraciones.

4.10.1. VALORACIÓN PROYECTADA BAJO GESTIÓN FAMILIAR.

Es muy importante señalar las siguientes consideraciones que han sido tomadas en cuenta para realizar la valoración de Inalecsa pre-adquisición (Administración Familiar):

- Existencia de una política conservadora en el transcurso de la gestión familiar.

- Inalecsa no posee deuda en la antigua administración debido a que sus propios ingresos generados en ventas les permitió costear gastos y al mismo tiempo reinvertir su capital.

**Cuadro 4.9 Elaboración de Supuestos para proyectar los Flujos de Caja
(Administración Familiar)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Perpetuo	
SUPUESTOS PARA PROYECTAR LOS FLUJOS DE CAJA	Crecimiento en ventas								
	19.51%	16%	16%	16%	16%	16%	16%		
	Costo de ventas sobre ventas								
	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%		
	Gastos operativos sobre ventas								
	18%	17%	17%	17%	17%	17%	17%		
	Gastos financieros sobre ventas								
	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		
	Tasa impositiva								
	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%		
	Capex								
	\$2.5MM	\$3MM	\$3MM	\$3MM	\$3MM	\$3MM	\$3MM		
	Crecimiento Depreciación								
4%	4%	5%	6%	7%	8%	9%			
								3.5%	

- De acuerdo con información de la Administración anterior, en 2012 el segmento de los snacks (conformado por productos como botanas de maíz, plátano, papa, tortilla, entre otros) contribuyó en un 66.8% de las ventas de Inalecsa, mientras los segmentos de pastelería y galletería aportaron el 26.2% y 7.0% de los ingresos, respectivamente.
- Para el capital de trabajo se ha considerado el mismo comportamiento en ventas.

Costo Promedio Ponderado de Capital

- La tasa de descuento fue determinada con base en el WACC, o Costo Promedio Ponderado del Capital.
- El WACC refleja el costo del capital determinado con base en el promedio ponderado (a valor de mercado) del costo de todas las fuentes de financiamiento (Ross, Westerfield & Jaffe, 2012) que forman parte de la estructura de capital de Inalecsa.
- El promedio ponderado del costo de oportunidad de los accionistas y de los acreedores es el retorno esperado que deberían de obtener por su inversión y por ello se usa como la

tasa de descuento para convertir a valor presente los beneficios futuros que podría recibir un inversionista.

$$WACC = W_d * K_d(1-T) + W_p * K_p$$

Para determinar la tasa WACC, se consideró la estructura de capital objetivo (Año 2012) para INALECSA S.A, financiada al 100% con recursos propios, de acuerdo a la información presentada con la que se cerró el Balance General año 2012.

Como resultado de las consideraciones anteriores, se obtiene un WACC en US\$, en términos nominales de 16.67%.

Cuadro 4.10 Estimación de la Tasa de Descuento

Rubro	Valor	Fuente
Costo de la deuda		Inalecsa no tuvo endeudamiento en Administración Familiar
Tipo impositivo	33,7%	
Costo neto de la deuda	0,00%	
Costo de los recursos propios		
Beta desapalancada	0,82	Betas promedio por sector (Damodaran, 2015)
Beta apalancada	0,99	Betas promedio por sector (Damodaran, 2015)
Proporción de deuda	0,00	
Rendimiento de bono a 30 años	3,11%	Promedio del rendimiento anual en 30Y T.Bonds durante el mes de julio del 2015 (Topa, 2008)
Prima de riesgo del mercado	4,60%	Promedio historico geometrico (1928-2014) de los excesos de retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds (Damodaran, 2015)
Default Spread Ecuador	8,99%	Riesgo pais promedio julio/2015 (Banco Central del Ecuador, 2015)
Costo apalancado de los recursos propios	16,67%	
Proporción de los recursos propios	1,00	
Costo estimado del capital WACC	16,67%	

Cuadro 4.11 Cuenta de Resultados Proforma

	Pre-adquisición	Cuenta de resultados pro forma						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	\$ 33,898,383.00	\$ 40,511,957.52	\$ 46,993,870.73	\$ 54,512,890.04	\$ 63,234,952.45	\$ 73,352,544.84	\$ 85,088,952.02	\$ 98,703,184.34
Costo de los bienes vendidos	\$ 24,166,094.00	\$ 28,358,370.27	\$ 32,895,709.51	\$ 38,159,023.03	\$ 44,264,466.72	\$ 51,346,781.39	\$ 59,562,266.41	\$ 69,092,229.04
Utilidad bruta	\$ 9,732,289.00	\$ 12,153,587.26	\$ 14,098,161.22	\$ 16,353,867.01	\$ 18,970,485.74	\$ 22,005,763.45	\$ 25,526,685.61	\$ 29,610,955.30
Gastos grales. y administ.	-\$ 5,214,928.00	-\$ 7,292,152.35	-\$ 7,988,958.02	-\$ 8,994,626.86	-\$ 10,749,941.92	-\$ 12,469,932.62	-\$ 14,465,121.84	-\$ 16,779,541.34
Gastos por amortización	-\$ 746,802.00	-\$ 776,674.08	-\$ 807,741.04	-\$ 848,128.10	-\$ 899,015.78	-\$ 961,946.89	-\$ 1,038,902.64	-\$ 1,132,403.87
Ingreso operativo neto	\$ 3,770,559.00	\$ 4,084,760.82	\$ 5,301,462.15	\$ 6,511,112.06	\$ 7,321,528.04	\$ 8,573,883.94	\$ 10,022,661.13	\$ 11,699,010.09
Gasto por intereses	-\$ 44,291.00	-\$ 40,511.96	-\$ 46,993.87	-\$ 54,512.89	-\$ 63,234.95	-\$ 73,352.54	-\$ 85,088.95	-\$ 98,703.18
Beneficio antes de impuestos	\$ 3,726,268.00	\$ 4,044,248.87	\$ 5,254,468.28	\$ 6,456,599.17	\$ 7,258,293.09	\$ 8,500,531.40	\$ 9,937,572.17	\$ 11,600,306.91
Impuestos	-\$ 1,031,477.00	-\$ 1,362,911.87	-\$ 1,770,755.81	-\$ 2,175,873.92	-\$ 2,446,044.77	-\$ 2,864,679.08	-\$ 3,348,961.82	-\$ 3,909,303.43
Ingreso neto	\$ 2,694,791.00	\$ 2,681,337.00	\$ 3,483,712.47	\$ 4,280,725.25	\$ 4,812,248.32	\$ 5,635,852.32	\$ 6,588,610.35	\$ 7,691,003.48
Dato adicional del NWT	\$ 1,321,536.00	\$ 257,831.67	\$ 252,698.83	\$ 293,130.64	\$ 340,031.54	\$ 394,436.59	\$ 457,546.44	\$ 530,753.87

Cuadro 4.12 Estimaciones del flujo de caja del periodo de planificación 2015-2019 (FFCF) Administración Familiar

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingreso operativo neto	\$ 6,511,112.06	\$ 7,321,528.04	\$ 8,573,883.94	\$ 10,022,661.13	\$ 11,699,010.09
Menos: impuestos	-\$ 2,194,244.76	-\$ 2,467,354.95	-\$ 2,889,398.89	-\$ 3,377,636.80	-\$ 3,942,566.40
NOPAT	\$ 4,316,867.30	\$ 4,854,173.09	\$ 5,684,485.05	\$ 6,645,024.33	\$ 7,756,443.69
Mas: amortización	\$ 848,128.10	\$ 899,015.78	\$ 961,946.89	\$ 1,038,902.64	\$ 1,132,403.87
Menos: CAPEX	-\$ 2,500,000.00	-\$ 3,000,000.00	-\$ 3,000,000.00	-\$ 3,000,000.00	-\$ 3,000,000.00
Menos: variación en NWC	-\$ 293,130.64	-\$ 340,031.54	-\$ 394,436.59	-\$ 457,546.44	-\$ 530,753.87
Igual FFCF	\$ 2,371,864.75	\$ 2,413,157.33	\$ 3,251,995.35	\$ 4,226,380.52	\$ 5,358,093.69

El concepto de ahorros fiscales tiene su origen en el hecho de financiar la empresa con deuda, particularmente para el menor pago de impuestos que realiza la empresa por concepto de intereses correspondientes a la deuda en cada periodo. Para hallar el valor de los ahorros fiscales se multiplica los intereses de la deuda por la tasa impositiva. En esta valoración no se tendrá ahorros fiscales por cuanto en la gestión familiar no se contrajo deuda en ningún periodo administrativo hasta antes de su venta.

Estimación Valores Residuales

El valor residual, es el valor del flujo de caja y de ahorros fiscales esperado por la empresa después del período explícito de la proyección.

- El cálculo correspondiente a utilizar se basa en el modelo de crecimiento de Gordon, el mismo que consiste en calcular un crecimiento perpetuo; asumiendo que la empresa se mantendrá en crecimiento.
- Para estimar el valor residual de los flujos de caja, mantendremos el supuesto que los flujos de caja que la empresa espera generar tras el final del periodo de planificación (2019) será a una tasa constante del 3.5%.
- El flujo de caja que se espera que la empresa genere en el año n, es el que se asumirá que crecerá de forma perpetua. El valor residual será el valor presente de esa serie de flujos de caja. Donde Valor residual es igual a:

$$\text{Valor residual} = \frac{\text{FC}(t_n) * (1 + \text{tasa de crecimiento})}{\text{Tasa de descuento } \text{ó} \text{ Tasa de crecimiento}}$$

Cuadro 4.13 Estimación del Valor Residual de los Flujos de Caja

Flujo caja 2019	\$	5.358.093,69
Tasa de crecimiento		3,5%
Costo patrimonial		16,67%
Valor residual flujos	\$	42.119.000,67

Cuadro 4.14 Cálculo Valor Financiero Inalecsa S.A. (Administración Familiar)

	2015	2016	2017	2018	2019
Flujos de caja	\$ 2.371.864,75	\$ 2.413.157,33	\$ 3.251.995,35	\$ 4.226.380,52	\$ 5.358.093,69
Valor residual flujos de caja					\$ 42.119.000,67
Total flujos	\$ 2.371.864,75	\$ 2.413.157,33	\$ 3.251.995,35	\$ 4.226.380,52	\$ 47.477.094,36

Valor actual flujos de caja

Valoración de la empresa	\$30.101.227,57
---------------------------------	------------------------

El valor de la empresa por el método de flujos de caja de descontados bajo el enfoque APV es el valor actual de los flujos de caja proyectados descontados a la tasa del costo estimado de capital (WACC).

De esta manera se determina que el valor financiero de INALECSA S.A. (con los datos proyectados bajo la permanencia de un escenario en Administración Familiar), es de **\$30'101,227.57**.

4.10.2. VALORACIÓN PROYECTADA BAJO GESTIÓN NO FAMILIAR.

A continuación se señala las consideraciones que se tomaron para la elaboración de los supuestos con los cuales se efectuó la valoración de Inalecsa al año 2014 (Administración No Familiar):

- Planes de crecimiento de ventas agresivos, en base a la creación e innovación del portafolio de productos y a la disponibilidad de mercado.
- Se modifica la estructura financiera ya que a partir del 2014 Inalecsa contrae deuda por financiamiento de inversiones.
- Para el capital de trabajo se ha considerado el mismo comportamiento en ventas.
- Altas inversiones en Capex para apoyar el crecimiento en ventas.
- Niveles de gastos financieros con tendencia creciente, debido a la contratación de nuevas obligaciones para las inversiones en Capex.
- Incremento en gastos de depreciación por la niveles de inversión en Capex.
- Tasa de crecimiento perpetuo del 4% para la industria.
- Optimización de los costos de ventas y mejora en los márgenes de contribución.

- Las necesidades de capital de trabajo varían en igual proporción que la variación de las ventas.
- Se considera tasa de deuda del 2.82%, debido a que la deuda contraída en el año 2014 fue contratada con un banco del exterior, siendo estas mucho más bajas que las tasas que ofrecen los bancos ecuatorianos en este tipo de créditos.

**Cuadro 4.15 Elaboración de Supuestos para proyectar los Flujos de Caja
(Administración no Familiar)**

	2015	2016	2017	2018	2019	Crecimiento Perpetuo
SUPUESTOS PARA PROYECTAR LOS FLUJOS DE CAJA	Crecimiento en ventas					
	10%	16%	20%	20%	20%	
	Costo de ventas sobre ventas					
	61%	61%	62%	62%	62%	
	Gastos operativos sobre ventas					
	24%	24%	24%	24%	24%	
	Gastos financieros sobre ventas					
	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	
	Tasa impositiva					
	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%	
	Capex					
\$8MM	\$6MM	\$6MM	\$5MM	\$4MM		
Crecimiento Depreciación						
20%	20%	15%	15%	15%		
						4%

Costo Promedio Ponderado de Capital

Para determinar la tasa WACC, se consideró la estructura de capital objetivo (Año 2014) para la industria, conformada por 50% de deuda y 50% de capital accionario.

Como resultado de las consideraciones anteriores, se obtiene un WACC en US\$, en términos nominales de 9.27%.

Cuadro 4.16 Estimación de la Tasa de Descuento

Rubro	Valor	Fuente
Costo de la deuda	2.8%	Tasa de Interés de obligaciones financieras (Informe Auditoría 2014)
Tipo impositivo	33.7%	
Costo neto de la deuda	1.87%	
Costo de los recursos propios		
Beta desapalancada	0.82	Betas promedio por sector (Damodaran, 2015)
Beta apalancada	0.99	Betas promedio por sector (Damodaran, 2015)
Proporción de deuda	0.50	Proporción al cierre de Diciembre 2014
Rendimiento de bono a 30 años	3.11%	Promedio del rendimiento anual en 30Y T.Bonds durante el mes de julio del 2015 (Topa, 2008)
Prima de riesgo del mercado	4.60%	Promedio historico geometrico (1928-2014) de los excesos de retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds (Damodaran, 2015)
Default Spread Ecuador	8.99%	Riesgo pais promedio julio/2015 (Banco Central del Ecuador, 2015)
Costo apalancado de los recursos propios	16.67%	
Proporción de los recursos propios	0.50	Proporción al cierre de Diciembre 2014
Costo estimado del capital WACC	9.27%	

Cuadro 4.17 Cuenta de Resultados Proforma

	Post- adquisición	Cuenta de resultados pro forma				
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	\$ 45,966,958.00	\$ 50,563,653.80	\$ 58,608,055.10	\$ 70,329,666.11	\$ 84,580,094.32	\$ 101,178,032.71
Costo de los bienes vendidos	\$ 28,107,154.00	\$ 30,843,828.82	\$ 35,750,913.61	\$ 43,252,744.66	\$ 52,016,758.01	\$ 62,730,380.28
Utilidad bruta	\$ 17,859,804.00	\$ 19,719,824.98	\$ 22,857,141.49	\$ 27,076,921.45	\$ 32,563,336.31	\$ 38,447,652.43
Gastos grales. y administ.	-\$ 11,236,909.00	-\$ 11,882,458.64	-\$ 13,772,892.95	-\$ 16,527,471.54	-\$ 19,876,322.17	-\$ 23,776,837.69
Gastos por amortización	-\$ 1,020,751.00	-\$ 1,224,901.20	-\$ 1,469,881.44	-\$ 1,690,363.66	-\$ 1,943,918.20	-\$ 2,235,505.94
Ingreso operativo neto	\$ 5,602,144.00	\$ 6,612,465.14	\$ 7,614,367.10	\$ 8,859,086.26	\$ 10,743,095.94	\$ 12,435,308.81
Gasto por intereses	-\$ 234,271.00	-\$ 252,818.27	-\$ 468,864.44	-\$ 632,967.00	-\$ 845,800.94	-\$ 1,062,369.34
Beneficio antes de impuestos	\$ 5,367,873.00	\$ 6,359,646.87	\$ 7,145,502.66	\$ 8,226,119.27	\$ 9,897,295.00	\$ 11,372,939.46
Impuestos	-\$ 1,436,948.00	-\$ 2,143,201.00	-\$ 2,408,034.40	-\$ 2,772,202.19	-\$ 3,335,388.42	-\$ 3,832,680.60
Ingreso neto	\$ 3,930,925.00	\$ 4,216,445.87	\$ 4,737,468.26	\$ 5,453,917.07	\$ 6,561,906.59	\$ 7,540,258.86
Dato adicional del NWT	\$ 3,660,000.00	\$ 366,000.00	\$ 640,514.62	\$ 933,302.92	\$ 1,134,653.44	\$ 1,321,567.86

Cuadro 4.18 Estimaciones del flujo de caja del periodo de planificación 2015-2019

(FFCF) Administración no Familiar

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingreso operativo neto	\$ 6,612,465.14	\$ 7,614,367.10	\$ 8,859,086.26	\$ 10,743,095.94	\$ 12,435,308.81
Menos: impuestos	-\$ 2,228,400.75	-\$ 2,566,041.71	-\$ 2,985,512.07	-\$ 3,620,423.33	-\$ 4,190,699.07
NOPAT	\$ 4,384,064.39	\$ 5,048,325.39	\$ 5,873,574.19	\$ 7,122,672.61	\$ 8,244,609.74
Mas: amortización	\$ 1,224,901.20	\$ 1,469,881.44	\$ 1,690,363.66	\$ 1,943,918.20	\$ 2,235,505.94
Menos: CAPEX	-\$ 8,000,000.00	-\$ 6,000,000.00	-\$ 6,000,000.00	-\$ 5,000,000.00	-\$ 4,000,000.00
Menos: variación en NWC	-\$ 366,000.00	-\$ 640,514.62	-\$ 933,302.92	-\$ 1,134,653.44	-\$ 1,321,567.86
Igual FFCF	-\$ 2,757,034.41	-\$ 122,307.80	\$ 630,634.92	\$ 2,931,937.37	\$ 5,158,547.81

Inalecsa en su nueva administración (No Familiar) contrajo en el año 2014 financiamiento con un banco del exterior, debido a las bajas tasas que ofrecen para créditos.

Cuadro 4.19 Ahorros fiscales proyectados por 5 años

	2015	2016	2017	2018	2019
Gastos financieros	\$ 252,818.27	\$ 468,864.44	\$ 632,967.00	\$ 845,800.94	\$ 1,062,369.34
Tasa Impositiva	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%	33.70%
Ahorros fiscales	\$ 85,199.76	\$ 158,007.32	\$ 213,309.88	\$ 285,034.92	\$ 358,018.47

Para estimar el valor residual de los flujos de caja, mantendremos el supuesto que los flujos de caja que la empresa espera generar tras el final del periodo de planificación (2019) serán a una tasa constante del 4%.

Cuadro 4.20 Estimación del Valor Residual de los Flujos de Caja

Flujo caja 2019	\$	5,158,547.81
Tasa de crecimiento		4%
Costo patrimonial		9.27%
Valor residual flujos	\$	101,837,006.53

Para estimar el valor residual de los flujos de caja, mantendremos el supuesto que los flujos de caja que la empresa espera generar tras el final del periodo de planificación (2019) serán a una tasa constante del 1%.

Cuadro 4.21 Estimación del Valor Residual de los Ahorros Fiscales

Ahorro Fiscal 2019	\$	358,018.47
Tasa de crecimiento		1%
Costo de la deuda		2.82%
Valor residual flujos	\$	19,868,057.88

Cuadro 4.22 Cálculo Valor Financiero Inalecsa S.A. (Administración no Familiar)

	2015	2016	2017	2018	2019
Flujos de caja	-\$ 2,757,034.41	-\$ 122,307.80	\$ 630,634.92	\$ 2,931,937.37	\$ 5,158,547.81
Valor residual flujos de caja					\$ 101,837,006.53
Total flujos	-\$ 2,757,034.41	-\$ 122,307.80	\$ 630,634.92	\$ 2,931,937.37	\$ 106,995,554.34
Ahorros fiscales	\$ 85,199.76	\$ 158,007.32	\$ 213,309.88	\$ 285,034.92	\$ 358,018.47
Valor residual ahorros fiscales					\$ 19,868,057.88
Total de ahorros fiscales	\$ 85,199.76	\$ 158,007.32	\$ 213,309.88	\$ 285,034.92	\$ 20,226,076.35
Valor actual flujos de caja	\$ 68,605,302.23				
Valor actual ahorros fiscales	\$ 18,284,030.49				
Valoración de la empresa	\$86,889,332.72				

De esta manera se determina que el valor financiero de INALECSA S.A. (con los datos proyectados bajo la permanencia de un escenario en Administración no Familiar), es de **\$86'889,332.72**.

4.10.3. INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS.

Realizada la Valoración de la Firma en los periodos anteriormente señalados, siendo ésta una herramienta financiera de gran relevancia; aunque la administración extranjera (no familiar) no ha realizado aportes de capital durante la gestión (2013-Actualidad) para financiar las inversiones de Inalecsa, los resultados muestran que la empresa ha incrementado su valor.

En la Valoración de la Firma, bajo los dos escenarios (Administración Familiar y no Familiar); el Free Cash Flow se ubica alrededor de 5 millones de dólares. Se puede observar que la diferencia existe cuando ARCA Continental compra INALECSA, cambia su estructura de financiamiento al adquirir deuda al 2,8%. Lo cual hace que esa gestión financiera del nuevo accionista agregue valor al ocasionar que la tasa WACC sea 9.27% (menor que la tasa WACC utilizada para la estructura de financiamiento en la Administración familiar), por ende la valoración de la empresa es mayor.

Las sinergias, cambios en el gobierno corporativo, planes de crecimiento, innovación en la creación de nuevos productos, expansión de la marca a otros territorios, hacen que Inalecsa genere valor agregado al negocio y por consiguiente a los accionistas,

haciendo atractiva la inversión extranjera en empresas ecuatorianas debido a la alta rentabilidad que genera y al payback de la inversión.

El hecho de formar parte de una multinacional de gran prestigio a nivel mundial como lo es Coca Cola, genera un valor implícito en las marcas de Inalecsa al incluirla dentro de cada uno de los empaques de sus productos.

Si bien es cierto los planes de crecimiento de Inalecsa son muy ambiciosos, dentro de la cultura organizacional de Arca Continental la base fundamental para este crecimiento es el capital humano. Tal como se visualiza en el capítulo 4, la estructura departamental ha tenido un gran crecimiento en relación a la que existía en la administración familiar, esto evidencia la cultura de la empresa de contar con una base de recursos humanos capacitada y capaz de poder acompañar a la compañía en la búsqueda de sus objetivos.

El crecimiento de los negocios internacionales es clave fundamental para añadir ingresos a la empresa. Iniciar nuevos negocios con clientes del exterior sería de gran ventaja ya que añadiría valor a las marcas al poder estar presente en otros mercados y culturas.

La estructura financiera ha tenido cambios sustanciales a raíz del cambio a la nueva administración, mayor nivel de inversiones, mayores ingresos, mejoría en los diferentes márgenes y sobretodo un mejor Ebitda, ponen una vez más en evidencia la diferencia en el manejo financiero de los recursos de la empresa, logrando a través de estos una estructura menos costosa y más rentable para las accionistas.

4.11. LIMITACIONES Y DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS.

- No se cuenta con la cantidad de volúmenes vendidos en los periodos de análisis, lo que no impide analizar precios promedio de venta y un mejor análisis de márgenes de contribución.
- Los ratios del año 2014 de las empresas del sector no se encuentran disponibles en el portal de la Superintendencia de Compañías, por lo que no fue posible realizar las comparaciones de ese año.
- No existen fuentes científicas de trabajos realizados que sustenten la hipótesis planteada como tal.

- No contamos con fuentes científicas que sustenten una tasa de crecimiento constante para la industria. Sin embargo se usaron tasas planteadas en otros trabajos de valoración.
- No fue posible contar con datos de ventas por las distintas líneas de negocio, debido a que es información que la compañía considera confidencial.

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.

Una vez que se han obtenido los resultados de los análisis de indicadores, valoración y la revisión de la literatura disponible, se indica que el cambio de administración de una empresa familiar a no familiar mejora la rentabilidad y el valor de la misma, por cuanto ha mejorado su estructura financiera haciéndola menos costosa y sobretodo generando valor, cumpliendo así con el objetivo de determinar las diferencias en la estructura financiera de la empresa Inalecsa S.A., durante sus dos administraciones (familiar y no familiar).

- Asimismo el crecimiento en ventas de la anterior administración fue menor a diferencia de la no familiar, que ha obtenido un crecimiento considerable en dos años de gestión, lo cual está contemplado dentro de la *Teoría de la Agencia* de Jensen y Meckling (1976), que indica que los gerentes ajenos a la familia persiguen objetivos personales distintos a los que mantienen los propietarios de la empresa, de tal forma, que los directivos pueden distinguir el objetivo de crecimiento sobre el de rentabilidad.
- Siguiendo la *Teoría Pecking Order* de Mjers y Majluf (1984), en el desarrollo de la investigación se puede afirmar en este caso que la administración familiar en empresas inmersas en economías emergentes prefieren financiarse con recursos internos y no recurren usualmente a la fuente de financiación de créditos bancarios en virtud de sus altas tasas de interés para acceder a éstos mismos.
- Habiendo efectuado los respectivos análisis planteados en la presente tesis, concluimos que el cambio de administración familiar a no familiar, genera más valor a la empresa debido a la distinta visión que tienen los que la manejan y toman las decisiones. Si bien es cierto las empresas crecen a un ritmo constante, bajo una administración familiar las premisas y bases de crecimiento para un negocio son muy estables y tienen un nivel bajo de agresividad. Caso contrario son las empresas que se manejan con una administración no

familiar, estas tienen una visión de crecimiento mucho más grande, poseen estructuras organizacionales mucho más amplias y complejas y la toma de decisiones la efectúan a través de un gobierno corporativo que está conformado por personas que no poseen ningún vínculo familiar.

- En base a los distintos métodos utilizados se puede identificar claramente el crecimiento en la estructura financiera de Inalecsa en los períodos de transición, lo que demuestra que la administración no familiar tiene una visión de crecimiento constante en el negocio, buscando siempre la innovación y oportunidades del mercado o del sector a que pertenece.
- El uso de indicadores financieros es de vital importancia ya que éstos nos demuestran fácilmente los movimientos de las distintas partidas contables, y que a pesar de que se basan en información histórica, nos ayudan a obtener una tendencia del comportamiento financiero de la empresa y con el cual podemos proyectar los datos.
- Cabe destacar que uno de los métodos empleados para el desarrollo de la investigación como lo es la valoración de empresas, se convierte en una herramienta esencial y muy útil, a la hora de medir el desempeño de la gestión actual de una empresa y si los planes de crecimiento a futuro generarán valor a la compañía y a los accionistas.
- Siempre que se realice el método de valoración de la firma es vital además de contar con toda la información necesaria para el análisis; tener un conocimiento profundo de la empresa, tanto a nivel organizativo, financiero y de inversión.
- La elección del método de valoración debe ser el más idóneo, ajustándose a las características particulares que posee cada empresa.
- Contar con una buena estructura organizacional es base fundamental para el cumplimiento de objetivos, tener personal capacitado y capaz de tomar decisiones estratégicas que hagan crecer el negocio en los niveles deseados.

BIBLIOGRAFÍA

AMAT, J. (1998). *La Continuidad de la Empresa Familiar*. España: Ediciones Gestión 2000, S.A.

ARCA CONTINENTAL S.A.B de C.V. (2012). *Fortalece AC negocio de botanas con dos importantes adquisiciones*. Recuperado el 12 de Agosto del 2015. Sitio web: <http://www.arcacontal.com/sala-de-prensa/comunicados/fortalece-arca-continental-su-negocio-de-botanas-con-dos-importantes-adquisiciones.aspx#sthash.OAjtMkTU.dpuf>

ARIZA, J. & PORTILLO, L. (2002). *Familiares Empleados en la Empresa. ¿Un factor de competitividad o un obstáculo para el desarrollo?*. Iniciativa Emprendedora, No.33, pp. 63-75. Recuperado el 15 de Febrero, 2015. De: Incae Business School Base de datos.

AVILA, R. (2014). *Derecho Ecuador*. Recuperado el 12 de Agosto del 2015. Sitio web: <http://www.derechoecuador.com/articulos/detalle/archive/doctrinas/derechoconstitucional/2014/07/04/los-cambios-constitucionales----son-enmiendas->

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR. (Marzo, 2015). Monitoreo de los principales riesgos internacionales de la Economía Ecuatoriana.

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR. (Marzo, 2015). *Reporte de Pobreza, Desigualdad y Mercado Laboral Urbano*. Subgerencia de Programación y Regulación. Dirección Nacional de Síntesis Macroeconómica.

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR. (Abril, 2015) Evolución del Volumen de crédito y tasas de interés del Sistema Financiero Nacional, Informe Abril 2015.

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR. (Mayo, 2015). Estadísticas Macroeconómicas, Presentación Coyuntural.

BOJÓRQUEZ, M., PÉREZ, A. & BASULTO, J. (2014). *La Gestión Financiera de las Pymes No Familiares y Familiares de la Industria Textil en Yucateca. Un análisis de sus diferencias*. México, Puebla. Séptimo Coloquio Interdisciplinario de Doctorado ó Universidad Popular Autónoma del Estado de Puebla.

CARDOSO, S. (2012). *Empresas Familiares*. Recuperado, el 12 de Diciembre, 2014. De Grandes Pymes. Sitio web: <https://jcvalda.wordpress.com/2012/07/09/empresas-familiares-4/>

CASILLAS, J., DÍAZ, C., & VÁSQUEZ, A. (2005). *La Gestión de la Empresa Familiar*. Madrid: Thomson Editores.

CASILLAS, J., DIAZ, C., RUS, S., & VASQUEZ, A. (2014). *La gestión de la empresa familiar. Conceptos, casos y soluciones*. España: Ediciones Paraninfo S.A. pag 9

CASTRO, R. (2012). *Inalecsa pasó a manos de la mexicana Arca*. Recuperado el 7 de agosto del 2015. Diario Expreso. Sitio web: <http://expreso.ec/expreso/plantillas/nota.aspx?idart=3961679&idcat=19308&tipo=2>

CEDATOS. (2011). *Aprobación Presidentes del Ecuador*. Recuperado el 7 de agosto del 2015. Sitio web: <http://www.cedatos.com.ec/PDF/AprobacionPresidentesdelEcuador1979-2011.pdf>

CHIAVENATO, I. (2004). *Introducción a la Teoría General de la Administración*. Séptima Edición. McGraw-Hill Interamericana. Pág. 10.

CHRISMAN, J.J., CHUA, J.H. & SHARMA, P. (2005). *Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm*. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, 555-575.

CHUA, JH., CHRISMAN, JJ., & SHARMA, P. (1999). *Definición de la empresa familiar por el comportamiento*. *Entrepreneurship nave Teoría y Práctica*, 23, 19-39.

CLAVER, E., RIENDA, L., & QUER, D. (2006). *El comportamiento de las empresas familiares y no familiares en los mercados extranjeros: un estudio comparativo*. España, Universidad del País Vasco. Cuadernos de Gestión, vol. 6, núm. 2, 2006, pp. 11-25. Sitio web: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=274320222001>

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE ó CEPAL. (1948). *Anuario Estadístico de América Latina y El Caribe 2014*. Sitio web: http://interwp.cepal.org/anuario_estadistico/anuario_2014/es/index.asp

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE ó CEPAL Y FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. (2014). *Informe Anual - Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*.

CORPORACIÓN EKOS (2013). *Ranking Empresarial Ecuador 2013*. Ekos, 74.

CORPORACIÓN EKOS. (2015). *Perspectivas Económicas 2015*. Edición Enero 2015.

CUESTA, G. (2011). *Concentración económica, grupos de poder y efectos en Ecuador. Análisis del sector agropecuario 2002-2010*. Quito, Pichincha, Ecuador. Recuperado el 7 de Agosto del 2015. Sitio web: <http://repositorio.puce.edu.ec/bitstream/handle/22000/2905/T-PUCE3215.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

DANCO, L. (1980). *Inside the Family Business*. Cleveland, Ohio: The University Press.

DAMODARAN, A. (2015). *Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 ó 2015 Current*. Recuperado el 16 de Julio del 2015. Sitio web: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

DAMODARAN, A. (2015). *Betas by sector*. Recuperado el 16 de Julio del 2015. Sitio web: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>

DAMODARAN, A. (2015). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Recuperado el 16 de Julio del 2015. Sitio web: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

DONNELLEY, R. (1974). *La Empresa Familiar*. Caracas: Delnu Ediciones.

FAYOL, S. H. (1996). *Que es administración*. Italia: Unesco.

FELAIRÁN, M. (2005). *Una revisión teórica de modelos aplicados a la empresa familiar*. Venezuela: Universidad del Zulia. Omnia, vol. 11, núm. 3, pp. 2-19. Retrieved from: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=73711301>.

FERNÁNDEZ, 2008. *Métodos de Valoración de Empresas*. España ó Barcelona. IESE Business School. Universidad de Navarra. Documento de Investigación DI-711. p.p 1-49.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Y LA COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. (2014). *Informe Anual - Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*.

FRED, D. (2003). *Conceptos de administración estratégica*. México: Prentice Hall, Inc.

GALLO, M. (1995). *Empresa Familiar. Textos y Casos*. Barcelona: Editorial Praxis.

GALLO, M. A. & GARCÍA, C. (1989). *La Empresa Familiar en la Economía Española*. España: Papeles de Economía Española, (39), 67-85.

GARZA, G. & AGUILAR, R. (2012). *Informe Anual de Responsabilidad Social y Sustentabilidad*. México: Arca Continental, S.A.B. De C.V. Edición: EarthColor Houston, pp. 1-61.

GIMÉNEZ, J. (2002). *Riesgo y Eficiencia en la Empresa Familiar*. Cátedra de Empresa Familiar - Boletín De Estudios Económicos - Vol. LVII - Nº 177. Pp.395-432.

GINEBRA, J. (1997). *Las Empresas Familiares. Su dirección y su Continuidad*. México: Panorama Editorial.

GITMAN, L. (2007). *Principios de Administración Financiera*. México: Pearson Educación.

GÓMEZ, D. & LÓPEZ, J. (2002). *Riesgos Financieros y Operaciones Internacionales*. Simulator Business Game. España: Madrid. Editorial Esic.

GÓMEZ, A. & LÓPEZ, M. (2011). *La gestión financiera de la pyme familiar: un estudio empírico en empresas mexicanas*. México, Puebla. Benemérita Universidad Autónoma de Puebla.

GÓMEZ, G., LÓPEZ, M., BETANCOURT, J., & OLMEDO, J. (2012). *Estudio sobre el desempeño de las empresas familiares colombianas que cotizan en la bolsa de valores, frente a las empresas no familiares*. Colombia, Universidad Libre. Entramado, vol. 8, núm. 1, pp. 28-42.

GONZÁLEZ, M., GUZMAN, A., POMBO, C., & TEUJILLO, M. (2011). *Revisión de la literatura de empresas familiares: una perspectiva financiera*. Colombia, Bogotá. Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración. Academia. Revista Latinoamericana de Administración, núm. 47, pp. 18-42.

GÜEÑAGA, I. & RIVA, V. (2011). *La Empresa Familiar*. España ó p. 1-49.

IDE Revista Perspectiva. (2007). *Todo queda en Familia*. Guayaquil, Ecuador: IDE Business School. Sitio web: <http://investiga.ide.edu.ec/>

INALECSA pasó a manos de mexicana arca. (2012). Diario Expreso Ecuador. Sección Economía. Recuperado el 24 de Febrero de 2015. Sitio web: <http://expreso.ec/expreso/plantillas/nota.aspx?idart=3961679&idcat=19308&tipo=2>

INALECSA (s.f.). *Historia*. Recuperado el 7 de Agosto de 2015. Sitio web: <http://www.inalecsa.com>

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA Y CENSOS. (Enero, 2015). *Informe Inflación*.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA Y CENSOS. (Marzo, 2015). *Encuesta Nacional de Empleo, Desempleo y Subempleo. Indicadores Laborales*.

IRIARTE, P. (2013). *Subsistencia de las empresas familiares en Puerto Montt*. (Tesina de grado). Chile, Puerto Montt: Universidad Austral de Chile.

KAJIHARA, K. (2004). *La realidad empresarial Mexicana*. México D.F.: Instituto Tecnológico Autónomo de México.

LAVELL, A. (2001). *Sobre la Gestión del Riesgo: apuntes hacia una definición*. Recuperado el 05 de Marzo del 2015. Sitio web: <http://www.bvsde.paho.org/bvsacd/cd29/riesgo-apuntes.pdf>

LEACH, P. (1993). *La Empresa Familiar*. Barcelona: Ediciones Granica S.A.

LEVINSON, R. E. (1998). *Dirección en familia. Iniciativa emprendedora y empresa familiar*. No 10, mayo-junio, pp.20-25.

LONGENECKER, J., MOORE, C. & PETTY, W. (2001). *Administración de pequeñas empresas*. México: International Thomson Editores, S. A. de C.V.

MANASLISKI, N. & VARELA, L. (2009). *Teoría de la Agencia: evidencia empírica en firmas uruguayas*. Uruguay, Universidad de la República. QUANTUM É Vol. IV É No 2, p.48-63.

MASSUH, W. (2014). *Más apetito de firmas extranjeras por Ecuador*. Diario Expreso, 1. Recuperado el 16 de Enero del 2015. Sitio web:<http://expreso.ec/expreso/plantillas/nota.aspx?idart=6110657&idcat=19308&tipo=2>

MENDOZA, M. & VALAREZO, M. (2011). *Evaluación administrativa y financiera de la empresa familiar Diamavacia Cía. Ltda. Y su incidencia sobre la rentabilidad*. (Tesis de grado). Manabí, Portoviejo: Universidad Técnica de Manabí.

MINISTERIO COORDINADOR DE POLÍTICA ECONÓMICA. (Mayo, 2014). *Indicadores Macroeconómicos*.

MORENO, L. (2012). *Las pymes familiares vs. Las no familiares en el contexto de una economía en crecimiento: un estudio de casos sobre la contribución de la innovación al desempeño*. Recuperado el 16 de Enero del 2015. Sitio web: <http://search.proquest.com/docview/1323548155?accountid=35177>.

MUÑOZ, A. (2014). *La política industrial: un reto de nuestro tiempo*. España: Ediciones Díaz de Santos. Pag 294 versión electrónica.

NEUBAUER, F. & LANK, A. (1999). *La empresa familiar. Cómo dirigirla para que perdure*. Barcelona: Ediciones Deusto.

NÚÑEZ-CACHO, P., GRANDE, F. & MUÑOZ, A. (2012). *Rendimiento en las empresas familiares desde las teorías de recursos y capacidades y de agencia*. España: Revista de Empresa Familiar, Vol. 2, No.1, 7-20.

OMAHÑA, L., & BRICEÑO, M. (2013). *Gerencia de las empresas familiares y no familiares: Análisis comparativo*. Estudios Gerenciales, 29(128), 293-302. Sitio web: <http://search.proquest.com/docview/1498365968?accountid=35177>

ORGANIZACIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS PARA LA ALIMENTACIÓN Y LA AGRICULTURA. (Enero, 2015). *Informe Mensual Precios de los Alimentos en América Latina y el Caribe*.

PANASCO, J. (2007). *Como evitar el fracaso de una empresa familiar*. En América Economía. Recuperado el 16 de Enero del 2015. Sitio web: <http://www.americaeconomia.com/analisis-opinion/como-evitar-el-fracaso-de-una-empresa-familiar>.

POZA, E. (2005). *Empresas Familiares*. México D.F.: International Thomson Editores.

REVISTA LÍDERES. (2014). *Morgan Doyle: La empresa familiar tiene retos de gestión*. Recuperado el 27 de febrero del 2015. Sitio web: <http://www.revistalideres.ec/lideres/morgan-doyle-empresa-familiar-retos.html>

RIBEIRO, R. (2010). *Valuación de Empresas: Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes*. Uruguay: Montevideo. KPMG. Segunda Edición.

RIENDA, L. & PERTUSA, E. (2002). *Una aproximación teórica a la estructura organizativa de las empresas familiares*. Boletín De Estudios Económicos, 57(177), 483-499. Sitio web: <http://search.proquest.com/docview/1348762454?accountid=35177>

RIENDA, L. (2005). *El proceso de internacionalización de la empresa: Un estudio comparativo entre familiares y no familiares españolas. (Tesis doctoral)*. España, Alicante: Universidad de Alicante.

ROBBINS, S. & COULTER, M. (2005). *Administración*. Octava Edición. Pearson Educación. Págs. 7 y 9.

RODRIGUEZ, M., PIÑEIRO, C., & DE LLANO, P. (2013). *Mapa de Riesgos: Identificación y Gestión de Riesgos*. España, Coruña: Atlantic Review of Economics. 2nd Volumen.

RODRÍGUEZ, R. (1997). *La empresa Familiar: Doce claves para el éxito*. Canarias: SofesaóFundación Bravo Murillo.

ROMANO, C., TANEWSKI, G. & SMYRNIOS, K. (2000). *Capital Structure Decision making: A Model for Family Business Journal of Business Venturing*, 16, pp. 285-310.

ROSS, S., WESTERFIELD, R. & JAFFE, J. (2012). *Finanzas Corporativas*. México: Ciudad de México. McGraw-Hill, Novena Edición.

RUIZ, G. (2015). *Perspectiva Política 2015*. Diario El Comercio. Recuperado el 16 de Enero del 2015. Sitio web: <http://www.elcomercio.com/opinion/columna-gonzaloruiz-perspectivapolitica2015-politica.html>

SANTANA, D. & CABRERA, K. (2001). *Comportamiento y resultados de las empresas cotizadas familiares versus no familiares*. España: Gran Canaria. Universidad De Las Palmas De Gran Canaria.

SAMANIEGO, R. (2008). *El Riesgo de Crédito en el marco del acuerdo de Basilea II*. España, Madrid: Ediciones Delta.

SERNA, H. & SUÁREZ, E. (2005). *La Empresa Familiar. Estrategias y Herramientas para su sostenibilidad y crecimiento*. Colombia, Bogotá: Editorial Temis.

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DEL ECUADOR. (2015). Portal de Información. Recuperado el 15 de Julio del 2015. Sitio web: www.supercias.gob.ec

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DEL ECUADOR. (2000- 2014). *Informes de Auditoría*.

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS DEL ECUADOR. (2000). *Estados Financieros*. Recuperado el 24 de Febrero de 2015. Sitio web: <http://www.supercias.gob.ec/portaldocumentos/pdfsocietario/economica.php?tipoDocumento=economica&expediente=5136&idDocumento=3.1.1&fecha=2000-12-31%2000:00:00.0>

TÁPIES, J. (2005). *De empresa Familiar a Familia Empresaria*. España: IESE Business School. España: Ediciones Deusto, pp. 2-9.

TAPIES, J. (2011). *Empresa familiar: un enfoque multidisciplinar*. España: Universia Business Review, núm. 32, pp. 12-25. Sitio web: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=43320760001>

THOMPSON, I. (2008). *Definición de administración*. Promonegocios. Recuperado el 19 de Marzo del 2015. Sitio web: <http://www.promonegocios.net/administracion/definicion-administracion.html>

THOMSEN, S. & PEDERSEN, T. (2000). *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*. Strategic Management Journal, 21. Pp. 689-705.

TOPA, G. (2008). *Algunos de los métodos para valoración de empresas*.

US Treasury Bonds Rates. (2014) Recuperado el 16 de Julio del 2015. Sitio web: <http://finance.yahoo.com/bonds>

VACARO A. (2014). *Tipo de Administración*. Recuperado el 20 de Marzo del 2015. Sitio web: <http://tiposde.info/tipos-de-administracion/>

WARD, J. (1994). *El crecimiento de la empresa familiar: retos específicos y mejores prácticas*. Family Business Review, Vol. VII, No.2, pp. 186-194.

WORLD ECONOMIC FORUM. (2013-2014). *The Global Competitiveness Report*.

ZAMBRANO, S. & ACUÑA, G. (2013). *Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios S.A. E.S.P.* Colombia, Bogotá: Apuntes Del Cenes N°. 56. Vol. 32, p. 205-236.

ZUNINO, D. (2007). *Experto Español destaca importancia de profesionalizar empresas familiares*; Source: El mercurio. Noticias Financieras. Recuperado el 20 de Marzo del 2015. Sitio web: <http://search.proquest.com/docview/465658714?accountid=35177>

ANEXOS

Se entrevistó al Gerente de Comercio Exterior de Inalecsa S.A., el mismo que ha desempeñado funciones durante las dos administraciones de la empresa.

Desarrollo de la entrevista:

1. ¿Cuál ha sido la principal característica que le ha permitido a Inalecsa posicionarse como una de las marcas más reconocidas en el Ecuador por más de 40 años?

Podemos mencionar varias características al momento de evaluar porque Inalecsa es una marca reconocida en nuestro país:

- Elaborar productos de calidad al menor precio posible, de tal manera que todos los consumidores tengan acceso a estos, y a más de eso, poder estar presente en todas las ocasiones de consumo de productos de snacks y repostería.
- Estar en constante innovación buscando cubrir todas las necesidades y nichos existentes en el mercado.

2. En un breve diagnóstico a lo largo de todos estos años al servicio de la empresa ¿Cuáles cree Ud. han sido las áreas en el ambiente organizacional detectadas como áreas de mejora?

Siempre han existido oportunidades de mejora a nivel de estructura, el crear especialistas y no òtodólogosö en las diferentes áreas poco a poco nos da un valor agregado adicional que al pasar del tiempo siempre nos ha costado un poco.

El contar con talento humano que no solo sea operativo sino que tenga la capacidad de generar análisis a beneficio de la empresa.

3. Si bien se conoce la adquisición a Inalecsa por parte de Arca Continental, ¿cuáles han sido los cambios estratégicos, productivos y comerciales que ha tenido la empresa en la transición de sus administraciones?

- Cada área y cada puesto se ha ido formando de manera más profesional.
- Existe mayor planificación a largo plazo lo que permite hacer desarrollos ya no pensando en el hoy sino en el mañana.

- Existe más burocracia en la toma de decisiones lo cual hace algo pesado el desarrollo de las actividades.
- La sustentabilidad del negocio tiene más relevancia.

4. ¿Cuál es la clave de la política de la empresa para enfrentar el reto de crecer en la industria y darle prioridad a sus ideas de expansión?

La clave es una planificación muy minuciosa, la alta capacidad de inversión y apoyo de capital extranjero y metas mucho más ambiciosas que cumplir.

5. ¿Cuáles son los principales destinos hacia los que Inalecsa exporta sus principales productos?

Los principales destinos a los que exportamos son España y Estados Unidos. Al ser mercados con mucha incidencia de latinos y en un porcentaje considerable de ecuatorianos, hemos logrado posicionar la marca Tortolines como una de las principales marcas de productos étnicos en estos mercados.

6. Todas las empresas son conscientes de que su futuro depende de su capacidad de innovar, no solo en producto o tecnología sino también en procesos y organización. Desde el punto de vista financiero de la compañía, ¿Cuáles han sido esos cambios y cómo han afectado al cumplimiento de los objetivos de la empresa?

El ser parte de una multinacional conlleva muchos cambios, y a pesar de estar ya casi tres años bajo la nueva administración, aun se siguen estudiando alineaciones que vayan de acuerdo a la estrategia establecida por el negocio.

Como por ejemplo, la toma de decisiones en la empresa no solo depende de la gerencia o de la dirección general de la unidad de negocio, existe una estructura y un canal de comunicación con las direcciones a nivel corporativo, que son quienes finalmente dan el veredicto final al momento de definir un tema.

Se han replicado lineamientos establecidos en otras compañías del grupo Arca Continental, y existen planes a largo plazo para automatizar en lo posible todos los procesos.

7. Actualmente, ¿Qué índices de desempeño tomaría Inalecsa para un análisis financiero en el mercado?

Como índices tomaríamos una medición de satisfacción al cliente, como está siendo atendido el mercado por parte de la fuerza de ventas, participación de otras marcas y/o de la competencia, etc.

8. Con la estructura financiera, las empresas familiares como surgió Inalecsa, indican la forma en que se financian los activos de la empresa y primordialmente las diversas fuentes de financiación. Con el nuevo cambio de administración, ¿Cuáles han sido las nuevas formas de financiamiento tanto internas como externas que ha tenido Inalecsa?

El negocio de snacks es muy rentable y genera flujo suficiente para atender las necesidades de circulante e inversiones de capital.

Sin embargo, los planes de crecimiento agresivos con los que se trabaja en las multinacionales y la necesidad de que los accionistas reciban el retorno de su inversión por la compra de negocio a través de los dividendos, hacen surgir la necesidad de recurrir a endeudamiento. En primera instancia se aprovecha al máximo endeudamiento con costo financiero 0% que es el de proveedores. Las necesidades generadas luego de esto, se cubren con endeudamiento externo.