

Ecuador
 Papel Comercial

MODERNA
ALIMENTOS S.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Papel Comercial	AA-	N/A	N/A

Resumen Financiero

(Millones USD)	2008	2009	2010	Dic.11*
Activos	50.7	55.3	64.4	100.7
Ventas	82.7	120.8	103.4	134.2
Margen EBITDA(%)	1.6	9.2	13.8	3.8
ROA (%)	-2.0	14.5	15.2	0.01
Deuda Finan / Capitalización (%)	70	41	26	39
Deuda Financiera Total /FFO (x)	-56.2	1.7	0.9	12.4

*Información no auditada.

Programa de Papel Comercial	
Emisor:	Moderna Alimentos S.A.
Monto Total Emisión:	USD 8,000,000
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Cupón de Interés:	Cupón cero
Pago de capital:	Al vencimiento del plazo de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución Pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Mercapital Casa de Valores S.A.
Agente Colocador:	Mercapital Casa de Valores S.A.
Agente Pagador :	Moderna Alimentos S.A. a través de DECEVALE
Rep. Obligacionistas:	Bondholder Representative S.A.

Actividad del Emisor:

Producción y distribución de alimentos de consumo masivo relacionados a harina de trigo y línea de panadería.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador
 (593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Lorena Oliva, Ecuador
 (593 2) 222 23 23
l.oliva@bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados 2009 y 2010 y estados financieros internos no auditados según Normas NIIF e información adicional con corte a Diciembre 2011, de **Moderna Alimentos S.A.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió otorgar la calificación de **AA- (Doble A menos)** a la Emisión de Papel Comercial que se analiza en este estudio.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de **“AA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general”**.

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y /o de la transacción.

La decisión del Comité incorpora las fortalezas actuales alcanzadas por la empresa luego de varios procesos de fusión y períodos de transición. En virtud de dichas fortalezas, las expectativas del mercado y del entorno operativo y en función de su planeación estratégica, estimamos que MODERNA pudiera generar flujos al menos al nivel mostrado en las proyecciones analizadas para los próximos dos años.

Lo dicho a pesar de que el EBITDA generado en el 2011 fue apretado como consecuencia de dos factores: 1) el ciclo del negocio por los altos precios del trigo y 2) pérdida de mercado por efectos negativos coyunturales de la última fusión. Se esperaría que el precio del trigo durante este y el próximo año no muestre variaciones importantes y que las estrategias emprendidas por la Administración logren recuperar las ventas y los márgenes a los niveles proyectados.

Entre las fortalezas de la Compañía luego de las fusiones, se ha considerado su posicionamiento como líder del mercado en la industria molinera local.

FECHA COMITE: 31/Enero/2012

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Diciembre/2011

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no auditada ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado.



Su estructura accionarial final, es equilibrada entre accionistas locales y extranjeros y responde a la visión de varios grupos con experiencia y trayectoria en el mercado.

Además, Seaboard Co., uno de los socios internacionales, es una empresa alimenticia propietaria de transporte marítimo que cotiza en la Bolsa de Estados Unidos y goza de presencia mundial. Esta empresa es también el principal proveedor de MODERNA al abastecerle del trigo, que es su insumo fundamental.

La amenaza principal de la industria molinera y de este emisor en particular, es la volatilidad del EBITDA. Esto debido a las variaciones del precio del trigo y al mercado maduro y competitivo en el que se desenvuelven la mayor parte de sus ventas, el cual no permite trasladar los costos al precio inmediatamente y exige manejar márgenes reducidos. En los períodos de estrés en los que el margen bruto se contrae, afectando significativamente al EBITDA, el soporte de sus accionistas podría ser necesario.

Seaboard Co. que ejerce control en las finanzas de la empresa local, inclusive a través del gerente financiero quien ha sido parte del Grupo por varios años, le otorga a MODERNA flexibilidad en el financiamiento de inventarios. Se esperaría que el respaldo de este accionista se extienda y si es necesario se amplíe en escenarios de estrés como históricamente ya ha ocurrido en otros mercados.

El comportamiento del EBITDA en el 2011 contrajo de manera importante la liquidez de la empresa exigiendo refinanciamiento total de la deuda de corto plazo registrada. Se obtuvo endeudamiento adicional para financiar las inversiones. Este financiamiento fue otorgado a largo plazo por el IFC y el IIC, ambos organismos multilaterales.

Otro tema que ha fomentado la contracción de la liquidez fue el retraso en la generación de alguna de las nuevas inversiones, que se espera se incorpore recién desde el año en curso.

Se espera que durante este y el próximo año, la empresa necesite refinanciar alrededor del 70% de sus pasivos de corto plazo. Este riesgo de refinanciamiento se mitiga en el momento actual por la liquidez que existe en el mercado financiero y el respaldo de los accionistas locales.

Por las razones expuestas, se observa actualmente un nivel alto de endeudamiento en relación a la generación que tuvo la empresa en el 2011. Se espera que a partir de la recuperación de ventas y márgenes planificados, esta relación se vaya ajustando a niveles más adecuados, en función de mejores flujos que permitirían ir reduciendo la deuda. De esta manera, la flexibilidad financiera de la empresa que al momento es limitada se iría recuperando a partir de este año.

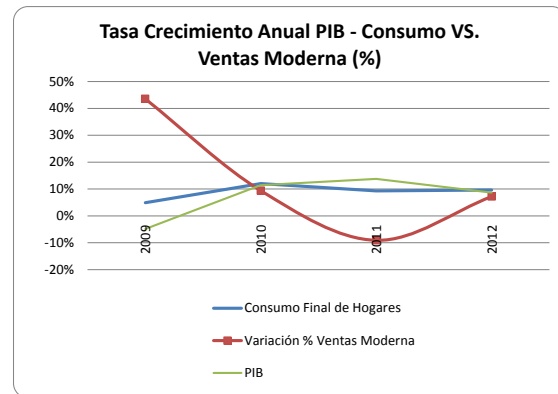
En relación al patrimonio tangible, el endeudamiento que durante el 2011 también crece, muestra una posición más conservadora. Se espera que se mantenga una tendencia positiva de este indicador en vista de las

políticas de la empresa y de las restricciones establecidas por el IFC que prevén retención total de los resultados.

▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO**

Ver Anexo 2.

▪ **RIESGO DE LA INDUSTRIA**



Moderna Alimentos participa en la industria alimenticia de productos de primera necesidad y consumo masivo. En general, el comportamiento de las ventas de la empresa estaría ligado a nivel macroeconómico al Consumo de los hogares. Sin embargo, la variación de ventas de Moderna en los últimos años está afectada por los diversos procesos internos de la empresa, por lo que no se encuentra una correlación entre la variación de ventas de la empresa y el comportamiento del Consumo de Hogares.

Moderna Alimentos se desenvuelve en una industria cuya mayor amenaza es la alta volatilidad de los precios de la materia prima, siendo éste el principal componente de su costo de ventas.

Así como se ha observado en otras industrias dependientes de “commodities”, es decir, bienes de consumo que son subyacentes a contratos de futuro que se negocian en bolsa, el mercado del trigo muestra una alta variabilidad de precios desde el año 2008, período en el que la mayor parte de materias primas alcanzaron precios récord.

El comportamiento de los precios del trigo depende de factores externos que pueden variar sin control de los participantes, como son fenómenos climáticos. Además, en los últimos años se profundiza la volatilidad de los precios de las materias primas por la mayor participación de fondos de inversión en su demanda. Esto ha influido en las negociaciones de futuros de esta materia prima en particular, incrementando los factores especulativos.

En relación a la industria de producción de harina local, ésta tiene pocos participantes sin embargo es altamente competitiva. La mayor parte de materia prima es importada. La industria maneja márgenes limitados dentro de un mercado maduro que crece al ritmo del crecimiento de la población. Si bien el pan, que es el principal alimento elaborado con harina de trigo, es un producto que puede tener sustitutos, la demanda local es en general estable.

Por esta razón, frente a una demanda elástica sensible a movimientos de precios, la industria tiene baja capacidad de trasladar los incrementos de costos al consumidor final, es necesario que las empresas manejen altos volúmenes de ventas para poder absorber dichos incrementos.

Esta es una industria con importantes barreras de entrada pues tiene altos requerimientos de inversión de activos fijos. La producción de harina de trigo local es difícilmente reemplazable con producto importado pues estaría encarecido por los costos de transporte y el tipo de producto que es perecible.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Moderna Alimentos S.A. es una compañía grande que actualmente es la empresa productora de harina de trigo más grande del país, como resultado de la fusión de tres empresas importantes dentro de la industria molinera ecuatoriana.

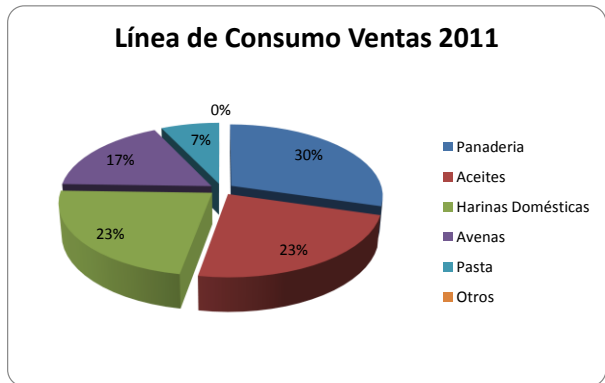
La presencia de productos Moderna en el mercado ecuatoriano es de larga trayectoria siendo sus productos de marcas reconocidas y bien posicionadas.

A partir de las fusiones con dos de las mayores empresas molineras, Moderna Alimentos tiene dos líneas de negocio bien diferenciadas: línea industrial, que se refiere a la producción de harina de trigo que es materia prima para la elaboración de diversos alimentos y línea de consumo, dentro de la que se encuentran los productos industrializados con mayor valor agregado y de venta al detalle.

El 70% de las ventas de la empresa corresponde a la línea industrial, en la cual tiene actualmente una participación de 38% y es el líder del mercado.

Dentro de la línea de consumo, los productos se han diversificado y han ido ganando participación por su diferenciación y calidad. Sin embargo, dentro de la línea de pan empacado existe un competidor mayoritario que tiene el 65% de participación de mercado, mientras Moderna participa con 2%.

Una tercera línea de negocio es la participación en programas sociales de alimentos manejados mayormente por el Gobierno y que están sujetos a licitación. Si bien en el 2011 las ventas de esta línea no se dieron por requerimientos legales que fueron posteriormente superados, la empresa tiene capacidad de crecer en esta línea que en años anteriores al 2011 representó hasta un 15% de ventas.



Fuente: Moderna Alimentos S.A. (Información 2011)
Elaboración: BWR

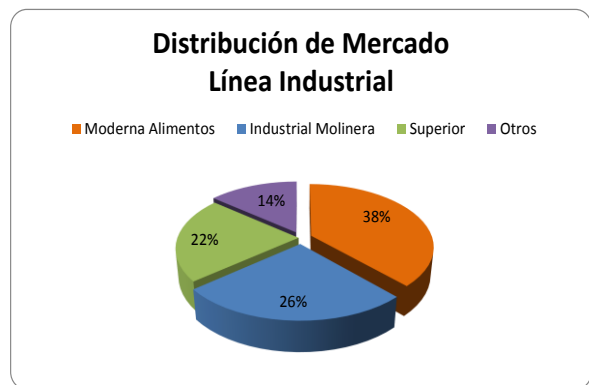
Moderna Alimentos cuenta actualmente con cinco plantas molineras, incluyendo la más grande del país ubicada en la ciudad de Manta. Las plantas trabajan en promedio al 80% de su capacidad instalada.

La empresa ha realizado importantes inversiones en activos para equipar a las plantas de tecnología y automatizar los procesos. En el año anterior realizó una importante inversión en la planta ubicada en Cayambe cuyo principal producto es la pasta, su funcionamiento integral fue a partir del tercer trimestre 2011. Se espera que en los siguientes períodos los requerimientos de inversión en activos fijos sean menores en relación a lo observado en los últimos años.

Además, la empresa cuenta con 6 bodegas propias para el almacenamiento y distribución del producto terminado.

En relación a la cadena de distribución la empresa se maneja principalmente a través de mayoristas para los productos de la línea industrial y utilizan las cadenas de autoservicios para la distribución de la línea de consumo. Tienen baja presencia en canales de mayor distribución geográfica como son tiendas, sin embargo dentro de las estrategias se encuentra el desarrollar este canal. Además, cuentan con 16 locales que son panaderías que funcionan bajo un sistema de concesión y sirven también de canal directo de distribución de los productos relacionados a panadería.

El portafolio de clientes es diversificado, ningún cliente participa con más del 5% del total de ventas. Sus mayores clientes son empresas alimenticias grandes del país, que en muchos casos Moderna es el proveedor exclusivo. Además de las cadenas mencionadas y de las empresas grandes, Moderna provee de harina a un sector de panaderías que es altamente diversificado, existiendo en el país alrededor de 9000 micro empresas de este tipo.



Fuente: Moderna Alimentos S.A. (Información 2011)
Elaboración: BWR



La empresa, al igual que el resto de competidores del mercado, es vulnerable a la volatilidad de los precios de la materia prima. Sin embargo su principal proveedor, que además es uno de los mayores accionistas, les ha otorgado facilidades de financiamiento de inventarios cuando lo han requerido.

Al mes de diciembre 2011, la empresa cuenta con 752 empleados, que en su mayoría son operarios de las plantas y vendedores.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Moderna Alimentos S.A. no es parte de ningún grupo empresarial. Hasta el año 2011, existían dos empresas relacionadas por accionistas que se encargaban de la comercialización de los productos de Moderna. Sin embargo, por decisión de la Junta de Accionistas, las dos empresas mencionadas fueron fusionadas por absorción el año anterior. La fusión fue aprobada por la Superintendencia de Compañías en Agosto del 2011.

Moderna tiene una participación de 40% en Bakels Ecuador, empresa subsidiaria de Bakels NL Holding, compañía suiza que produce pre mezclas y productos complementarios para panadería.

Además, tiene una relación por accionistas y administración con Nutradeli, que es la empresa encargada de la línea de proyectos sociales. De acuerdo a información del emisor, se espera que se realice una fusión por absorción con esta empresa durante el 2012.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Moderna Alimentos es una sociedad anónima con una estructura de capital abierta. Actualmente, la composición accionarial está conformada de la siguiente forma:

SOCIOS	Capital al 31 Dic 2010	%
ECUADOR HOLDINGS LTD.	26'065	99.99999%
MOLINOS CHAMPION S.A.	0	0.000001%
TOTAL	26'065	100.0%

El principal accionista es una empresa jurídica con domicilio en el exterior. Los mayores accionistas de Ecuador Holding LTD. (EHL) son tres personas jurídicas con nacionalidad extranjera, cuyas propiedades se concentran en dos grupos familiares locales y dos empresas extranjeras, Seaboard Corporation y ContiGroup, relacionadas al mercado alimenticio a nivel internacional.

Los accionistas locales tienen disposición para dar garantías bajo firmas en caso de que la compañía requiera para obtener líneas de financiamiento. Los accionistas del exterior, al ser también principales proveedores, soportan a la empresa otorgándoles flexibilidad en el financiamiento de inventario. Además, existe un acuerdo verbal de otorgar a la empresa una línea financiera extra en un caso de estrés de liquidez local.

Desde el año 2009, a raíz de la fusión, se ha retenido el 100% de las utilidades generadas y se ha establecido la retención del 100% de los resultados por el tiempo que dure la emisión.

▪ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

Moderna Alimentos es una empresa que ha pasado por un importante período de transición hasta llegar a ser la compañía que es en la actualidad. La estrategia de la empresa ahora responde no solamente a la visión del grupo propietario local, que tiene larga trayectoria y profundo conocimiento del mercado, sino también a la visión del socio extranjero que es una empresa con presencia en el mercado internacional y especializado en economías emergentes.

El socio extranjero participa de las decisiones estratégicas y financieras de la compañía. A pesar de que Moderna no es una empresa subsidiaria, sí reporta al accionista extranjero.

El nivel más alto de decisión es la Junta General de Socios a cuyo cargo está el nombrar a la plana gerencial, incluido el Gerente General. La empresa cuenta con un directorio nombrado de entre los accionistas.

La estrategia actual de la Administración se concentra en consolidar los procesos de fusión internamente, mejorar la cadena de distribución, optimizar los procesos logísticos y recuperar la participación de mercado que se perdió en la transición de la fusión con sus empresas relacionadas.

Las políticas de endeudamiento de la administración han ido de acuerdo al crecimiento del negocio y de las inversiones, su capitalización proviene principalmente del patrimonio de los accionistas. La empresa fusionada mantiene un índice de deuda financiera sobre capitalización de hasta 38%. Se espera que a futuro este indicador sea menor.

En cuanto a la provisión para la jubilación patronal, ésta se realiza de acuerdo a cálculos actuariales según los cuales la constitución de las mismas estaría al día.

▪ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2007, 2008, 2009 y 2010 por firma KPMG del Ecuador Ltda. bajo normas NEC. E información interina no auditada con corte a Diciembre 2011, presentado bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

▪ Gestión Operativa

Las ventas netas de Moderna Alimentos según estados financieros interinos presentados a diciembre 2011 ascendieron a USD 134,253M. El monto mencionado representaría un crecimiento de 30% en relación a período 2010. Sin embargo, el estado de pérdidas y ganancias presentado por la empresa al 2011 es un estado contable fusionado con sus empresas relacionadas que se

encargaban de parte de la comercialización y que también tenían ventas inter compañías con Moderna. Si se quitara el efecto de la fusión, en términos netos las ventas mostrarían un decrecimiento real de -9% en el 2011.

De esta misma forma, al comparar el monto de ventas con el valor proyectado de ventas para el año 2012 aparentemente existiría un decrecimiento. Con la sensibilidad al monto contable en realidad la proyección mostraría un crecimiento de 7.1%. Las proyecciones son conservadoras en relación al volumen se estima que crecerán solo un 2.5% (crecimiento poblacional) y se estima un incremento de 5% al precio.

La empresa estima que una vez que se han consolidado los procesos de fusión, el año 2012 sería un período de recuperación. La proyección no considera un potencial crecimiento en la línea de proyectos sociales.

El costo de ventas está compuesto en un 80% del costo de la materia prima, siendo éste el componente que más influye en los resultados del negocio. El margen bruto muestra una alta volatilidad a partir de las variaciones de los precios y volúmenes que han afectado al resultado del negocio.

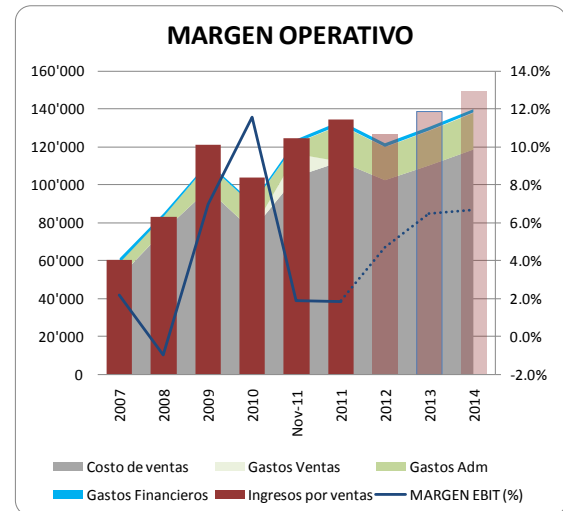
De acuerdo a la información histórica, el margen bruto fue 8.53% en el año 2008, cuando los precios de las materias primas alcanzaron los precios más altos históricos y la empresa incrementó su inventario frente a una expectativa de mayores incrementos. Mientras que en el año 2010 la empresa alcanzó un margen bruto de 26.73%. La proyección considera un margen promedio de 20%.

Como se ha mencionado, la empresa se encuentra en un mercado altamente competitivo donde tiene una baja capacidad de traslado de incrementos de costos al precio final. La empresa requiere mantener los volúmenes de ventas para poder absorber los costos fijos y los incrementos del precio del trigo.

Al ser una empresa industrial, Moderna tiene una estructura pesada de costos y gastos operativos en un mercado con poca flexibilidad en el manejo de márgenes.

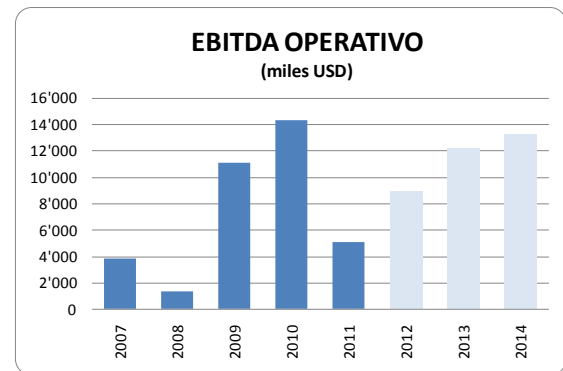
El gasto operativo en promedio histórico absorbe el 13% de las ventas y al mes de diciembre 2011, representa el 14.4% de las ventas. La proyección considera que una tendencia decreciente en el peso del gasto operativo, en parte por un uso más eficiente de los recursos una vez finalizado los procesos de fusión, y también porque los incrementos de gastos fijos se diluirán en el mayor crecimiento de las ventas.

En relación al gasto financiero, la proyección analizada considera que habrá una disminución del gasto en relación a la deuda, por los procesos de sustitución de pasivos tanto con la línea de un organismo multilateral como con el reemplazo de financiamiento bancario por mercado de valores. El indicador de costo financiero mejoraría a partir del reemplazo de la deuda con la colocación de la emisión de papel comercial.



El EBITDA operativo se muestra volátil y en el 2011 es uno de los menores históricos. La pérdida de participación de ventas por los procesos de fusión, desaceleración general de la demanda en un período con precios de trigo al alza afectó la capacidad de generación de flujos de la empresa en el 2011.

El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento volátil de los mismos antes de la fusión de las compañías. A partir de la fusión se esperaba un comportamiento más estable con la ciclicidad propia del negocio.



En el 2011, el Margen EBITDA fue 3.8%, en el período 2012-2014 se espera un margen promedio de 8.24%, basado en el crecimiento en ventas por volúmenes, si no se producen importantes variaciones en el costo del trigo y se mantiene el peso del gasto operativo.

La compañía maneja perspectivas positivas luego de terminar los procesos de fusión, que tuvieron un impacto en el estado de pérdidas y ganancias en el 2011.

Además, la empresa tiene la capacidad instalada para crecer en algunas líneas adicionales que le permitirían diversificar las ventas y en las cuales existe un mercado potencial para crecer. Sin embargo, en el corto plazo la compañía tiene la necesidad de mejorar el volumen de ventas y el margen bruto al menos al nivel mostrado en las proyecciones para poder absorber los gastos

operativos y generar resultados que le permitan mejorar sus indicadores.

▪ **Estructura del Balance**

ACTIVOS

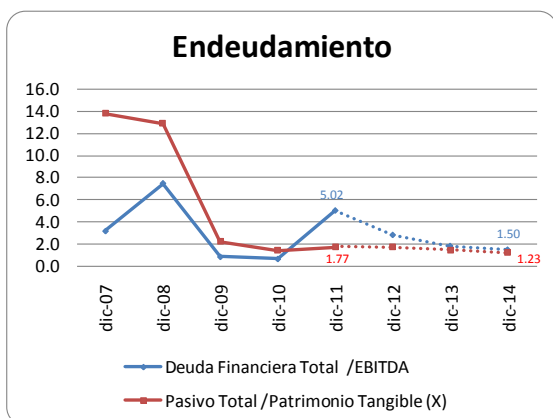
Al mes de diciembre 2011 los Activos Totales de Moderna Alimentos ascendieron a USD 100,704 M. En consistencia con la naturaleza industrial del negocio, la mayor parte de activos son de largo plazo representando el 51% del activo total. El 49% representa activos de corto plazo, siendo el principal los inventarios (30% del activo total).

Las cuentas por cobrar son el 14% del activo, en su mayor parte son cuentas a terceros y una pequeña fracción corresponde a cuentas con relacionadas. La cartera es diversificada, el mayor cliente representa el 5% de la cartera total. Los días de rotación promedio de la cartera comercial a diciembre 2011 fue de 43 días, ligeramente menor al promedio histórico. Las políticas de cuentas por cobrar comerciales son entre 30 y 75 días dependiendo del tipo de cliente, con la mayoría existen relaciones comerciales de varios años.

Los inventarios al mes de diciembre 2011 ascendieron a USD 30,657M. En este año se incrementó la participación de los mismos debido a un aumento general en los precios del trigo que no puede ser trasladado de inmediato a las ventas. El trigo es un bien de fácil realización en el mercado. Al diciembre 2011 la rotación promedio del inventario fue 98 días, según la proyección se estima que el inventario rote ligeramente más lento a 104 días promedio.

Existen otras cuentas por cobrar, gastos anticipados y activos diferidos que representan el 9.8% del activo total.

ENDEUDAMIENTO



El pasivo total del emisor financia el 58.7% del activo al mes de diciembre 2011. El 65% del pasivo corriente corresponde a proveedores comerciales. El mayor proveedor de materia prima es también accionista de la compañía y ha otorgado en los últimos años flexibilidad en los días de pago del inventario.

Los días de rotación promedio de las cuentas por pagar comerciales a diciembre 2011 son 78 días. La proyección considera 81 días de financiamiento promedio anual hasta el 2014.

El pasivo financiero a esta fecha consta de endeudamiento de corto plazo con dos instituciones bancarias locales, con plazos entre 90 y 120 días.

Además, durante el 2011 la empresa obtuvo líneas de largo plazo con la Corporación Financiera Internacional (IFI) un organismo anexo al Banco Mundial, que le otorgó un préstamo por USD 8 MM hasta el 2017. Además, la empresa registra un crédito por USD 5 MM con la Corporación Interamericana de Inversiones (IIC), también de largo plazo. El cambio en la estructura de plazos del pasivo favorecería la liquidez de la empresa a partir del 2012.

Finalmente, Moderna registra un crédito de largo plazo por un préstamo sindicado con tres instituciones bancarias locales, que financió la adquisición del Molino de Cayambe realizada en el 2010. Este crédito asciende a USD 7.5MM y es un financiamiento de largo plazo hasta el 2016.

Luego de la fusión y de la aplicación de las normas NIIF, la empresa registra como pasivos de largo plazo los Impuestos Diferidos generados por la valoración de activos por un monto de USD 2,342M.

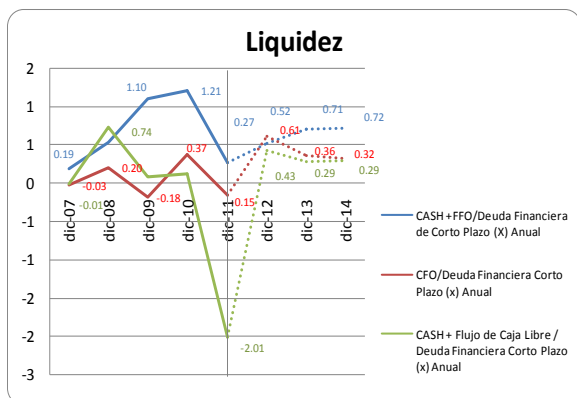
La empresa actualmente tiene un alto nivel de apalancamiento en relación a su capacidad de generación, de acuerdo al indicador de diciembre 2011 la deuda de la empresa representa 5 veces el EBITDA generado en el año. Este indicador es consistente en relación a que la empresa está financiando activos fijos que tardarán un tiempo en generar las ventas que le permitan la recuperación de la inversión, pero contiene también la contracción de los flujos que, por las razones antes explicadas, se dieron en el año.

La proyección analizada al 2012, corrige las ineficiencias y estima que en el 2012 la deuda financiera total sobre la generación del negocio sería de 2.9 veces, y mejoraría en períodos siguientes a medida que incremente las ventas y los resultados operativos.

El nivel de endeudamiento en relación al patrimonio es 1.71 a dic-11. Después de los procesos de fusión, el patrimonio se ha fortalecido y se esperaría que continúe esta tendencia con la retención de las utilidades futuras.

La emisión propuesta tiene como objetivo la sustitución de pasivos, de manera que se espera una disminución futura del nivel promedio de deuda financiera con la cancelación de préstamos de corto plazo.

▪ **Capacidad de Pago y Liquidez**



Los indicadores de liquidez de la empresa son volátiles y dependen de las variaciones de capital de trabajo que históricamente han sido negativas.

Al mes de diciembre 2011, el flujo de fondos operativo (FFO) generado en el período no cubre la totalidad de la variación de capital de trabajo que fue negativa en cerca de USD 4MM, y no fue suficiente para cubrir las necesidades de inversión en CAPEX, dejando un flujo de caja libre negativo. Por lo tanto, a esta fecha la empresa debió refinanciar toda la deuda de corto plazo y adquirir nueva deuda para financiar el capital libre negativo

La empresa muestra una situación de estrecha liquidez en el 2011 por la contracción del EBITDA operativo en el período y por la necesidad de financiar mayor volumen de inventario. La variación del capital de trabajo influenciada por la financiación del inventario no programada muestra en alguna medida la vulnerabilidad del emisor frente a los cambios en los costos de la materia prima, como ocurrió en el año 2008 cuando la liquidez propia de la empresa no le permitían cubrir el 100% del gasto financiero del período.

En cambio, en los dos períodos anteriores (2009 y 2010) la empresa fue generadora de flujos positivos suficientes para cubrir toda la deuda de corto plazo. Los flujos se aprietan dependiendo de las necesidades coyunturales de capital de trabajo y la disminución del EBITDA, como las explicadas anteriormente, lo cual exige que la compañía se endeude para financiar las inversiones en CAPEX.

La empresa ha demostrado que tiene líneas abiertas y capacidad de endeudamiento en el sistema bancario, sin embargo en un momento de crisis de liquidez general se limita la disponibilidad de las líneas de crédito.

La proyección analizada estima que los indicadores de liquidez podrían mejorar, a partir del incremento en el EBITDA, y estima que el flujo de caja libre más el efectivo cubriría entre 30% y 40% de la deuda de corto plazo.

▪ **ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS**

La emisión de papel comercial propuesta tiene garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, intangibles y pignorados.

A dic-11 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 100,704 M. De este valor, USD 52,717M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 2,929 M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 48,658 M.

La emisión propuesta corresponde a un programa de papel comercial por USD 8.000M, con lo cual existiría una cobertura de 6.08 veces sobre el monto en circulación de la emisión, en caso de que se colocara el monto total propuesto.

ACTIVOS	Activos (miles USD) Dic-2011	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	376		376		376
Cuentas por Cobrar	13.874	671	13.203		13.203
Inversiones Largo Plazo	556		556		556
Inventarios	30.657	13.178	17.479		17.479
Impuestos Anticipados	2.623		2.623		2.623
Pagos Anticipados	643		643		643
Propiedades	45.389	36.395	8.994		8.994
Otros Activos	3.657	2.473	1.184		1.184
Activos Intangibles			0	0	0
Activos Diferidos	2.929		2.929	2.929	0
ACTIVO TOTAL	100.704	52.717	47.987	2.929	48.658
Monto de la Emisión	8.000				
Garantía General / Monto Emisión Oblig. en Circulación					6.08

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

RESGUARDOS

De acuerdo a la circular de oferta pública de la emisión de papel comercial, la Compañía ha establecido para esta emisión los resguardos de ley. Adicionalmente, Moderna Alimentos estableció los siguientes resguardos:

1. Mantener durante la vigencia de la emisión un nivel de inventarios equivalente al menos al 50% del monto de la emisión en circulación.
2. Mantener un nivel de pasivo financiero sobre patrimonio menor o igual a 1.50.
3. Mantener un nivel de pasivo total sobre patrimonio igual o menor a 3.00.
4. Mantener un nivel de liquidez igual o mayor a 1.

Este compromiso, consta expresamente dentro de la circular de oferta pública.

**POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSÁTIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES**

La emisión de papel comercial objeto de esta calificación, es la primera experiencia de la empresa en el mercado de valores.

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

EMPRESA: MODERNA ALIMENTOS S.A.

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
RESULTADOS					
Ventas	60'485	82'757	120'820	103'465	134'253
% crecimiento		36.8%	46.0%	-14.4%	29.8%
Costos	-51'274	-75'701	-97'511	-75'811	-112'187
% crecimiento		47.6%	28.8%	-22.3%	48.0%
MARGEN BRUTO (%)	15.2%	8.5%	19.3%	26.7%	16.4%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
% crecimiento	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3'853	1'322	11'135	14'356	5'123
MARGEN EBITDA (%)	6.4%	1.6%	9.2%	13.9%	3.8%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3'853	1'322	11'135	14'356	5'123
MARGEN EBITDAR (%)	6.4%	1.6%	9.2%	13.9%	3.8%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en lo	2'508	2'116	2'658	2'366	2'604
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1'345	-794	8'477	11'989	2'519
MARGEN EBIT (%)	2.2%	-1.0%	7.0%	11.6%	1.9%
Gasto Financiero del período	-2'333	-1'636	-1'051	-1'089	-1'937
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	3.9%	2.0%	0.9%	1.1%	1.4%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leas	36.1%	10.7%	6.4%	8.5%	10.5%
Impuestos a la renta	-51	0	-1'501	-2'123	-1'087
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	-6.1%	0.0%	16.3%	18.8%	99.3%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	-16.3%	-157.4%	16.5%	2.8%	39.8%
UTILIDAD NETA	-901	-944	7'713	9'147	7
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	-1.5%	-1.1%	6.4%	8.8%	0.0%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	-21.2%	-11.7%	53.3%	34.8%	0.0%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	-4.2%	-2.0%	14.5%	15.3%	0.0%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1'607	1'172	10'371	11'513	2'611
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1'900	1'638	-12'706	-7'670	-3'990
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-923	2'431	-4'571	-936	-19'089
Inversión en Activos Fijos	-535	-316	-2'121	-3'899	-17'504
Otras Inversiones, Neto	-95	-63	-115	-880	-206
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no o	-923	2'431	-4'571	-936	-19'089
Variación Neta de Deuda Financiera	1'437	4'756	-2'707	-4'256	15'383
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	5'005	570	2'382
Pago de Dividendos	0	-2	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	0	-99	56	382	406
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	514	7'086	-2'218	-4'241	-919
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH					
EBITDA OPERATIVO	3'853	1'322	11'135	14'356	5'123
(-) Gasto Financiero del período	-2'333	-1'636	-1'051	-1'089	-1'937
(-) Impuesto a la renta del período	-51	0	-1'501	-2'123	-1'087
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de t	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1'469	-314	8'583	11'144	2'099
(-) Variación Capital de Trabajo	-1'900	1'638	-12'706	-7'670	-3'990
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-432	1'324	-4'124	3'473	-1'891
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	139	1'486	1'789	369	512
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-535	-316	-2'121	-3'899	-17'504
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-828	2'492	-4'456	-56	-18'883
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1'437	4'756	-2'707	-4'256	15'383
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	-99	56	382	406
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	5'005	570	2'382
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	514	7'086	-2'218	-4'241	-919
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	210	724	7'810	5'535	1'295
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	724	7'810	5'592	1'295	376
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	724	7'810	5'535	1'295	376
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	0	57	0	0
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2.43%	-0.38%	7.10%	10.77%	1.56%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3'853	1'322	11'135	14'356	5'123
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	724	7'810	5'535	1'295	376
Activos Totales	43'271	50'753	55'375	64'425	100'704
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	11'344	13'974	12'826	10'296	9'197
Pasivo financiero Largo Plazo	1'569	3'694	2'135	409	16'891
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	12'913	17'669	14'961	10'705	26'088
Pasivos con Proveedores	18'544	17'169	14'119	17'490	24'434
Otros Pasivos	3'303	8'350	4'903	5'122	8'619
Pasivos Totales	34'760	43'188	33'984	33'317	59'141
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	8'511	7'565	21'392	31'108	41'564
Patrimonio Tangible	2'527	3'370	14'921	22'923	33'361
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	5'983	4'194	6'471	8'185	8'202
Capitalización ****	21'424	25'233	36'353	41'813	67'651
Pasivos contingente	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignorados	N/D	N/D	N/D	N/D	52'717
Activos diferidos	2'927	2'655	2'427	2'271	2'929
Inventarios perecibles	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	40'343	48'098	52'948	62'155	45'058
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	40'343	48'098	52'948	62'155	45'058
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0	0
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	0	0	0
Límite Legal para Emitir Obligaciones	32'275	38'478	42'359	49'724	36'047



EMPRESA: MODERNA ALIMENTOS S.A.

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1.65	0.81	10.60	13.18	2.64
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1.42	0.61	8.58	9.60	-6.39
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	1.65	0.81	10.60	13.18	2.64
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	1.63	0.81	9.17	11.23	2.08
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	0.82	1.81	-2.92	4.19	0.02
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1.63	0.81	9.17	11.23	2.08
CFO/cargos fijos	-0.18	0.81	-3.92	3.19	-0.98
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual	3.35	13.37	1.34	0.75	5.09
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x)	3.16	7.46	0.85	0.66	5.02
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	8.79	-56.28	1.74	0.96	12.43
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	60%	70%	41%	26%	39%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	2.0%	14.2%	35.4%	46.2%	37.8%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.37	0.41	0.44	0.32	0.44
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	13.75	12.81	2.28	1.45	1.77
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	13.75	12.81	2.28	1.45	1.77
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	5.11	5.24	1.00	0.47	0.78
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior			648%	-7%	-26%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0.88	0.79	0.86	0.96	0.35
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.13	-0.02	0.67	1.08	0.23
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-				0.31
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0.19	0.54	1.10	1.21	0.27
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.03	0.20	-0.18	0.37	-0.15
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-				-0.28
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.01	0.74	0.08	0.12	-2.01
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-				-5.39
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	-8'445	-7'299	3'426	11'304	12'091
Liquidez Acida (x)	22%	44%	72%	70%	51%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	14%	42%	70%	63%	38%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	69%	73%	99%	127%	84%
Patrimonio / Activo Total (x)	20%	15%	39%	48%	41%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	14	9	7	5	8
Días de cuentas por cobrar	26	42	51	69	43
Rotación de inventarios (x)	3	5	8	4	4
Días de inventarios	120	68	44	98	98
Rotación de cuentas por pagar (x)	3	4	7	4	5
Días de cuentas por pagar	130	82	52	83	78
Rotación Capital de Trabajo	-6	-10	28	7	9
Días de Capital de Trabajo	-59	-35	13	54	39
Días de Ciclo de Operación	-75	-63	-30	-31	-24
Activo corriente / Pasivo corriente	74%	81%	111%	137%	132%

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

**** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.



Entorno Macroeconómico

Ecuador

El comportamiento real del 2011, superó las expectativas. Se espera que en el 2012 haya una desaceleración pero seguirá siendo un buen año considerando sobretodo que la economía mundial está estancada.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,608	28,031
Inc. PIB (Mill 2000)%	7.24	0.36	3.60	6.50	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.61%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.80	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	5.53**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	21.72***	
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	15.22	15.09***	
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.63***	
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	0.17	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-2.40	-5.20
Ingreso Sector Publico/PIB %	40.70	35.33	39.98	46.8****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.16	32.36****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	12.59****	
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	100.68*	
estimación BCE Nov/11					
fuente: Analisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
**BCE inflación anual a noviembre 2011					
*** deuda a octubre 2011 PIB corriente proyectado					
**** BCE con datos a agosto 2011 anualizado					
* diciembre 2 de 2011					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 6.5%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS. El crecimiento real del año podría llegar alrededor de un 7% según algunas expectativas.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas de su variación para el año 2012:

Sectores	2011 prev	2012 prev
Refinación de Petróleo	25.4%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	5.0%
Construcción	14.0%	5.5%
Comercio	6.6%	6.0%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%	0.4%
Intermediación Financiera	7.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.0%
Productos de Madera y elaboración	10.0%	11.0%
Silvicultura y extracción de Madera	9.4%	9.0%
Pesca	7.6%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente: BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.8% frente a un importante 7.4% del 2010.

El comportamiento de la oferta global también variaría con respecto al año anterior. En el 2010 el PIB aumentó en 3.6% y las importaciones en un importante 16.3%. Para el 2011, el incremento del PIB sería de un 6.5% y el de las importaciones del 3.96%. Considerando el comportamiento esperado de las exportaciones y de la demanda interna, lo cual se expone más adelante, se esperará que el aumento de las importaciones sea mayor.

El comportamiento de la demanda global, muestra que la demanda interna se desacelera de un 9.1% de crecimiento en el 2010 a un 6% en el 2011, mientras que las exportaciones que crecieron en el 2010 en un magro 2.3%, en el 2011, se recuperan en un 5.1%.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2008	2009	2010	2011
PREVISIÓN DEL BCE	Tazas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA	9.9%	-2.7%	9.1%	6.0%
1) Consumo	7.4%	-0.1%	6.9%	5.2%
Estado	11.5%	4.0%	1.4%	4.6%
Hogares	6.9%	-0.7%	7.7%	5.2%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	16.1%	-4.3%	10.2%	7.5%
3) EXISTENCIAS	13.7%	-30.8%	45.3%	10.3%

Se destaca en el desempeño de la demanda interna la formación bruta de capital que muestra una desaceleración importante con respecto al año anterior. Esta desaceleración se da en el segundo semestre del año luego de que en el primer trimestre el crecimiento anual fue del 15.4%. Así mismo, el consumo de los hogares mostraría una desaceleración en el segundo semestre del 2011, llegando a 5.2% al fin de año, luego del crecimiento de 8.3% en el primer semestre.

Las perspectivas antes expuestas, tanto de la formación bruta de capital como la del consumo de los hogares, están incorporadas en las expectativas de crecimiento para el 2011 de 6,5%. **Expertos estiman que esta desaceleración tan pronunciada es poco probable por lo que se esperaría que el crecimiento real del PIB para el 2011, supere el 7%.**

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aun cuando la recaudación de impuestos a mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinera de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento similar a la del 2011. Siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.



SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Analysis, El Comercio; Elaboración BWR.