

Ecuador
 Papel Comercial

MODERNA
ALIMENTOS S.A.

Calificación

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Papel Comercial	AA-	AA-	NR

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación
Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación
Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación
NR: No registra cambio de calificación

Resumen Financiero

(Millones USD)	2009	2010	2011	May.12*
Activos	67.3	89.5	98.2	93.7
Ventas	120.8	115.3	117.4	47.9
Margen EBITDA (%)	10.8	12.6	4.5	6.1
ROA (%)	13.1	11.2	-0.1	2.9
Deuda Finan / Capitalización (%)	39	32	39	43
Deuda Financiera Total /FFO (x)	1.4	1.8	12.0	7.0

*Información no auditada. Ver Presentación de Cuentas.

Programa de Papel Comercial	
Emisor:	Moderna Alimentos S.A.
Monto Total Emisión:	USD 8,000,000
Monto en Circulación:	USD 5,000,000
Fecha Colocación:	Abril-Mayo 2012
Fecha Vencimiento:	Abril-Mayo 2013
Fecha Tope Emitir:	13/03/2014
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 Estruct y Coloc:	Mercapital Casa de Valores S.A.
Agente Pagador :	Moderna Alimentos S.A. a través de DECEVALE (Emisión Desmaterializada)
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) 2269-767 ext.103 ppinto@bwratings.com

Lorena Oliva, Ecuador
 (593 2) 2269-767 ext.108 loliva@bwratings.com

FECHA COMITE: 31/Julio /2012

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Mayo /2012

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 audita 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.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados 2011 según Normas NIIF e información adicional con corte a Mayo 2012, de **Moderna Alimentos S.A.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener 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 se fundamenta en el desempeño de la empresa durante los primeros 5 meses del año 2012 que permite anticipar el cumplimiento de las expectativas luego de varios procesos de fusión y períodos de transición. MODERNA está demostrando su capacidad de generar mayores volúmenes de ventas, mejorando márgenes y aumentando los niveles de rentabilidad.

El mantenimiento de la calificación de la transacción del caso incorpora también la confianza de que los indicadores de liquidez y niveles de endeudamiento financiero frente al EBITDA que genere la empresa llegarán a los niveles proyectados hasta el fin de este año.

El riesgo propio del negocio relacionado al sector en el que se desempeña, requiere de un endeudamiento financiero controlado que le otorgue a la empresa flexibilidad para adaptarse a distintas circunstancias sosteniendo el negocio en marcha y manteniendo su capacidad de pago.

El mercado local en el que se desenvuelve Moderna Alimentos es altamente competitivo, poco flexible a

cambios de precios, volátil y cíclico debido a que depende de una materia prima agrícola de gran demanda, que se produce solo en el exterior.

La empresa que ahora es líder del mercado ecuatoriano, mitiga los riesgos propios del negocio gracias a su mayor capacidad de producción, y a las posibilidades de diversificar sus productos a través de las líneas de consumo. Otra fortaleza que les permite atenuar los riesgos del negocio es tener como accionistas y socios estratégicos a dos importantes empresas productoras y transportadoras de trigo internacionalmente.

Las dos empresas internacionales que son accionistas y proveedores, Seaboard y Conti, han otorgado anteriormente condiciones flexibles de financiamiento del inventario además de asesoría en los contratos de futuros para la adquisición del trigo frente a expectativas de incremento de precios.

Al mes de mayo 2012, Moderna realizó un pago extraordinario a este proveedor con el fin de acceder a trigo con precios más bajos. Esta decisión le permitirá sostener márgenes y/o ser competitivos en el mercado local. Sin embargo, impidió que se reduzca la deuda financiera como se esperaba y los indicadores de endeudamiento financiero sobre EBITDA permanecieron presionados. Según información de la Administración, este pago no significó un cambio en la política de financiamiento comercial con el proveedor, de manera que la Calificadora espera que se cumplan las proyecciones que indican 80 días de financiamiento comercial promedio hasta finalizar el 2012.

Según las proyecciones, con el ritmo actual de crecimiento de la generación del negocio y una política de pago de proveedores de alrededor de 80 días, la empresa estaría en capacidad de disminuir sus índices de endeudamiento en el corto plazo, lo que le otorgaría mayor flexibilidad financiera frente a escenarios menos favorables a los actuales.

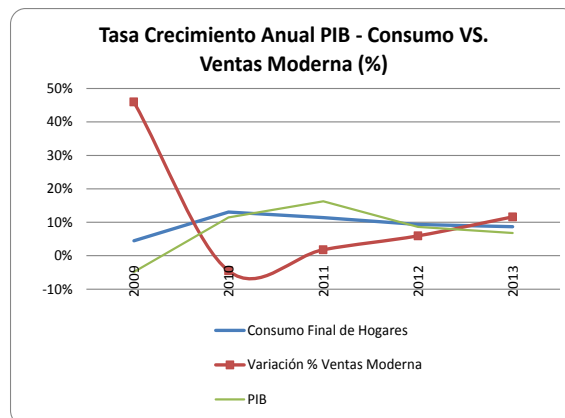
Además, al ser una empresa que maneja volatilidades en el capital de trabajo, es vulnerable a cambios en los precios de la materia prima lo que afecta su liquidez. Históricamente ha tenido que refinanciar la deuda de corto plazo y adquirir nueva deuda para poder cubrir las necesidades de inversión en activos fijos.

Si bien la empresa tiene la capacidad de refinanciar la deuda de corto plazo en el sistema financiero, se espera que la generación del negocio y una estructura de menor endeudamiento le permitan a la empresa mejorar los indicadores de liquidez al menos al nivel observado en las proyecciones analizadas.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



* 2012-2013: Previsiones BCE y Ventas proyectadas por el emisor.

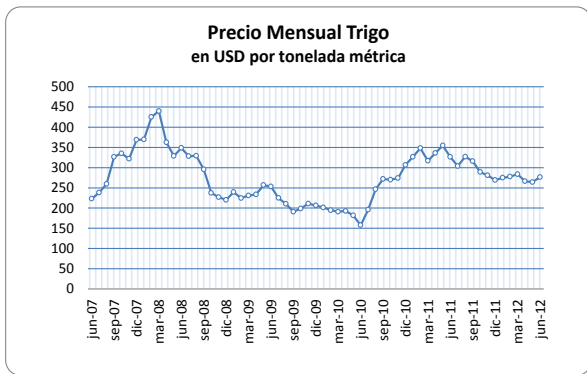
En general la industria alimenticia comparativamente a otras industrias, en especial cuando se trata de alimentos de primera necesidad, se maneja en mercados de demanda estable y creciente, al menos en relación al crecimiento poblacional. Al ser un sector estratégico, en algunos casos accede a mecanismos de protección gubernamentales como por ejemplo subsidios, cuando existen presiones inflacionarias.

Moderna Alimentos participa en dos segmentos de la industria alimenticia, el de la harina de trigo, que es insumo para fabricar varios productos de necesidad básica, y además, elabora y comercializa productos derivados del trigo. En relación a la parte molinera, la industria es intensiva en uso de capital y muestra una alta competencia en el país, aunque con pocos participantes.

El alto nivel de competencia no permite que se incrementen los precios con facilidad, aun cuando la materia prima, el trigo, puede mostrar rápidos cambios en los precios internacionales. Por esta razón, las empresas con mayor capacidad de venta en volúmenes son más flexibles al manejo de márgenes y rentabilidad.

Este factor es uno de riesgos más importantes de la industria cuyos participantes deben programar adecuadamente las adquisiciones de la materia prima, el trigo no se produce localmente y depende de factores externos ajenos al control de las empresas locales.

Los precios internacionales del trigo se han mostrado volátiles desde el año 2008 cuando marcaron un precio récord por tonelada, y pese a que en el último año han evidenciado una tendencia decreciente, la industria espera precios más altos en el segundo semestre 2012 luego de una temporada de sequía que sufre uno de los principales países productores.



Fuente: www.indexmundi.com
Elaboración: BWR

La industria de harina de trigo y sus derivados al estar ligada a un producto agrícola es cíclica y volátil, riesgo inherente a la industria. 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.

Al ser intensiva en el uso de capital, la industria maneja importantes barreras de entrada. 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.

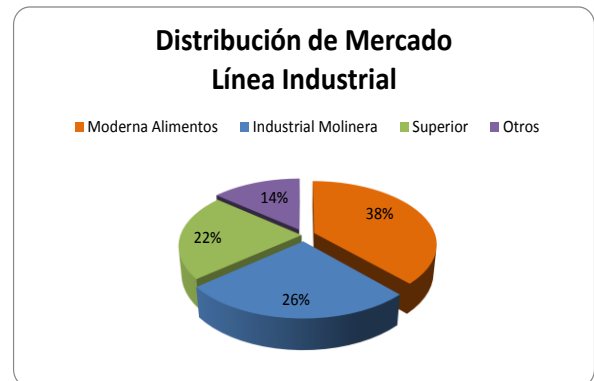
Aunque existen productos sustitutos para los alimentos elaborados con harina de trigo y sus derivados, el consumo generalizado hace de éste un producto básico en la alimentación generando niveles de demanda predecibles.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Moderna Alimentos S.A. es actualmente una compañía grande y la principal productora de harina de trigo del país, como resultado de la fusión de tres empresas importantes dentro de la industria molinera ecuatoriana, las cuales se perfeccionaron en el 2010 y 2011.

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.

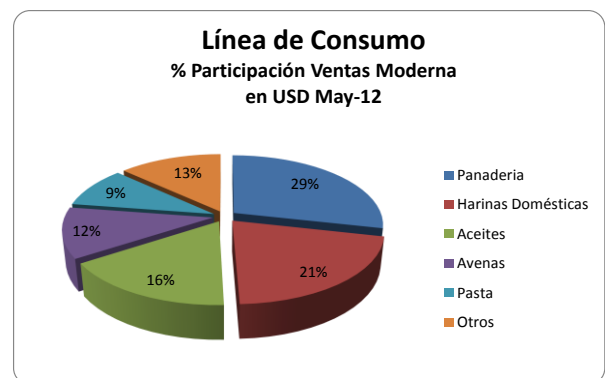


Fuente: Moderna Alimentos S.A.
Elaboración: BWR

Dentro de la línea de consumo, la empresa maneja un portafolio de productos diversificado que tienen mayor valor agregado y pueden competir por precio y calidad con otros similares. Dentro de la línea de pan empaquetado existe un competidor mayoritario que tiene el 65% de participación de mercado, mientras Moderna participa con 2%. En general, en la línea de consumo las marcas de Moderna son reconocidas y están bien posicionadas en el mercado ecuatoriano con una larga trayectoria.

Una tercera línea de negocio es la participación en programas sociales de alimentos manejados principalmente 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, en el año 2012 muestran una recuperación luego de haber ganado la concesión de algunos contratos con el Estado.

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.



Fuente: Moderna Alimentos S.A.
Elaboración: BWR

La empresa ha realizado importantes inversiones en activos para equipar a las plantas de tecnología y automatizar los procesos. En el 2010 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. 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.

La empresa, al igual que el resto de competidores del mercado, es vulnerable a la volatilidad de los precios de la materia prima, por esta razón es importante alcanzar mayor volumen de producción para absorber los costos fijos y mantener la rentabilidad lo que se evidencia a partir de las fusiones. Otro factor mitigante es que su principal proveedor, que además es uno de los mayores accionistas, les otorga facilidades de financiamiento de inventarios cuando lo han requerido así como asesoría en provisión de la materia prima a través de la adquisición de futuros que les permiten prever en alguna medida las variaciones de precios.

▪ 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 en Miles de USD	% Participación
ECUADOR HOLDINGS LTD.	26.065	99,99999%
MOLINOS CHAMPION S.A.	0	0,000001%
TOTAL	26.065	100,0%

*Información a Mayo 2012

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. Las dos empresas extranjeras controlan el 50% de las acciones de EHL.

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 otorgándole flexibilidad en el financiamiento de inventario en caso de necesitarlo. Además, según la Administración 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.

Durante el 2012 se observa que la estrategia se ha dirigido a proteger los niveles de rentabilidad asegurando el costo de la materia prima al proveerse de trigo frente a una alta probabilidad de incremento de precios en el corto plazo. Esto ha significado un crecimiento coyuntural de la deuda financiera que, de acuerdo a la Administración, disminuirá en el corto plazo.

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 43%. Se espera que a futuro este indicador sea menor.

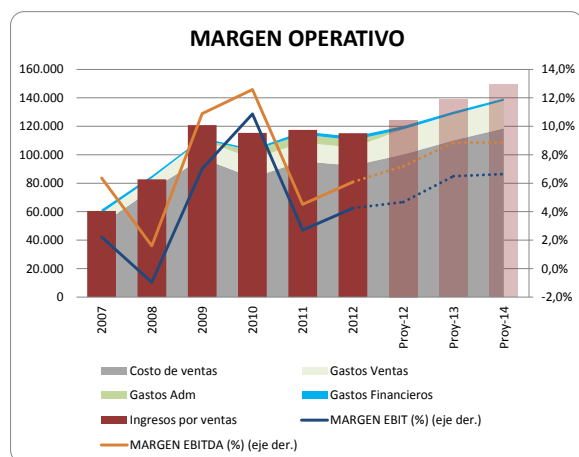
En cuanto a la provisión para la jubilación patronal, ésta se realiza de acuerdo a cálculos actuariales según los cuales la constitución de las mismas estaría al día, de acuerdo a los informes de auditoría externa.

PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2007 y 2008 por firma KPMG del Ecuador Ltda. bajo Normas NEC. También se utilizó información auditada por la misma firma para los períodos 2009, 2010 y 2011 presentada bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Además, estados financieros interinos con corte a mayo 2012 bajo norma NIIF.

En este caso el auditor realizó un ejercicio contable de fusión teórica de los balances de Moderna Alimentos con sus empresas relacionadas con las cuales se fusionó en el 2010 y 2011, por lo que se han considerado balances fusionados para los períodos 2010 (año de transición NIFF) y 2011. Además, para el análisis de la calificación se ha considerado a la información financiera que presenta el auditor como 1 de enero 2010, como 31 de diciembre 2009 para efectos de comparación.

Gestión Operativa



*2012: Datos Mayo 2012 anualizado sin considerar factores estacionales.

Las ventas netas de Moderna Alimentos según estados financieros auditados a diciembre 2011 ascendieron a USD 117 MM, representando un crecimiento de 1.78%

anual, una vez que se eliminaron las distorsiones contables por la fusión con las relacionadas. Al mes de mayo 2012, las ventas ascendieron a USD 47 MM, monto que al anualizar sin considerar factores estacionales muestra un decrecimiento de -1.9%, sin embargo se encuentran en línea con el presupuesto. De acuerdo a las proyecciones analizadas, las ventas alcanzarían un crecimiento moderado de 5.93% hasta finalizar el 2012.

En concordancia con las estimaciones de la empresa, una vez que se consolidaron los procesos de fusión, el período 2012 ha sido de recuperación y podría superar la proyección de ventas. El crecimiento de las ventas se da en mayor medida por volúmenes dado que no se han realizado variaciones de precios especialmente en la harina, para poder mantener la participación de mercado.

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. En las cifras analizadas para la calificación inicial el margen bruto mostraba una alta volatilidad no solo por las variaciones de los precios y volúmenes, sino también por distorsiones contables. A partir de las cifras últimas auditadas con balances fusionados y bajo criterio NIIF, el margen bruto aunque volátil históricamente ha estado cerca al 20%, con excepción del año 2010 en el que los precios de trigo fueron más bajos y el margen ascendió a 27%. Al mes de mayo 2012, el margen bruto creció en relación al de dic-11 (May.12 19.7% Dic.19.7%), y se proyecta en torno al 20% para los siguientes dos años.

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.

Además, 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. Uno de los objetivos es mantener controlado el gasto operativo el cual ha absorbido históricamente alrededor del 16% de las ventas netas, y muestra una tendencia decreciente desde el año 2010. La proyección considera 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 diluyen en un mayor volumen de ventas.

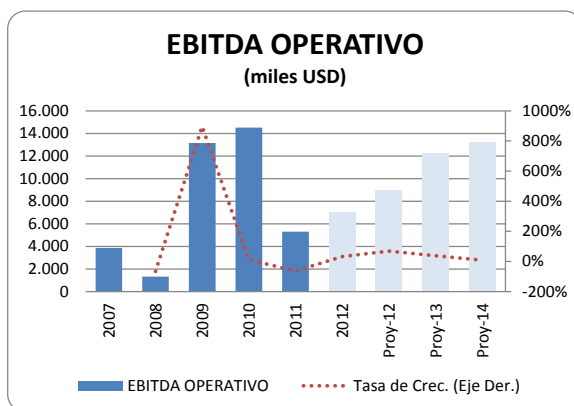
La empresa no presenta históricamente ingresos o egresos no operativos que sean representativos.

En relación al gasto financiero, al mes de mayo 2012 el costo financiero, es decir la relación entre el gasto y la deuda financiera, muestra una disminución por la participación de una parte de los pasivos de la emisión de papel comercial. La proyección hasta fin de año es más conservadora y considera un costo mayor aunque la tendencia decreciente se mantiene para los siguientes dos períodos.

El Margen EBITDA al mes de mayo 2012 creció en dos puntos en comparación al de dic-11 y fue 6.08%. En las proyecciones del período 2012-2014 la tendencia es creciente y en promedio se espera un margen de 8.30%, 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. Sin embargo, para el año 2013, según las expectativas del mercado, se estima que existirá incremento de precios de la materia prima lo que podría presionar los márgenes es el primer trimestre del próximo año.

A partir de los factores de mercado y la situación propia de la empresa por las fusiones antes explicadas, se evidencia la volatilidad del EBITDA operativo de los últimos períodos que ha dependido principalmente de la volatilidad de los precios del trigo. La pérdida de participación de ventas por los procesos de fusión, y la 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, cuyo monto fue sensiblemente menor al del año 2010 y 2009.

El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento volátil de los mismos en los períodos 2009, 2010 y 2011, en años anteriores existe distorsión pues son datos previos a las fusiones. A partir del año 2012 se estima que el comportamiento sería creciente y más estable aunque con la ciclicidad propia del negocio.



*2012: Datos Mayo 2012 anualizado sin considerar factores estacionales.

En el primer semestre del año 2012, la empresa muestra que tiene capacidad de generación a los niveles presupuestados, controlando el gasto operativo y generando en este período un resultado neto positivo. De continuar la tendencia y sin cambios en los factores macro, se estima que la empresa maneja perspectivas positivas en cuanto a la generación de sus resultados al menos a los niveles presentados en las proyecciones analizadas para el año 2012. Para el siguiente período podría existir mayor presión en la rentabilidad de darse los incrementos esperados en los precios del trigo y estos no pudieran ser trasladados a los precios finales.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

Los Activos Totales de Moderna Alimentos ascendieron a USD 93.7 MM, al mes de mayo 2012. En consistencia con la naturaleza industrial del negocio, la mayor parte de activos son de largo plazo, representando el 54% del activo total.

El activo corriente está conformado principalmente por inventarios (49%), cuentas por cobrar (37%), gastos anticipados (8%) y caja (5%).

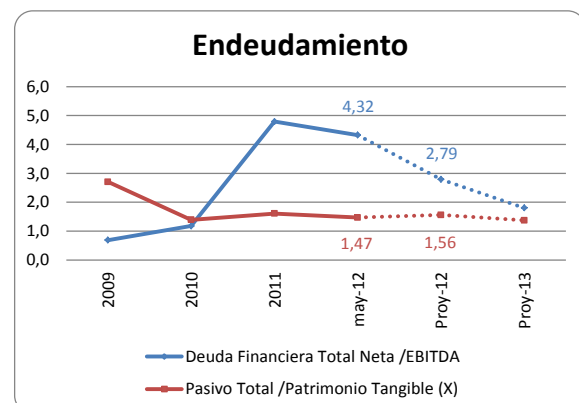
Los inventarios ascendieron a USD 20.8 MM a mayo 2012, y están constituidos en un 79% por materia prima importada. La rotación del inventario ha sido más acelerada en este período, con un promedio de 81 días, debido al crecimiento de las ventas. Además, de acuerdo a información de la Administración, se decidió mantener un volumen alto de trigo en inventario aprovechando el precio actual, frente a la posibilidad de incrementos de precios en los siguientes meses. Para la empresa disponer de inventario de materia prima, en este caso el trigo, permite asegurar la producción y ventas del corto plazo y mitiga los riesgos propios de la oferta de este producto agrícola.

Por otra parte, las cuentas por cobrar representan el 37% de los activos de corto plazo, en su mayor parte son cuentas a clientes grandes no relacionados. La cartera es diversificada, el mayor cliente representa el 5% de la cartera total. Los días de rotación promedio de la cartera comercial históricamente son estables y a mayo 2012 son 56 días. 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.

De acuerdo al informe de auditoría externa del 2011, un monto de USD 2.2 MM fue reclasificado como cuenta por cobrar comercial de corto plazo, antes era considerada como cuentas por cobrar de largo plazo debido a que son cuentas antiguas que están 100% provisionadas. En la información interina a mayo 2012, esta cuenta está considerada de largo plazo, para nuestro análisis ha sido restada del patrimonio como sensibilidad para el cálculo del patrimonio tangible.

Existen otras cuentas por cobrar, gastos anticipados y activos diferidos que representan el 7.3% del activo total, de los cuales lo más importante se refiere a impuestos.

ENDEUDAMIENTO





El pasivo total del emisor financia el 54.9% del activo al mes de mayo 2012. En el primer semestre 2012, la composición del pasivo cambió debido a que la empresa decidió realizar un pago al proveedor principal aprovechando un precio más bajo del trigo. Este pago coyuntural y extraordinario no significa un cambio en la política de crédito del proveedor, según informó la Administración. Sin embargo, sí representó un incremento de la deuda financiera total que pasó de USD 25.9 MM en dic-11 a USD 32.3 MM en may-12.

Con el pago a proveedores, los días de rotación promedio de las cuentas por pagar comerciales pasaron de 92 días a 48 días en este período. La proyección considera 80 días de financiamiento promedio anual hasta el 2014. 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. La calificadora espera que la política comercial con el proveedor se cumpla a diciembre 2012, de acuerdo con las proyecciones presentadas.

El pasivo financiero a la fecha de análisis consta de endeudamiento de corto plazo con dos instituciones bancarias locales, con plazos entre 90 y 180 días, con garantías reales y bajo firmas.

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

La empresa también 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 6.8 MM 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 2,326 M a mayo 2012.

Además, en el primer semestre del año 2012 entró en circulación la emisión de papel comercial objeto de esta calificación, que al mes de mayo tiene un saldo en circulación de USD 5 MM.

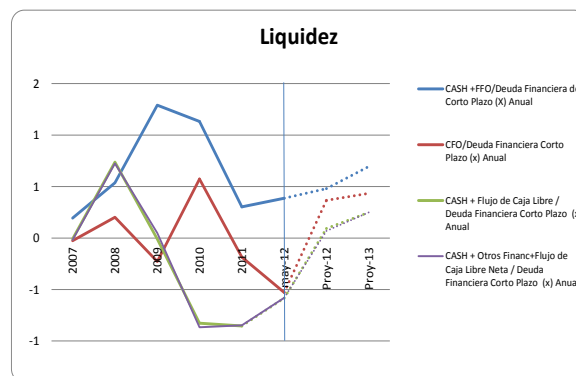
Pese a que el indicador de deuda financiera total sobre el EBITDA disminuyó ligeramente a la fecha de análisis frente a lo observado en diciembre 2011, sobretodo porque la empresa incrementó la generación de flujos en el período, el pago de la deuda comercial influyó para que se mantenga el nivel alto de apalancamiento en relación a su capacidad de generación.

Si bien, un indicador de 4 veces la deuda total sobre la generación es consistente en función a que la empresa está financiando activos fijos que todavía tardarán un tiempo en generar las ventas que le permitan la

recuperación de la inversión, se espera que a medida que la generación continúa creciendo la empresa destine flujos a la disminución de los niveles de endeudamiento financiero, al menos a los índices señalados en las proyecciones analizadas, lo que será favorable y le otorgará mayor flexibilidad frente a un entorno de costos volátil como el que maneja.

El nivel de endeudamiento en relación al patrimonio es 1.47 a may-12. 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.

Capacidad de Pago y Liquidez



A partir del gráfico anterior, se puede observar que los indicadores de liquidez de la empresa históricamente han sido volátiles y han dependido de las variaciones de capital de trabajo, influenciadas principalmente por las políticas de manejo de inventarios y proveedores.

El EBITDA Operativo hasta mayo 2012 ascendió a USD 2.9 MM y pudo cubrir el gasto financiero del período sin embargo no fue suficiente para cubrir una variación de capital de trabajo negativa, en parte generada por el pago realizado a proveedores, de manera que la empresa muestra un flujo de caja operativo (CFO) negativo. La empresa debió refinanciar toda la deuda de corto plazo y adquirir nueva deuda para cubrir las necesidades de inversión en activos fijos.

Si bien las condiciones actuales de liquidez en el sistema financiero ecuatoriano y la calidad de crédito que representa la compañía, les permite obtener con facilidad el refinanciamiento necesario y adquirir nuevos créditos de corto plazo, el manejo de una liquidez estrecha representa un riesgo en caso de que las condiciones de liquidez de la economía se vuelvan más restringidas en el corto o mediano plazo.

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, lo que afecta directamente a la liquidez de la empresa.

Los flujos se presionan dependiendo de las necesidades coyunturales de capital de trabajo y la variación del EBITDA, lo cual exige que la compañía se endeude para financiar las inversiones en CAPEX.



Los indicadores de liquidez se muestran positivos y crecientes en la proyección analizada considerando un crecimiento del EBITDA y menores variaciones de capital de trabajo, de manera que la empresa estaría en capacidad de cancelar parte de su deuda financiera, pese a que según los indicadores de todas maneras necesitarían refinanciar parte de la deuda de corto plazo.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

La emisión de Papel Comercial 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 mayo 2012 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 93,737 M. De este valor, USD 51,268 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 2,577 M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 43,492 M.

La emisión corresponde a un programa de papel comercial por USD 8.000 M, con lo cual existiría una cobertura de 5.44 veces sobre el monto en circulación de la emisión, en caso de que se colocara el monto total propuesto, y 8.7 veces el monto en circulación a la fecha de análisis.

ACTIVOS	Activos (miles USD) May-2012	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	2.028		2.028		2.028
Cuentas por Cobrar	15.771	473	15.298		15.298
Inversiones Largo Plazo	556		556		556
Inventarios	20.868	13.178	7.690		7.690
Impuestos Anticipados	2.436		2.436		2.436
Pagos Anticipados	1.455		1.455		1.455
Propiedades	45.502	35.246	10.256		10.256
Otros Activos	2.544	2.370	173		173
Activos Intangibles			0	0	0
Activos Diferidos	2.435		2.435	2.435	0
Impuestos Diferidos	142		142	142	0
ACTIVO TOTAL	93.737	51.268	42.470	2.577	39.892
Monto Emisión Aprobada	8.000				
Monto Colocado	5.000				
		Garantía General / Monto de Emisión Colocada			7,98
		Garantía General / Monto Emisión Aprobada			4,99

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de papel comercial 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. Además, 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. A la fecha de análisis el emisor cumple con los resguardos establecidos.

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	may-12
RESULTADOS						
Ventas	60.485	82.757	120.820	115.357	117.414	47.979
% crecimiento		36,8%	46,0%	-4,5%	1,8%	-1,9%
Costos	-51.274	-75.701	-97.511	-84.034	-95.493	-38.492
% crecimiento		47,6%	28,8%	-13,8%	13,6%	-3,3%
MARGEN BRUTO (%)	15,2%	8,5%	19,3%	27,2%	18,7%	19,8%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.853	1.322	13.160	14.522	5.296	2.919
MARGEN EBITDA (%)	6,4%	1,6%	10,9%	12,6%	4,5%	6,1%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.853	1.322	13.160	14.522	5.296	2.919
MARGEN EBITDAR (%)	6,4%	1,6%	10,9%	12,6%	4,5%	6,1%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los ga:	2.508	2.116	4.683	1.984	2.114	880
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.345	-794	8.477	12.538	3.183	2.039
MARGEN EBIT (%)	2,2%	-1,0%	7,0%	10,9%	2,7%	4,3%
Gasto Financiero del período	-2.333	-1.636	-1.051	-1.230	-2.134	-1.000
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	3,9%	2,0%	0,9%	1,1%	1,8%	2,1%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	36,1%	10,7%	6,4%	7,2%	8,2%	7,4%
Impuestos a la renta	-51	0	-1.501	-2.442	-1.004	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	-6,1%	0,0%	16,3%	21,7%	115,5%	0,0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	-16,3%	-157,4%	16,5%	0,6%	0,0%	32,6%
UTILIDAD NETA	-901	-944	7.713	8.830	-63	1.184
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	-1,5%	-1,1%	6,4%	7,7%	-0,1%	2,5%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	-21,2%	-11,7%	50,5%	27,5%	-0,2%	6,8%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	-4,2%	-2,0%	13,1%	11,3%	-0,1%	3,0%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1.607	1.172	12.396	10.814	2.051	2.064
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1.900	1.638	-15.312	-4.351	-3.844	-6.084
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-923	2.431	-6.044	-11.607	-8.338	-5.067
Inversión en Activos Fijos	-535	-316	-3.128	-18.070	-6.545	-1.006
Otras Inversiones, Neto	-95	-63	0	0	0	-41
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativ	-923	2.431	-6.044	-11.607	-8.338	-5.067
Variación Neta de Deuda Financiera	1.437	4.756	-2.700	4.259	6.730	6.352
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	6.126	3.976	0	0
Pago de Dividendos	0	-2	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	0	-99	745	-453	68	152
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	514	7.086	-1.873	-3.825	-1.539	1.437
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	3.853	1.322	13.160	14.522	5.296	2.919
(-) Gasto Financiero del período	-2.333	-1.636	-1.051	-1.230	-2.134	-1.000
(-) Impuesto a la renta del período	-51	0	-1.501	-2.442	-1.004	0
(-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total d	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.469	-314	10.608	10.850	2.159	1.919
(-) Variación Capital de Trabajo	-1.900	1.638	-15.312	-4.351	-3.844	-6.084
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-432	1.324	-4.704	6.499	-1.685	-4.165
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	139	1.486	1.789	65	0	386
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-102	-108	-241
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	0	-2	0	0	0	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-535	-316	-3.128	-18.070	-6.545	-1.006
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-828	2.492	-6.044	-11.607	-8.338	-5.026
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	1.437	4.756	-2.700	4.259	6.730	6.352
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	0	-99	745	-453	68	152
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	6.126	3.976	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	514	7.086	-1.873	-3.825	-1.539	1.437
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	210	724	7.810	5.923	2.130	591
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	724	7.810	5.937	2.098	591	2.028
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	724	7.810	5.923	2.130	591	2.028
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	0	14	-32	0	0
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2,43%	-0,38%	8,78%	9,41%	1,84%	4,00%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	3.853	1.322	13.160	14.522	5.296	2.919
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	724	7.810	5.923	2.130	591	2.028
Activos Totales	43.271	50.753	67.398	89.524	98.233	93.737
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	11.344	13.974	12.813	11.458	9.067	17.183
Pasivo financiero Largo Plazo	1.569	3.694	2.156	7.770	16.891	15.127
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	12.913	17.669	14.969	19.228	25.958	32.310
Pasivos con Proveedores	18.544	17.169	20.896	20.132	24.271	12.305
Otros Pasivos	3.303	8.350	8.530	9.039	6.941	6.876
Pasivos Totales	34.760	43.188	44.394	48.399	57.171	51.491
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	8.511	7.565	23.003	41.123	41.060	42.244
Patrimonio Tangible	2.527	3.370	16.409	34.791	35.502	35.030
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	5.983	4.194	6.594	6.332	5.558	7.214
Capitalización ****	21.424	25.233	37.972	60.351	67.018	74.554
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	N/D	N/D	N/D	N/D	52.717	51.268
Activos diferidos	2.927	2.655	2.527	2.499	2.402	2.435
Inventarios percibibles	0	0	0	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	40.343	48.098	64.871	87.025	95.831	40.035
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	40.343	48.098	64.871	87.025	95.831	40.035
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0	0	5.000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	0	0	0	0
Límite Legal para Emitir Obligaciones	32.275	38.478	51.896	69.620	76.665	32.028

EMPRESA: MODERNA ALIMENTOS S.A.

(Miles de USD)	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	may-12
INDICADORES FINANCIEROS						
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	1,65	0,81	12,52	11,81	2,48	2,92
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1,42	0,61	9,55	-2,88	-0,58	1,91
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	1,65	0,81	12,52	11,81	2,48	2,92
FFO/intereses del periodo (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	1,63	0,81	11,09	9,82	2,01	2,92
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	0,82	1,81	-3,48	6,28	0,21	-3,16
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1,63	0,81	11,09	9,82	2,01	2,92
CFO/cargos fijos	-0,18	0,81	-4,48	5,28	-0,79	-9,16
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibili	3,35	13,37	1,14	1,32	4,90	4,61
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fl	3,16	7,46	0,69	1,18	4,79	4,32
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	8,79	-56,28	1,41	1,77	12,02	7,01
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	60%	70%	39%	32%	39%	43%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	2,0%	14,2%	31,1%	31,8%	34,8%	17,4%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,37	0,41	0,34	0,40	0,45	0,63
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	13,75	12,81	2,71	1,39	1,61	1,47
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	13,75	12,81	2,71	1,39	1,61	1,47
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	5,11	5,24	0,91	0,55	0,73	0,92
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior			649%	-52%	0%	0%
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,88	0,79	0,86	0,60	0,35	0,53
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,13	-0,02	0,83	0,95	0,24	0,27
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-		2,95	2,13	0,31	0,49
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,19	0,54	1,29	1,13	0,30	0,39
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,03)	0,20	(0,23)	0,57	(0,19)	(0,53)
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-		-1,31	1,27	-0,24	-1,07
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,01)	0,74	(0,01)	(0,83)	(0,85)	(0,58)
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-		-0,07	-3,70	-2,24	-2,14
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	(8.445)	(7.299)	2.983	9.912	14.644	11.128
Liquidez Acida (x)	22%	44%	72%	58%	54%	69%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	14%	42%	63%	49%	47%	56%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	69%	73%	92%	94%	88%	83%
Patrimonio / Activo Total (x)	20%	15%	34%	46%	42%	45%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	14	9	6	6	6	6
Días de cuentas por cobrar	26	42	59	56	56	56
Rotación de inventarios (x)	3	5	7	3	3	4
Días de inventarios	120	68	50	107	116	81
Rotación de cuentas por pagar (x)	3	4	5	4	4	8
Días de cuentas por pagar	130	82	77	86	92	48
Rotación Capital de Trabajo	(6)	(10)	33	8	7	8
Días de Capital de Trabajo	(59)	(35)	11	42	55	43
Días de Ciclo de Operación	(75)	(63)	(21)	(34)	(25)	(46)
Activo corriente / Pasivo corriente	74%	81%	108%	128%	141%	135%

(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 crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretodo la situación económica internacional.

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.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrán, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

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	2011 prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,19	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill.2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	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%	8.6%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Publico/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Analisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y pro forma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011 PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/PIB por proyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011 anualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. 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.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

* 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 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012	2009	2010	2011	2012
	PREV USD CORR	TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71,625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%

FUENTE :BCE; ANÁLISIS SEMANAL

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

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

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE	proy.			
	tasas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

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 antes de las restricciones impuestas, 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.

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 refinería 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 menor a la del 2011. De todos modos, 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 Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.