

Ecuador  
Papel Comercial

**MODERNA**  
**ALIMENTOS S.A.**

**Calificación**

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

**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	Nov.12*
Activos	67.3	89.5	98.2	101.9
Ventas	120.8	115.3	117.4	114.8
Margen EBITDA (%)	10.8	12.6	4.5	8.2
ROA (%)	13.1	11.2	-0.1	5.7
Deuda Finan / Capitalización (%)	39	32	39	37
Deuda Financiera Total /FFO (x)	1.4	1.8	12.0	3.5

\*Información no auditada. Ver Presentación de Cuentas.

Programa de Papel Comercial	
<b>Emisor:</b>	Moderna Alimentos S.A.
<b>Monto Total Emisión:</b>	USD 8,000,000
<b>Monto en Circulación:</b>	USD 8,000,000
<b>Fecha Colocación:</b>	Abril-Mayo 2012
<b>Fecha Vencimiento:</b>	Abril-Mayo 2013
<b>Fecha Tope Emitir:</b>	13/03/2014
<b>Plazo del Programa:</b>	720 días
<b>Plazo de la emisión:</b>	359 días
<b>Cupón de Interés:</b>	Cupón cero
<b>Pago de capital:</b>	Al vencimiento del plazo de la emisión
<b>Garantía:</b>	General
<b>Destino de la Emisión:</b>	Sustitución Pasivos
<b>Calificadora de Riesgos:</b>	BankWatch Ratings S.A.
<b>Agente Estruct y Coloc:</b>	Mercapital Casa de Valores S.A.
<b>Agente Pagador :</b>	Moderna Alimentos S.A. a través de DECEVALE (Emisión Desmaterializada)
<b>Rep. Obligacionistas:</b>	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](mailto:ppinto@bwratings.com)

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

**FECHA COMITE: 30/Enero /2013**

**ESTADOS FINANCIEROS A: 30/Noviembre /2012**

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

Con base en los estados financieros auditados 2011 según Normas NIIF e información adicional con corte a Noviembre 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 sustenta en el desempeño de la empresa durante el 2012, lo cual muestra que las expectativas consideradas en la calificación inicial se van cumpliendo en el tiempo. Las fortalezas de la empresa demostradas en el último año permitieron recuperar mercado, y por tanto, confirmar su posicionamiento de líder.

Las ventas de Moderna crecen sobre la inflación y el EBITDA casi se duplica en el 2012, siendo un período en el cual, a diferencia del año anterior, se logran alcanzar flujos suficientes para cubrir las necesidades operativas del negocio y disminuir los riesgos de refinanciamiento.

El adecuado manejo de inventarios mostrado durante el período 2012, y el incremento de precios a partir del último trimestre del año, les permitió incrementar el margen bruto, enfrentando positivamente la volatilidad de los precios de la materia prima que en general mostró una tendencia al alza en el segundo semestre del año 2012. La compra oportuna de las materias primas les otorgó una ventaja competitiva y el incremento de precios no afectó el volumen de ventas ya que éste fue general en el mercado.

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.

Moderna se desenvuelve en un mercado cíclico, altamente competitivo y dependiente de los precios del trigo por lo cual requiere de flexibilidad financiera para cubrir el riesgo de volatilidad del EBITDA. Bajo dicho contexto es importante que se mantenga la tendencia positiva de los indicadores de endeudamiento y liquidez para sostener la calificación otorgada.

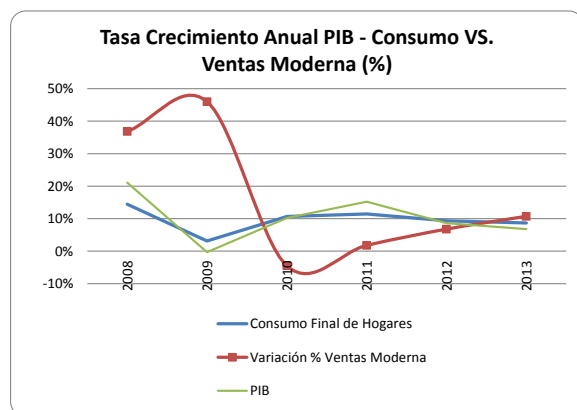
A la fecha analizada, los indicadores de endeudamiento en relación al EBITDA y al patrimonio tangible, disminuyen y muestran una mejor posición de la empresa.

De continuar las tendencias positivas y en función de lo proyectado, tanto en ventas como en EBITDA, la empresa seguiría mejorando los indicadores de endeudamiento y liquidez al disminuir el monto de la deuda financiera. A menos que se presenten oportunidades de nuevas inversiones en CAPEX o requerimientos extraordinarios de capital de trabajo no se espera que la deuda incremente.

▪ **ENTORNO MACROECONÓMICO**

Ver Anexo 2.

▪ **RIESGO DE LA INDUSTRIA**



\* 2012-2013: Previsiones BCE y Ventas proyectadas por el emisor. PIB a precios corrientes Base 2007.

De acuerdo al gráfico anterior, en comparación a variables macro como la tasa de crecimiento del Consumo Final de Hogares del país y el movimiento del PIB, la perspectiva de ventas de Moderna Alimentos muestra recuperación en el período 2012 y 2013, alcanzando tasas de incremento similares a las de estas variables. En el 2012, la tasa de crecimiento del PIB y del Consumo de los Hogares tiende a disminuir. La tasa de crecimiento en ventas de la empresa aumenta gracias a que se recuperan los clientes que perdieron en el 2011. Se espera que este comportamiento al menos se mantenga en el 2013.

El movimiento de las ventas de la empresa, que históricamente se muestra volátil, está influenciado por los procesos de fusión que experimentó la compañía en los últimos años. A partir del 2011 se observa un

comportamiento creciente y con tasas que se igualan al Consumo de Hogares (como componente del PIB).

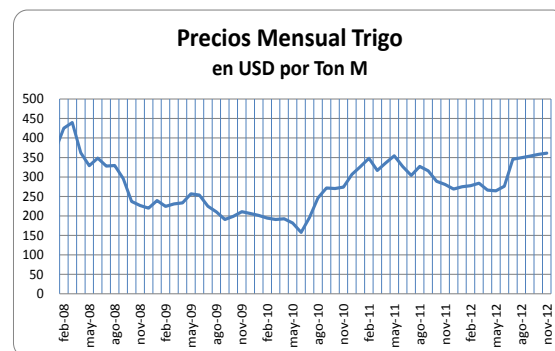
A partir de las fusiones la empresa ha logrado posicionarse bien en su segmento siendo ahora el líder por volumen de ventas.

La industria de trigo y derivados en el país tiene pocos participantes que son los que manejan la mayor parte del mercado. Es intensiva en uso de capital para el manejo de los procesos industriales de transformación del trigo, almacenamiento, transporte de productos en altos volúmenes.

Esto genera una fuerte barrera de entrada, en un momento en el que la inversión extranjera directa se ha desestimulado en el país, no se esperarían nuevos competidores en el corto plazo, en lo que se refiere a empresas industriales locales capaces de procesar la materia prima, no a los importadores. Sin embargo, la importación también tiene barreras de entrada pues el producto importado se encarece por los costos de transporte y almacenamiento, tratándose de un producto que es perecible.

La industria es madura, entre las principales empresas participantes del mercado, que son pocas, existe competencia por precios y plazos. Esto da baja flexibilidad de manejo de márgenes, siendo importante el volumen de ventas para poder sostener los altos costos fijos y afrontar las variaciones en el precio de la materia prima.

El mayor riesgo de la industria, y uno de los puntos clave, es el manejo de los precios del trigo. Este es un producto agrícola con una ciclicidad y volatilidad propia, cuyos precios internacionales son altamente sensibles a cambios en la oferta y demanda mundial, cambios climáticos que afecten las cosechas, y en general factores externos que no son controlados por la industria local. La mayor parte de materia prima es importada, la producción de trigo local es poco significativa.



Fuente: www.indexmundi.com  
Elaboración: BWR

En el 2012 los precios internacionales del trigo mostraron una marcada tendencia al alza principalmente porque la oferta se afectó con una fuerte sequía en EEUU, uno de los principales productores. Sin embargo, a diciembre 2012 y enero 2013 la tendencia cambió, se presentó una baja de precios por la recuperación de la oferta y una menor demanda. Las expectativas para el año se mantienen a la baja en el primer trimestre y

dependen del comportamiento de otras variables para determinar posibles cambios en los siguientes meses.

Además, la volatilidad de los precios de las materias primas está influenciada por la mayor participación de fondos de inversión en su demanda en los últimos años. Esto ha influido en las negociaciones de futuros de esta materia prima en particular, incrementando los factores especulativos.

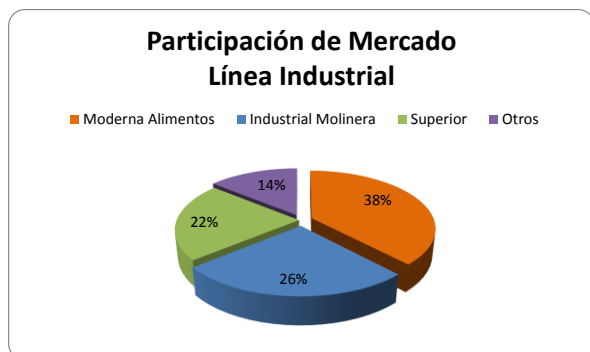
En cuanto a la demanda, en general la industria alimenticia, comparativamente a otras industrias en especial cuando se trata de alimentos de primera necesidad, se maneja en mercados de demanda estable y creciente, al menos en relación al crecimiento poblacional. Al ser un sector estratégico, en algunos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

### PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Moderna Alimentos S.A. es actualmente una compañía grande por tamaño de activos y volumen de ventas. A partir de los procesos de fusión con dos de las mayores molineras del país que se perfeccionaron en el 2011, es ahora la principal productora de harina de trigo en el mercado ecuatoriano.

La empresa tiene dos líneas de negocio bien diferenciadas: línea industrial, que se refiere a la producción de harina de trigo, materia prima para la elaboración de diversos alimentos; y la 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 local. La participación de mercado de Grupo Moderna en cuanto a la harina de trigo mejoró en el 2012, además de que existió una expansión del mercado total de alrededor de 3% en este año, lo que se evidencia en el crecimiento de volumen de ventas.

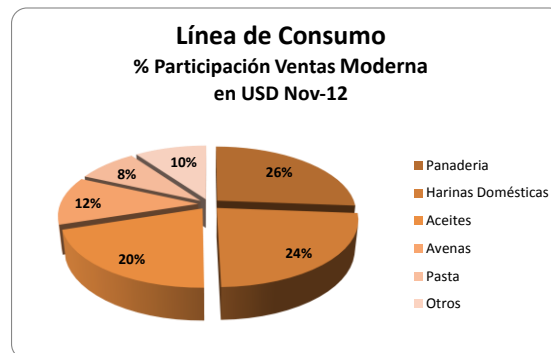


Fuente: Moderna Alimentos S.A.  
Elaboración: BWR

Dentro de la línea de consumo, la empresa maneja un portafolio de productos diversificado, con el que compiten por precio y calidad con otros similares. En el segmento de pan empacado existe un competidor

mayoritario que tiene el 65% de participación, 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.



Fuente: Moderna Alimentos S.A.  
Elaboración: BWR

Una tercera línea de negocio, a través de una empresa relacionada, se refiere a programas sociales de alimentos manejados por el Estado 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. 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. La cartera tiene una alta recuperación, se castiga menos del 1% anual.



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.

El principal proveedor de materia prima, que además es uno de los mayores accionistas de Moderna, les otorga facilidades de financiamiento de inventarios cuando requirieren 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 del trigo.

### ▪ 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. 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.

### 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%
<b>TOTAL</b>	<b>26.065</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Moderna Alimentos S.A. Elaboración: BWR

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 capacidad para dar garantías bajo firmas en caso de que la compañía requiera obtener líneas de financiamiento. Los accionistas del exterior, al ser también principales proveedores, soportan a la empresa otorgándoles flexibilidad en el financiamiento de inventario de ser requerido. Además, según la Administración existe un acuerdo verbal con los accionistas externos mediante el cual le otorgarían a la empresa una línea financiera

adicional de existir un momento 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 responde no solamente a la visión del grupo propietario local, que tiene larga trayectoria y profundo conocimiento del mercado, sino también a la visión de los socios extranjeros, que son empresas con presencia en el mercado internacional y especialización 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. Además, se ha dado impulso a la diversificación de las ventas a través de los productos de la línea de consumo que va ganando participación en sus segmentos.

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 37%.

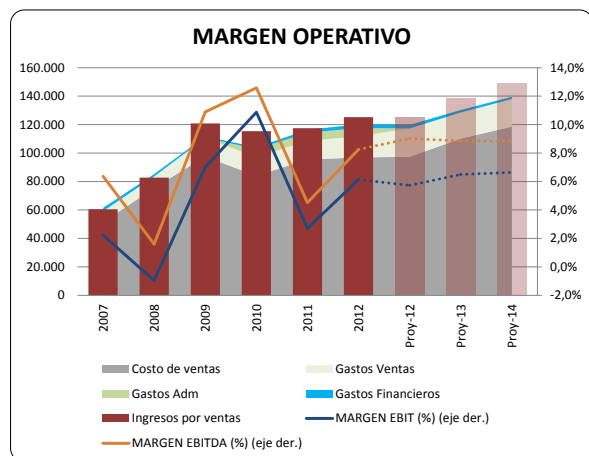
En cuanto a la provisión para la jubilación patronal, ésta se realiza de acuerdo a cálculos actuariales según los cuales la constitución de las mismas estaría al día, de acuerdo a los informes de auditoría externa.

### ▪ 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 y demás información con corte a Noviembre 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 Noviembre 2012 anualizado.

La gestión operativa de Moderna Alimentos en el 2012 se mostró dinámica, alcanzando un crecimiento anual de las ventas a noviembre cercano a 7%. Este indicador está calculado anualizando las ventas de la compañía de los once meses, la empresa proyecta que el crecimiento de las ventas sería de 6.6% hasta finalizar el año, porcentaje mayor al proyectado en el inicio del año 2012.

Las ventas netas de la compañía ascendieron a USD 114.8 MM a la fecha de corte. La proyección estima que alcanzarían USD 125 MM en volumen total de ventas a diciembre 2012.

Como ya estaba previsto, las ventas crecieron influenciadas por una recuperación de participación de mercado lo que impulsó a un mayor volumen de venta de harina. En la línea de consumo, los productos industrializados van ganando mercado aunque todavía con baja participación en el total de ventas de Moderna.

Los resultados del año se han beneficiado de un incremento del margen bruto en cerca de cuatro puntos porcentuales en comparación a dic-11, gracias al buen manejo de los ciclos de abastecimiento del trigo en relación al comportamiento de sus precios. La materia prima es el principal componente del costo de ventas (80%), es así como la volatilidad de los precios de compra generan un impacto directo en los resultados.

La decisión de la Compañía de proveerse de mayor volumen de trigo en los primeros trimestres del 2012, en un momento en que la perspectiva de precios señalaba una tendencia al alza, fue beneficiosa al finalizar el año y generó una ventaja competitiva frente a los otros participantes del mercado.

Al mes de noviembre 2012, el margen bruto fue 22.62% y se proyecta en 20% para los siguientes dos años, con una perspectiva conservadora.

El manejo del margen es sensible a los precios y al estar en un mercado competitivo donde en general hay una baja flexibilidad para trasladar incrementos de costo al precio, la empresa debe mantener volúmenes de ventas en cantidades que puedan absorber el peso de la carga operativa.

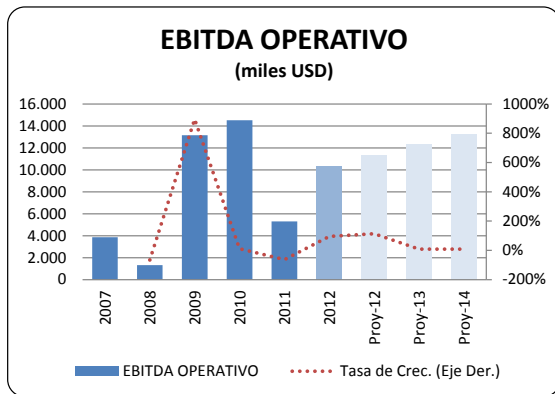
Este es uno de los objetivos de la Administración al procurar un adecuado manejo del gasto operativo buscando no sobrepasar los indicadores históricos. Al mes de noviembre 2012, el gasto operativo absorbe el 16.5% de las ventas. En cifras proyectadas se estima que el gasto operativo podría llegar a representar el 13% de las ventas, considerando un crecimiento más acelerado de ventas en el 2013 y 2014. El gasto operativo proyectado a dic-12 muestra un crecimiento de 6.1% anual que sería algo superior al índice de inflación del país.

La tendencia decreciente en el peso del gasto operativo, se daría en parte por un uso más eficiente de los recursos una vez finalizado los procesos de fusión y la implementación de la planta de Cayambe, además porque el incremento de gastos fijos se diluye en un mayor volumen de ventas.

La empresa no presenta históricamente ingresos o egresos no operativos que sean representativos. En el 2012, los ingresos no operativos responden a eventuales servicios a terceros de transporte y/o almacenamiento de materia prima.

El gasto financiero absorbe el 2% de las ventas a nov-12. El costo financiero promedio de Moderna, es similar a la tasa corporativa del sistema. La proyección estima menor costo para los siguientes dos períodos, a medida que proyectan disminuir el volumen de la deuda financiera.

El comportamiento del EBITDA está estrechamente relacionado a la volatilidad de los precios y al margen bruto, y depende del movimiento de costos y precios. Al mes de noviembre 2012, el EBITDA muestra una sensible recuperación frente al 2011 y alcanza un monto de USD 9,483 M. La proyección indica que el EBITDA operativo hasta dic-12 sería 1.1 veces superior al de dic-11.



\*2012: Datos Noviembre 2012 anualizado.

El gráfico muestra el comportamiento volátil histórico del crecimiento del EBITDA, tomando en cuenta que existe una distorsión pues son datos contables influenciados por los procesos de fusión. A partir del año 2012 se estima que el comportamiento sería creciente y más estable aunque con la ciclicidad propia del negocio.

El EBITDA anualizado creció en más del 95% en comparación al observado en el 2011. El margen EBITDA pasó de 4.51% en el 2011 a 8.26% a nov-12. En las proyecciones del período 2013-2014 la tendencia es creciente y en promedio se espera un margen de 8.86%, 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.

Pese a que es difícil realizar una previsión certera del comportamiento del precio del trigo dado que depende de variables externas no controlables, la proyección de la empresa para el 2013 ha sido trabajada bajo la premisa de precios altos del trigo, en un momento en el que la tendencia del comportamiento del precio en el primer trimestre 2013 se perfila a la baja. Además, la empresa ha podido realizar alza de precios de la harina al finalizar el 2012 e inicio del 2013 lo que ha sido aceptado por los clientes y se han mantenido los volúmenes de venta esperados.

Es decir, a pesar de la volatilidad de precios que debe afrontar la empresa, en el corto plazo la perspectiva es positiva con una mayor flexibilidad en el manejo del margen para afrontar posibles cambios en el costo de la MP. Una vez que se han alcanzado los volúmenes de venta esperados a través de la recuperación de la participación de mercado y con mayor capacidad de incrementar precios con aceptación de mercado, se esperaría un comportamiento del EBITDA estable en el año 2013.

▪ **Estructura del Balance**

**ACTIVOS**

Los Activos Totales de Moderna Alimentos ascendieron a USD 101.9 MM, a la fecha de corte. En consistencia con la naturaleza industrial del negocio, la mayor parte

de activos son de largo plazo, representando el 52% del activo total.

El activo corriente está conformado principalmente por inventarios (48%), cuentas por cobrar (41%), gastos anticipados (10%) y caja (1%).

Los inventarios ascendieron a USD 23.5 MM a noviembre 2012, y están constituidos en un 79% por materia prima importada, principalmente trigo. Los días de rotación promedio del inventario a la fecha de corte fueron 88 días. En general, la rotación del inventario ha sido más acelerada en el 2012 en comparación al 2011 por un mayor dinamismo en las ventas. 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. En cifras proyectadas se estiman una rotación más lenta del inventario siendo conservadores para los años 2013 y 2014 (104 días promedio).

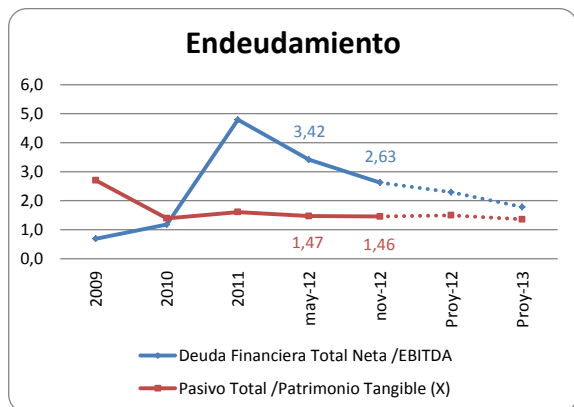
La cartera de clientes ascendió a USD 20.4 MM, en su mayor parte corresponde a cuentas de clientes grandes no relacionados. La cartera es diversificada, y de buena calidad, siendo clientes con los que la empresa ha trabajado varios años. Moderna flexibilizó en alguna medida el financiamiento a sus principales clientes durante el 2012, lo que se ve reflejado tanto en el volumen de las cuentas por cobrar como en el promedio de días de rotación. Al mes de noviembre 2012, los días de rotación promedio de la cartera fueron 65 días, cuando históricamente en promedio fueron 50 días. La flexibilidad se da por la presión de la competencia que es agresiva en el mercado de la harina de trigo.

El activo fijo ascendió a USD 47.2 MM a nov-12, y comprende principalmente las plantas y edificios, propiedad de la empresa. Las propiedades tuvieron un incremento de USD 4 MM en el 2012, monto que responde al requerimiento normal de mantenimiento y reposición de los silos, plantas y equipos. No se han realizado inversiones adicionales en el año 2012 y no se proyectan inversiones para el 2013 y 2014.

De acuerdo al informe de auditoría externa del 2011, un monto de USD 2.212 M 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, previas a la fusión, que están 100% provisionadas. En la información interina a noviembre 2012 esta cuenta ascendió a USD 2.056 M, en los estados financieros interinos está considerada de largo plazo. Para nuestro análisis la seguimos considerando de corto plazo en concordancia con el informe de auditoría.

Existen otras cuentas por cobrar, gastos anticipados y activos diferidos que representan el 3.2% del activo total, de los cuales lo más importante se refiere a impuestos.

**ENDEUDAMIENTO**



La estructura de endeudamiento de Grupo Moderna es en su mayor parte de largo plazo, gracias a que la empresa se financia a través de un préstamo del IFC (organismo anexo al Banco Mundial), el cual le otorga una tasa de financiamiento acorde al mercado local y un plazo programado de pago de capital hasta el 2017.

La empresa también mantiene un crédito de largo plazo a través de un préstamo sindicado con tres instituciones bancarias locales, el cual financió la adquisición del Molino de Cayambe realizada en el 2010. Este crédito asciende a USD 6.1 MM a nov-12 y es un financiamiento de largo plazo hasta el 2016.

Adicional a este préstamo, el pasivo financiero está compuesto por un crédito de corto plazo otorgado por una institución bancaria local pero bajo un esquema de refinanciamiento permanente.

El papel comercial, objeto de esta calificación, muestra a noviembre 2012 un saldo de USD 8 MM. La emisión de papel a corto plazo en mercado de valores ha beneficiado a la empresa al tener un financiamiento a tasa fija y plazo programado que puede renovarse hasta por dos años, con costos menores al promedio de tasa actual del sistema bancario.

Además de la estructura de largo plazo, Moderna cuenta con una ventaja en el financiamiento a través del pasivo comercial. El principal proveedor, que es también uno de los mayores accionistas de Moderna, tiene la capacidad de otorgar flexibilidad en los días de pago de la materia prima. Al mes de noviembre 2012, el promedio de días de cuentas por pagar fueron 74. En la proyección se contempla un promedio de 80 días de rotación de las cuentas con proveedores.

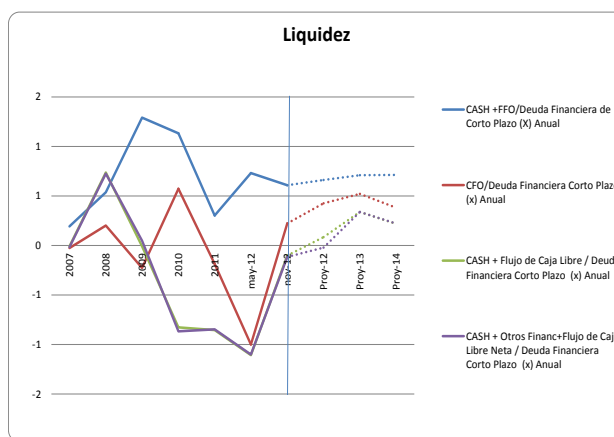
Luego de la fusión y de la aplicación de las normas NIIF, la empresa registra como pasivo de largo plazo los Impuestos Diferidos generados por la valoración de activos por un monto de USD 2,326 M a noviembre 2012.

Los indicadores de endeudamiento de Moderna en comparación a la generación de EBITDA han mejorado en el último semestre, a medida que se ha pagado una parte de la deuda y sobre todo por el incremento de los resultados operativos. Al mes de noviembre 2012, la

empresa está en capacidad de pagar su deuda financiera en 2.67 años con la generación de EBITDA actual. Este índice mejoraría a diciembre 2012 y en los períodos 2013 y 2014 a partir de los resultados proyectados y el pago de capital de la deuda de largo plazo.

El nivel de apalancamiento se mantiene estable. El índice de pasivo ajustado sobre patrimonio a noviembre fue 1.46. El patrimonio se ha fortalecido y se esperaría que continúe esta tendencia con la retención de las utilidades futuras.

**Capacidad de Pago y Liquidez**



Los indicadores de liquidez de Moderna muestran un comportamiento histórico volátil, influenciados no solo por la volatilidad propia del negocio sino también por los procesos internos de la empresa a partir de las fusiones. Se estima que una vez que la compañía ha recuperado su posición de mercado y su volumen de ventas los índices de liquidez a futuro sean positivos aunque volátiles con la realidad del negocio.

Las variaciones de capital de trabajo han sido históricamente negativas y en montos relacionados a las necesidades de abastecimiento de materia prima dependiendo de la tendencia de sus precios. La empresa requiere financiar al menos 30 días de su ciclo de negocio pero esta necesidad ha llegado hasta 75 días en los momentos de mayor necesidad.

El EBITDA Operativo generado hasta noviembre 2012 ascendió a USD 9.4 MM, el cual fue suficiente para cubrir el gasto financiero del período y la variación de capital de trabajo negativa, de manera que la empresa muestra un flujo de caja operativo (CFO) positivo cuando a diciembre de 2011 fue negativo.

El flujo generado sirvió para cubrir parte de las necesidades de CAPEX, sin embargo la empresa debió obtener financiamiento externo para cubrir el requerimiento total de la inversión en activos fijos y refinanciar la deuda de corto plazo.

En períodos anteriores, los flujos se han presionado dependiendo de las necesidades coyunturales de capital de trabajo, especialmente de inventarios, y la variación del EBITDA, lo cual exige que la compañía se endeude para financiar las inversiones en CAPEX. Un menor



nivel de endeudamiento le daría una flexibilidad financiera mayor a la empresa en momentos de estrés.

Las proyecciones contemplan una mejor posición de liquidez de Moderna y más capacidad de cubrir no solo las necesidades operativas y de inversión de activos, sino también la cancelación de parte de la deuda financiera, gracias a la recuperación del EBITDA.

### 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 Noviembre 2012, los activos totales de la empresa ascendieron a USD 101,943 M. De este valor, USD 49,321 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 2,675 M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 49,947 M.

La emisión corresponde a un programa de papel comercial por USD 8.000 M, con lo cual existiría una cobertura de 6.24 veces sobre el monto en circulación de la emisión..

ACTIVOS	Activos (miles USD) Nov-2012	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	413		413		413
Cuentas por Cobrar	20.445		20.445		20.445
Inversiones Largo Plazo	577		577		577
Inventarios	23.563	12.345	11.219		11.219
Impuestos Anticipados	0		0		0
Pagos Anticipados	4.987		4.987		4.987
Propiedades	47.226	34.606	12.620		12.620
Otros Activos	2.056	2.370	-314		-314
Activos Intangibles			0	0	0
Activos Diferidos	2.533		2.533	2.533	0
Impuestos Diferidos	142		142	142	0
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>101.943</b>	<b>49.321</b>	<b>52.621</b>	<b>2.675</b>	<b>49.947</b>
Monto Emisión Aprobada	8.000				
Monto Colocado	8.000				
					Garantía General / Monto de Emisión Colocada
					6,24
					Garantía General / Monto Emisión Aprobada
					6,24

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, el análisis de la garantía por activos 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	nov-12
<b>RESULTADOS</b>						
Ventas	60.485	82.757	120.820	115.357	117.414	114.830
% crecimiento		36,8%	46,0%	-4,5%	1,8%	6,7%
Costos	-51.274	-75.701	-97.511	-84.034	-95.493	-88.859
% crecimiento		47,6%	28,8%	-13,8%	13,6%	1,5%
MARGEN BRUTO (%)	15,2%	8,5%	19,3%	27,2%	18,7%	22,6%
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	9.483
MARGEN EBITDA (%)	6,4%	1,6%	10,9%	12,6%	4,5%	8,3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.853	1.322	13.160	14.522	5.296	9.483
MARGEN EBITDAR (%)	6,4%	1,6%	10,9%	12,6%	4,5%	8,3%
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	2.433
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.345	-794	8.477	12.538	3.183	7.049
MARGEN EBIT (%)	2,2%	-1,0%	7,0%	10,9%	2,7%	6,1%
Gasto Financiero del período	-2.333	-1.636	-1.051	-1.230	-2.134	-2.400
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%	9,8%
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%	17,3%
UTILIDAD NETA	-901	-944	7.713	8.830	-63	5.239
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	-1,5%	-1,1%	6,4%	7,7%	-0,1%	4,6%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	-21,2%	-11,7%	50,5%	27,5%	-0,2%	13,1%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	-4,2%	-2,0%	13,1%	11,3%	-0,1%	5,7%
<b>FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)</b>						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1.607	1.172	12.396	10.814	2.051	7.672
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-1.900	1.638	-15.312	-4.351	-3.844	-5.262
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	<b>-923</b>	<b>2.431</b>	<b>-6.044</b>	<b>-11.607</b>	<b>-8.338</b>	<b>-1.807</b>
Inversión en Activos Fijos	-535	-316	-3.128	-18.070	-6.545	-4.032
Otras Inversiones, Neto	-95	-63	0	0	0	-185
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operati	<b>-923</b>	<b>2.431</b>	<b>-6.044</b>	<b>-11.607</b>	<b>-8.338</b>	<b>-1.807</b>
Variación Neta de Deuda Financiera	1.437	4.756	-2.700	4.259	6.730	1.623
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	7
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	<b>514</b>	<b>7.086</b>	<b>-1.873</b>	<b>-3.825</b>	<b>-1.539</b>	<b>-176</b>
<b>Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FTCH</b>						
EBITDA OPERATIVO	3.853	1.322	13.160	14.522	5.296	9.483
(-) Gasto Financiero del período	-2.333	-1.636	-1.051	-1.230	-2.134	-2.400
(-) 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
<b>FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)</b>	<b>1.469</b>	<b>-314</b>	<b>10.608</b>	<b>10.850</b>	<b>2.159</b>	<b>7.082</b>
(-) Variación Capital de Trabajo	-1.900	1.638	-15.312	-4.351	-3.844	-5.262
<b>CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)</b>	<b>-432</b>	<b>1.324</b>	<b>-4.704</b>	<b>6.499</b>	<b>-1.685</b>	<b>1.820</b>
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	139	1.486	1.789	65	0	906
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	0	-102	-108	-316
(-) 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	-4.032
<b>(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)</b>	<b>-828</b>	<b>2.492</b>	<b>-6.044</b>	<b>-11.607</b>	<b>-8.338</b>	<b>-1.622</b>
<b>VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA</b>	<b>1.437</b>	<b>4.756</b>	<b>-2.700</b>	<b>4.259</b>	<b>6.730</b>	<b>1.623</b>
<b>OTROS FINANCIAMIENTO NETO</b>	<b>0</b>	<b>-99</b>	<b>745</b>	<b>-453</b>	<b>68</b>	<b>7</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6.126</b>	<b>3.976</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO</b>	<b>514</b>	<b>7.086</b>	<b>-1.873</b>	<b>-3.825</b>	<b>-1.539</b>	<b>-176</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)</b>	<b>210</b>	<b>724</b>	<b>7.810</b>	<b>5.923</b>	<b>2.130</b>	<b>591</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA</b>	<b>724</b>	<b>7.810</b>	<b>5.937</b>	<b>2.098</b>	<b>591</b>	<b>414</b>
<b>SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE</b>	<b>724</b>	<b>7.810</b>	<b>5.923</b>	<b>2.130</b>	<b>591</b>	<b>413</b>
<b>COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>-32</b>	<b>0</b>	<b>2</b>
<b>FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)</b>	<b>2,43%</b>	<b>-0,38%</b>	<b>8,78%</b>	<b>9,41%</b>	<b>1,84%</b>	<b>6,17%</b>
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	<b>3.853</b>	<b>1.322</b>	<b>13.160</b>	<b>14.522</b>	<b>5.296</b>	<b>9.483</b>
<b>BALANCE</b>						
Caja e Inversiones Corrientes	724	7.810	5.923	2.130	591	413
<b>Activos Totales</b>	<b>43.271</b>	<b>50.753</b>	<b>67.398</b>	<b>89.524</b>	<b>98.233</b>	<b>101.943</b>
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	11.344	13.974	12.813	11.458	9.067	13.388
Pasivo financiero Largo Plazo	1.569	3.694	2.156	7.770	16.891	14.193
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	12.913	17.669	14.969	19.228	25.958	27.582
Pasivos con Proveedores	18.544	17.169	20.896	20.132	24.271	20.010
Otros Pasivos	3.303	8.350	8.530	9.039	6.941	8.051
Pasivos Totales	34.760	43.188	44.394	48.399	57.171	55.643
<b>Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)</b>	<b>8.511</b>	<b>7.565</b>	<b>23.003</b>	<b>41.123</b>	<b>41.060</b>	<b>46.299</b>
Patrimonio Tangible	2.527	3.370	16.409	34.791	35.502	38.202
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	5.983	4.194	6.594	6.332	5.558	8.097
Capitalización ****	21.424	25.233	37.972	60.351	67.018	73.881
<b>GARANTÍA GENERAL</b>						
Activos Pignorados	N/D	N/D	N/D	N/D	52.717	49.321
Activos diferidos	2.927	2.655	2.527	2.499	2.402	2.533
Inventarios perecibles	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	43.114	50.089
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	40.343	48.098	64.871	87.025	43.114	50.089
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	0	0	0	8.000
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación						
Límite Legal para Emitir Obligaciones	32.275	38.478	51.896	69.620	34.491	40.071

### EMPRESA: MODERNA ALIMENTOS S.A.

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	nov-12
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>						
<b>COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING</b>						
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	1,65	0,81	12,52	11,81	2,48	3,95
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	1,42	0,61	9,55	-2,88	-0,58	2,27
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	1,65	0,81	12,52	11,81	2,48	3,95
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	1,63	0,81	11,09	9,82	2,01	3,95
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	0,82	1,81	-3,48	6,28	0,21	1,76
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	1,63	0,81	11,09	9,82	2,01	3,95
CFO/cargos fijos	-0,18	0,81	-4,48	5,28	-0,79	-2,57
<b>APALANCAMIENTO</b>						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibili	3,35	13,37	1,14	1,32	4,90	2,67
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flr	3,16	7,46	0,69	1,18	4,79	2,63
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	8,79	-56,28	1,41	1,77	12,02	3,57
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	60%	70%	39%	32%	39%	37%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	2,0%	14,2%	31,1%	31,8%	34,8%	36,0%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,37	0,41	0,34	0,40	0,45	0,50
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	13,75	12,81	2,71	1,39	1,61	1,46
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	13,75	12,81	2,71	1,39	1,61	1,46
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	5,11	5,24	0,91	0,55	0,73	0,72
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior			649%	-52%	0%	0%
<b>LIQUIDEZ</b>						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	0,88	0,79	0,86	0,60	0,35	0,49
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0,13	-0,02	0,83	0,95	0,24	0,58
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-		2,95	2,13	0,31	1,02
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	0,19	0,54	1,29	1,13	0,30	0,61
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,03)	0,20	(0,23)	0,57	(0,19)	0,22
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-		-1,31	1,27	-0,24	0,26
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,01)	0,74	(0,01)	(0,83)	(0,85)	(0,10)
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-		-0,07	-3,70	-2,24	-0,36
<b>OTROS INDICES</b>						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	(8.445)	(7.299)	2.983	9.912	14.644	12.818
Liquidez Acida (x)	22%	44%	72%	58%	54%	71%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	14%	42%	63%	49%	47%	57%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	69%	73%	92%	94%	88%	89%
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	65
Rotación de inventarios (x)	3	5	7	3	3	4
Días de inventarios	120	68	50	107	116	88
Rotación de cuentas por pagar (x)	3	4	5	4	4	5
Días de cuentas por pagar	130	82	77	86	92	74
Rotación Capital de Trabajo	(6)	(10)	33	8	7	8
Días de Capital de Trabajo	(59)	(35)	11	42	55	48
Días de Ciclo de Operación	(75)	(63)	(21)	(34)	(25)	(30)
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

#### INTRODUCCION

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

#### SECTOR REAL

**La tendencia del PIB** en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del Gobierno es una desaceleración real de la economía que llegaría a 4% para fines del 2012.

**El petróleo** continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

**La inflación** a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

**El Mercado Laboral** urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

**El salario real** mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

**Las tasas de interés** referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantienen en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

#### SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presentó un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011.

Estos resultados han preocupado al Gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

#### EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12% llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

#### IMPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las importaciones sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

#### SECTOR PÚBLICO

**El Presupuesto General del estado (PGE)** a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares, influenciado por el alto precio del petróleo cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO			
	2011	2012	Variación
	ene - jun	ene - jun	2011 - 2012
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>8,754</b>	<b>11,000</b>	<b>25.7%</b>
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>8,382</b>	<b>9,737</b>	<b>16.2%</b>
<b>Gasto Corriente</b>	<b>4,737</b>	<b>5,443</b>	<b>14.9%</b>
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrientes.	43	63	46.5%
<b>Gastos de Capital</b>	<b>3,645</b>	<b>4,294</b>	<b>17.8%</b>
<b>DEFICIT / SUPERAVIT</b>	<b>372</b>	<b>1,263</b>	

Fuente: Ministerio de Finanzas

**La recaudación de Impuestos**, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.



Los gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre 2012, totalizando a junio USD 9.737 millones, de éstos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

**Los gastos de capital** también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

**La deuda interna**, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

### TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre, este aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

### SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

**Los depósitos de la banca privada** suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

### CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre 2012 llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

### PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012				
	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

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.

La desaceleración del PIB al 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 5.1% 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.

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD Mil 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PIB (Mil 2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (Mil USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PIB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	8,61%
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	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Publico / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

fuelle: Analisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR.