

Ecuador
 Papel Comercial

MODERNA
ALIMENTOS S.A.

Calificación

| Tipo de Instrumento | Calif. Actual | Calif. Anterior | Último Cambio |
|----------------------------|---------------|-----------------|---------------|
| Emisión de Papel Comercial | AA- | N/R | 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) | 2010 | 2011 | 2012 | may-13 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|--------|
| Activos | 89.5 | 98.2 | 102.6 | 106.6 |
| Ventas | 115.3 | 134.2 | 126.0 | 53.1 |
| Margen EBITDA (%) | 12.6 | 4.0 | 6.3 | 7.6 |
| ROA (%) | 11.2 | -0.1 | 5.5 | 3.9 |
| Deuda Finan / Capitalización (%) | 32 | 38 | 34 | 39 |
| Deuda Financiera Total /FFO (x) | 1.8 | 12.1 | 3.9 | 4.3 |

*Información interina may-13. Ver Presentación de Cuentas.

| Programa de Papel Comercial | |
|---------------------------------|--|
| Emisor: | Moderna Alimentos S.A. |
| Monto Total Emisión: | USD 8,000,000 |
| Monto en Circulación: | USD 7,841,000 |
| Fecha 1ra Colocación: | Abril-Mayo 2012 |
| Fecha Vencimiento: | 13/03/2014 |
| Fecha Tope Programa: | 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 Estruc 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: 30/Julio /2013

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Mayo/2013

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados 2012 según Normas NIIF e información adicional con corte a mayo 2013, 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.

El Comité decidió mantener la calificación de la emisión en función de las fortalezas de la empresa que se evidencian en su gestión operativa con resultados positivos en los últimos períodos analizados. Se espera que las ventas continúen con el ritmo de crecimiento. En relación al EBITDA, si bien se prevé que su comportamiento sea positivo, por la naturaleza misma del negocio, sensible a factores externos y un mercado altamente competitivo, éste es volátil y difícil de predecir; por lo que, para mantener la flexibilidad financiera de la empresa, se confía en que la deuda financiera vaya reduciéndose como está previsto, y que se concrete la restructuración de una parte de la deuda de corto a largo plazo.

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 es líder de su mercado en un segmento alimenticio de primera necesidad que, en general, maneja una demanda estable pero con alta competencia. Además, la empresa apoya el crecimiento de ventas en su capacidad de innovación de productos más industrializados y de consumo masivo.

El gobierno corporativo se maneja bajo una administración profesional y con amplio conocimiento del mercado. El Grupo cuenta no solo con la visión local, sino que tiene el soporte de los accionistas extranjeros que dan asesoría, especialmente en el abastecimiento de materia prima y la contratación de futuros.

Las ventas del año 2012 cumplieron con lo presupuestado y con un mayor margen bruto frente al proyectado. El EBITDA creció frente al 2011, que fue un año de contracción y baja generación, pero no alcanzó el nivel esperado, debido al incremento importante de los gastos de comercialización, especialmente.

La empresa alcanzó resultados positivos en el período, si bien al mes de mayo 2013 los resultados se desaceleran, la expectativa en relación al crecimiento de ventas y el sostenimiento del margen bruto en el 2013, se mantiene positiva. Sin embargo, se estima que en este período la empresa tendrá que absorber mayores costos, operativos de forma que el EBITDA del año sería similar al del período 2012.

El crecimiento real del EBITDA en el 2012, menos acelerado de lo que se esperaba, y la mayor necesidad de financiar inventarios y cancelar proveedores a mayo 2013, ha significado que la Compañía tenga limitación para disminuir sus indicadores de endeudamiento. De hecho, la Compañía requirió de nueva deuda bancaria para cubrir sus necesidades de capital de trabajo al cierre del quinto mes del año.

La nueva deuda adquirida, que es de corto plazo, y la porción corriente de la deuda de largo plazo, han presionado la liquidez de la empresa requiriendo de refinanciamiento total de la deuda de corto plazo a mayo 2013.

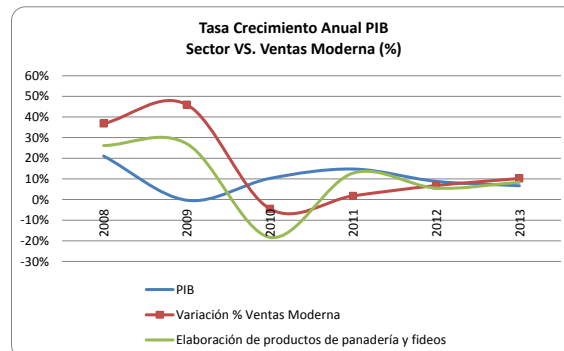
Se considera que la situación de endeudamiento y liquidez a mayo-13, es propia del ciclo de abastecimiento de materia prima en el momento y que, una vez que se vayan realizando los inventarios y concretando las ventas durante el segundo semestre del año, los indicadores de endeudamiento y de liquidez, se irán relajando y alcanzarían los niveles esperados, mejores que en el 2012.

El riesgo de refinanciamiento de la deuda corriente se mitiga al estar respaldada por la misma materia prima, que es fácilmente realizable, además por el respaldo de los accionistas que tienen capacidad de dar garantías bajo firmas.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



* 2011-2013: Previsiones BCE actualizadas a junio 2013; PIB a precios corrientes Base 2007. Ventas proyectadas por el Emisor.

El trigo y sus derivados son un alimento de primera necesidad en el Ecuador; se considera uno de los cereales de mayor importancia en la canasta básica junto con el arroz y la cebada por su consumo generalizado. De acuerdo a datos del INEC, el 35% del gasto de la canasta básica se destina a alimentación, y de esto el 23% corresponde a productos de cereales y sus derivados.

Sin embargo, la producción de trigo localmente es baja. En los años 70, Ecuador mantenía un área de producción de trigo de alrededor de 100 mil hectáreas, actualmente son apenas 15 mil hectáreas las que producen el cereal. La disminución se dio a partir de las políticas de subsidio a la producción de trigo en EEUU, uno de los mayores productores del mundo, de forma que la importación de trigo llegó a ser más barata que la producción local. El área de cultivo fue reemplazada por productos más rentables como la papa, flores y otros.

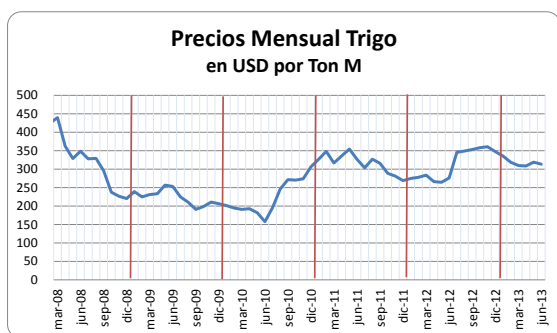
Además, por las características específicas necesarias para el cultivo del cereal, el Ecuador no cuenta con condiciones climáticas y extensiones de tierra para generar cosechas suficientes que abastezcan la demanda local.

De acuerdo a información del Ministerio de Agricultura (MAGAP), el Ecuador requiere de 550 toneladas métricas de trigo al año para cubrir la demanda, de las cuales el 3% se produce en el país y el resto se importa.

Es así como, uno de los factores más sensibles en los costos de producción para la industria molinera local, es el movimiento del precio internacional de la materia prima.

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; sin embargo, a diciembre 2012 y durante el 2013 la tendencia cambió, se presentó una baja de precios por la recuperación de la oferta y una menor demanda. Las expectativas para el resto del año 2013 se mantienen hacia la baja y dependen del comportamiento de otras variables para determinar posibles cambios en los siguientes meses.

La volatilidad de los precios del trigo en los últimos dos años ha estado influenciada también por una mayor participación de fondos de inversión en su demanda en los últimos años. Esto ha incidido en las negociaciones de futuros de esta materia prima, con un incremento de factores especulativos en el comportamiento de los precios.



Fuente: www.indexmundi.com
Elaboración: BWR

Al ser un producto básico en la alimentación, el Gobierno ecuatoriano ejerce control en la industria a través de políticas que regulan precios, aranceles y algunas condiciones de la oferta. El Gobierno exige a la industria molinera local absorber la totalidad de la cosecha del país, que aunque es minoritaria maneja precios más altos.

En general, la importación de harina no representa una amenaza concreta para la industria local, pues es un producto perecible cuyos costos de transporte y almacenamiento encarecen el precio final, de ahí que el producto procesado localmente es más competitivo.

La industria molinera ecuatoriana tiene pocos participantes que son los que manejan la mayor parte del mercado. Las empresas manejan procesos industriales de transformación del trigo, almacenamiento, transporte de productos en altos

volúmenes, con altas inversiones en activos fijos, lo que genera barreras de entrada.

La industria es madura y con fuerte competencia, además por la volatilidad de precios de la materia prima es sensible en el manejo de márgenes, por ello buscan generar altos volúmenes de ventas para poder sostener la carga de costos fijos y afrontar las variaciones en el precio del trigo.

De acuerdo al primer gráfico, en comparación a variables macro de la industria considerando la actividad de *Elaboración de productos de panadería y fideos*; el comportamiento histórico de ventas de Moderna guarda relación con las tasas de variación de su segmento; y en el período 2012 y 2013, alcanzan también tasas de incremento similares, de forma que la proyección de ventas de la empresa en este período sería consistente con la previsión sectorial publicada por el BCE.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Moderna Alimentos S.A. es una empresa industrial, líder de mercado, considerada una compañía grande, por tamaño de activos y volumen de ventas. A partir de los procesos de fusión que atravesó en los últimos años, se convirtió en la mayor empresa molinera del país.

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.

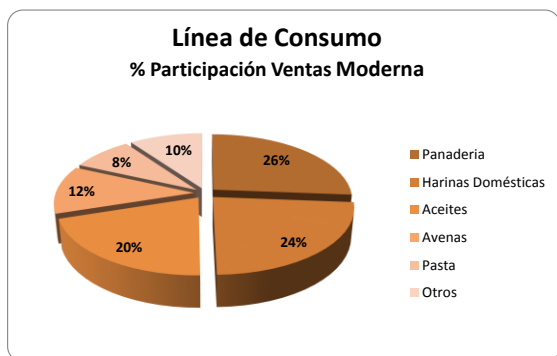
El 70% de las ventas de la empresa corresponde a la línea industrial, en la cual tiene actualmente una participación de 38% y es el líder del mercado local. La participación de mercado de Grupo Moderna, en el segmento de harina de trigo mejoró en el 2012, además de que existió una expansión del mercado 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. En la línea de pasta, la empresa realiza esfuerzos por posicionar una nueva marca, en un mercado con competencia agresiva.



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. Este negocio ha generado un aporte bajo a la utilidad de Moderna en los últimos dos años y a 2013 la perspectiva es que se mantenga igual.

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. 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.

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

Se espera que en los siguientes períodos los requerimientos de inversión en activos fijos sean menores en relación a lo observado en el 2010 y 2011.

En relación a la cadena de distribución, el negocio 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.

Moderna también provee harina a un sector de panaderías que es altamente diversificado, existiendo en el país alrededor de 9000 micro empresas de este tipo.

En relación a los proveedores, el principal proveedor de materia prima, es también uno de los mayores accionistas de Moderna, éste les ha otorgado facilidades de financiamiento de inventarios cuando así han requerido, y da asesoría en provisión de la materia prima a través de la adquisición de futuros, lo que les permite prever en alguna medida las variaciones de precios del trigo.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Moderna Alimentos S.A. no es parte de ningún grupo empresarial. La empresa tiene una participación de 40% en Bakels Ecuador, 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. | 31.636 | 99,99% |
| MOLINOS CHAMPION S.A. | 3 | 0,01% |
| TOTAL | 31.639 | 100,0% |

Fuente: Moderna Alimentos S.A. Elaboración: BWR
Información a mayo 2013.

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

La estrategia actual de la Administración se dirige a sostener las ventas, mejorando la cadena de distribución, con campañas de mercadeo y además optimizando los procesos logísticos para continuar ganando posición de mercado en la línea de consumo. Se da impulso a la diversificación de las ventas a través de productos innovadores que han tenido aceptación y crecen en ventas, en especial en los productos de panadería.

En general, la estrategia de la empresa responde, no solamente a la visión del grupo propietario local, que tiene larga trayectoria y conocimiento del mercado ecuatoriano, sino también a la visión de los socios extranjeros, que son empresas con presencia 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 del Grupo, 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.

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 actualmente mantiene un

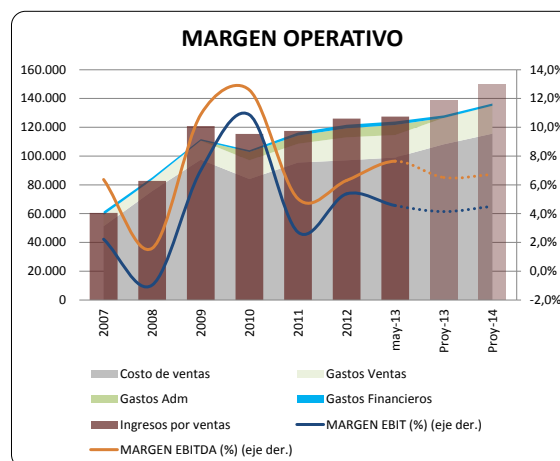
índice de deuda financiera sobre capitalización de 39%.

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 de los períodos 2007 al 2011 por firma KPMG del Ecuador Ltda. bajo Normas NEC (2007-2008) y NIIF (2009-2011). También se utilizó información auditada por PriceWaterhouseCoopers a diciembre 2012, la misma que no presenta salvedades. Además, estados financieros interinos y demás información con corte a mayo 2013 bajo norma NIIF.

▪ Gestión Operativa



*Datos mayo 2013 anualizados.

Las ventas netas reales de Moderna en el período 2012 sobrepasaron las ventas estimadas, las que se consideraban en un monto de USD 125 MM, mientras que las ventas reales fueron USD 126,045 M. Hasta el mes de mayo 2013, las ventas alcanzan un monto de USD 53,096 M, que representa un crecimiento anual de 1.1%.

La Administración mantiene una perspectiva positiva de ventas para el 2013 y espera llegar a un volumen de USD 138 MM hasta finalizar el año. El primer trimestre, al ser un período electoral, mostró desaceleración en el consumo general del país. Algunas empresas de la industria alimenticia así como otras actividades disminuyeron su tasa de crecimiento en este período, se espera que el segundo semestre del 2013 sea más dinámico en ventas, una vez superada la coyuntura electoral.

El margen bruto se mantuvo por sobre los 22 puntos porcentuales tanto en diciembre 2012 como a mayo 2013. La Administración ha sabido manejar los ciclos de abastecimiento de materia prima, de forma que los márgenes se benefician de precios más bajos hasta el primer trimestre del año 2013.

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, generó un incremento del margen y ventajas competitivas en el mercado al finalizar el período. De igual forma, en los primeros meses del 2013 se da un incremento del nivel de inventario en el balance de la Compañía, aprovechando los precios bajos de trigo a nivel internacional y con la perspectiva que la tendencia del precio cambie en el siguiente semestre.

El manejo de precios de la materia prima es crítico en una industria con competencia y baja flexibilidad para traspasar variaciones de costos al precio final. La estructura actual de Moderna, con socios estratégicos externos, le han permitido mitigar en alguna medida los cambios de precio y mantener márgenes más estables en el último año.

Por otra parte, la carga operativa absorbió el 17.6% de las ventas y mostró un crecimiento anual de 15.6% a dic-2012. El gasto de mayor expansión es el de comercialización, el mismo que crece en función de las políticas de ventas, descuentos y promociones para mantener el posicionamiento de las marcas, especialmente en la línea de pasta que fue recientemente introducida en el mercado.

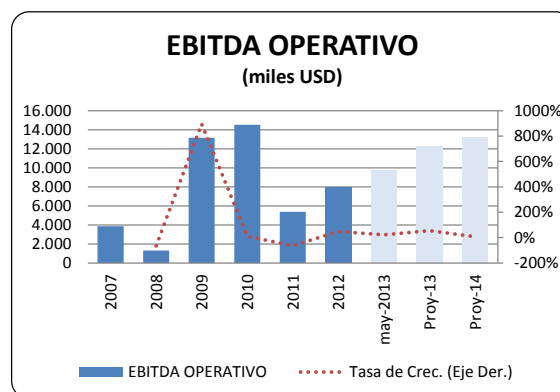
La perspectiva es que el ritmo de crecimiento del gasto operativo continúe, de forma que la Compañía espera absorber un mayor gasto de comercialización en comparación al 2012, esto con el incremento de ventas y del margen bruto.

Como se observa en el gráfico anterior, el margen operativo del período 2013 sería superior al del 2012, aun con estas consideraciones.

De esta forma, el EBITDA mantiene una tendencia creciente en el 2012 y 2013, y un comportamiento menos volátil, en comparación a períodos previos, cuando se dieron los procesos de fusión. El EBITDA alcanzado en el 2012 fue menor al proyectado debido a una mayor expansión del gasto; sin embargo, fue suficiente para cubrir las necesidades de corto plazo de la empresa del período.

Con datos a mayo 2013, el EBITDA operativo anualizado, sin considerar factores estacionales, ascendería a un monto de USD 9.7 MM en este período. El gráfico muestra el comportamiento volátil histórico del EBITDA, tomando en cuenta que existe una distorsión pues son datos contables influenciados por los procesos de fusión.

En la proyección para el año 2013 y 2014 se ha sensibilizado el monto de EBITDA, considerando que la Compañía deberá absorber mayor gasto operativo, de forma que el resultado operativo alcanzaría un monto entre USD 9 y USD 10 MM, similar al 2012.



* Datos mayo 2013 anualizados.

Históricamente la empresa no presenta ingresos o egresos no operativos representativos, a dic-2012 y mayo 2013 son valores alrededor de USD 300 M.

El gasto financiero ascendió a USD 2.4 MM en el período 2012, y representó un costo financiero de la deuda promedio de 9.78%, similar a la tasa corporativa del sistema.

La utilidad neta a diciembre 2012 fue USD 5,532 M, que significó un rendimiento promedio sobre el patrimonio de 12.40%, superior al índice proyectado (9.09%). El retorno sobre activos tuvo también un mejor desempeño frente al estimado y fue 5.50% al finalizar el año 2012 (3.97% proyectado). Al mes de mayo 2013, el resultado neto fue USD 1,710 M, los indicadores de rentabilidad se contraen en este período; esto responde a factores de desaceleración de ventas ya mencionados y a un semestre estacionalmente de ventas menores.

La perspectiva de resultados para este año sería positiva, en función de la capacidad de la empresa de mantener el volumen de ventas proyectado y el margen bruto, considerando que la empresa es sensible a los cambios en el precio de materia prima.



▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

Moderna Alimentos maneja activos por un monto de USD 106.6 MM a mayo 2013. La distribución de sus activos es equitativa entre activos corrientes y de largo plazo, así, los activos corrientes corresponden al 51% del total del balance y 49% activos no corrientes.

El activo corriente está conformado principalmente por inventarios (48%), cuentas por cobrar comerciales (35%), gastos anticipados (10%), caja (6%) y otros activos (2%).

El inventario es el activo de corto plazo de mayor monto, en momentos que la Administración decide incrementar la reserva de trigo según las perspectivas de precio del mercado. Al mes de mayo 2013, el monto de inventarios creció con relación a dic-2012 y ascendió a USD 26,243 M, de este valor el 80% corresponde a materia prima. Según información del emisor, el trigo es altamente cotizado y de fácil realización en el corto plazo.

Los días de rotación promedio del inventario históricos han estado en torno a 90 días, a la fecha de corte estos aumentan a 95 días promedio. De la misma forma que en el período 2012, la decisión de incrementar la provisión de inventarios de trigo al mes de mayo 2013, influye en una rotación más lenta. Sin embargo, esto se considera coyuntural, en los siguientes meses la rotación sería más acelerada a medida que crezcan las ventas.

El segundo activo corriente en importancia es la cartera comercial, la cual a mayo 2013 tiene un monto de USD 19,185 M. La mayoría de esta corresponde a cuentas por cobrar comerciales de clientes no relacionados. La cartera está diversificada en clientes de las diferentes líneas de negocio, tiene alta recuperación y la mayoría corresponde a clientes que llevan una larga relación comercial con la empresa.

Los días de rotación promedio de la cartera a mayo 2013 disminuyeron en comparación a dic-2012, y son superiores a lo histórico (may-13 60 días; promedio histórico 50 días). En el 2012, la empresa decidió flexibilizar los plazos de cobro para algunos clientes, sobretudo por la presión de la competencia que es agresiva en el mercado de la harina de trigo y de pasta.

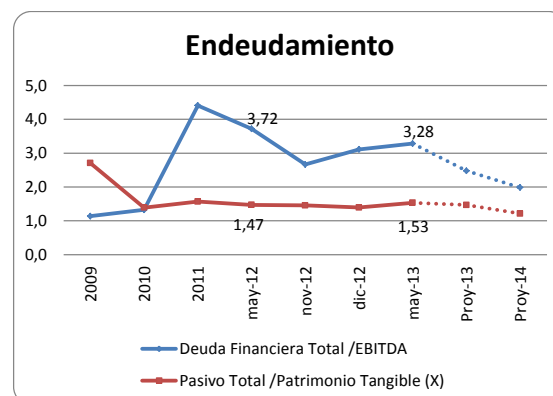
El activo fijo ascendió a USD 46.5 MM a mayo-2013, el cual comprende las plantas de producción, edificios, terrenos y bodegas, propiedad de la empresa. En el 2012, las propiedades tuvieron un incremento de USD 4 MM, monto que responde al

requerimiento normal de mantenimiento y reposición de los silos, plantas y equipos. Además, hay un movimiento por USD 300 M por un terreno cuyo valor se ajusta contra el patrimonio. Al mes de mayo 2013, las inversiones ascienden a USD 819 M, que corresponden a mantenimiento y reposición del período.

Si bien los activos fijos tienen un peso importante en el balance, lo que es consistente con la naturaleza industrial de la empresa, estos no serían realizables en el corto plazo; no obstante, son activos que sirven de garantía para obtener endeudamiento financiero en el sistema bancario.

Los activos diferidos e intangibles ascendieron a USD 2.7 MM, monto que significa 5.26% del activo fijo. Además, a mayo 2013 existe un monto de USD 2,054 M que son cuentas por cobrar de largo plazo, debido a que son cuentas antiguas previas a la fusión, y están 100% provisionadas.

ENDEUDAMIENTO



*Datos mayo 2013 anualizados

Al mes de mayo 2013, la deuda financiera de Grupo Moderna ascendió a USD 31.9 MM, que corresponde al 56% del pasivo total. El nivel de endeudamiento se incrementó en los primeros meses del 2013, debido a que la compañía obtuvo nuevos créditos bancarios.

La nueva deuda bancaria es de corto plazo, a una tasa similar al promedio del segmento corporativo y como garantía, la prenda del trigo.

Grupo Moderna mantiene una estructura de endeudamiento financiero que en su mayor parte es de largo plazo. El 33% de la deuda financiera corresponde a 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.

Además, Moderna cuenta con 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, es un financiamiento de largo plazo hasta el 2016.

El 25% de la deuda financiera corresponde a los títulos emitidos en mercado de valores como papel comercial, cuyo saldo a la fecha de corte es de USD 7.8 MM. La emisión calificada ya ha tenido un año de vigencia y entró en período de revolvencia, de forma que actualmente es una deuda de corto plazo con vencimiento en marzo del 2014.

Además de la deuda financiera, Moderna cuenta con financiamiento comercial, este en su mayoría es con proveedores, que a su vez son también accionistas de la empresa. Al mes de mayo 2013, el monto de deuda con proveedores es menor al de diciembre 2012, hubo un pago a proveedores correspondiente a compras de trigo anteriores. Los proveedores/accionistas, han otorgado facilidades de plazo a Moderna y le han dado soporte en momentos requeridos en períodos anteriores.

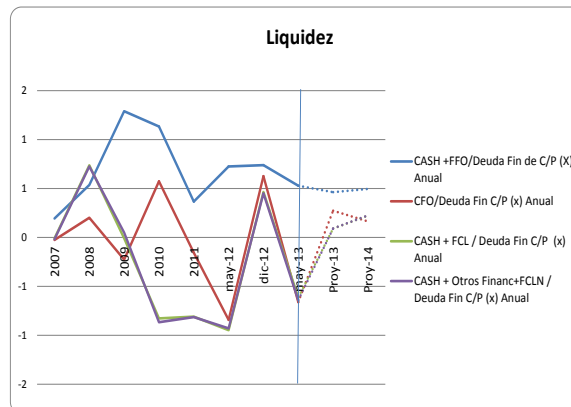
A pesar de que hasta el mes de noviembre 2012 los indicadores de endeudamiento de Moderna mostraban una tendencia a disminuir, al igual que las proyecciones analizadas, los índices a dic-2012 y mayo 2013 fueron mayores a los estimados en las proyecciones analizadas.

Al mes de diciembre 2012, un menor EBITDA frente al proyectado presionó el indicador hacia arriba, de manera que la empresa estaría en capacidad de redimir la deuda financiera en 3 años con el flujo actual del negocio. La tendencia del índice se mantiene en mayo 2013, en este período también influenciado por un mayor monto de deuda.

Según las proyecciones sensibilizadas, hasta finalizar el año 2013 la Compañía podría llegar a un nivel de endeudamiento sobre EBITDA no menor a 2.5 veces, esto considerando un crecimiento del resultado operativo de 13% en el 2013.

La deuda frente al patrimonio se mantiene estable, el índice a mayo 2013 fue 1.53 veces. El patrimonio fortalece con la retención de utilidades, las cuales se quedan 100% retenidas, al menos mientras dure la presente emisión.

Capacidad de Pago y Liquidez



Grupo Moderna maneja índices volátiles históricos, los cuales dependen altamente de las variaciones de los costos de materia prima, los requerimientos propios y las decisiones estratégicas de abastecimiento. A nivel del flujo de fondos operativos (FFO), en los últimos 5 períodos la empresa ha generado flujos operativos positivos que cubren los gastos financieros e impuestos.

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

El EBITDA Operativo generado en el 2012 ascendió a USD 7.9 MM, y la variación de capital de trabajo fue positiva de forma que la empresa tuvo suficiente flujo para cubrir las necesidades operativas y de inversión en CAPEX.

Al mes de mayo 2013, al igual que en el año anterior, se observa que la empresa realiza una compra mayor de inventario y un pago a proveedores, de forma que, con la variación de capital de trabajo negativa, el flujo del negocio no cubre las necesidades de CAPEX y la deuda financiera debe ser financiada en su totalidad.

Los flujos se presionan 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 sensibilizadas contemplan una mejor posición de liquidez al finalizar el año, en



comparación a los índices de mayo 2013; no obstante, la empresa tendría que seguir refinanciando la mayor parte de la deuda de corto plazo durante este año.

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.

Los activos totales de la empresa ascendieron a USD 106,617 M al mes de mayo 2013, de este valor, USD 47,746 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 2,755 M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 56,116 M.

La emisión corresponde a un programa de papel comercial por USD 8.000 M, con lo cual existiría una cobertura de 7.16 veces sobre el monto aprobado y 7.01 veces, sobre el monto en circulación de la emisión.

| ACTIVOS | Activos (miles USD) may-2013 | Activos Pignorados | Activos Libres | Activos Diferidos o Intangibles | Activos Garantía General |
|-------------------------------|------------------------------|---|----------------|---------------------------------|--------------------------|
| Activos Líquidos | 3.085 | | 3.085 | | 3.085 |
| Cuentas por Cobrar | 19.185 | | 19.185 | | 19.185 |
| Inversiones Largo Plazo | 577 | | 577 | | 577 |
| Inventarios | 26.243 | 14.625 | 11.618 | | 11.618 |
| Impuestos Anticipados | 4.844 | | 4.844 | | 4.844 |
| Pagos Anticipados | 1.042 | | 1.042 | | 1.042 |
| Propiedades | 46.521 | 33.121 | 13.400 | | 13.400 |
| Otros Activos | 2.363 | | 2.363 | | 2.363 |
| Activos Intangibles | | | 0 | 0 | 0 |
| Activos Diferidos | 2.729 | | 2.729 | 2.729 | 0 |
| Impuestos Diferidos | 26 | | 26 | 26 | 0 |
| ACTIVO TOTAL | 106.617 | 47.746 | 58.871 | 2.755 | 56.116 |
| Monto Emisión Aprobada | 8.000 | | | | |
| Monto Colocado | 7.841 | | | | |
| | | Garantía General / Monto de Emisión Colocada | | | 7,16 |
| | | Garantía General / Monto Emisión Aprobada | | | 7,01 |

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 cobertura de 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-08 | dic-09 | dic-10 | dic-11 | may-12 | dic-12 | may-13 |
|---|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| RESULTADOS | | | | | | | |
| Ventas | 82.757 | 120.820 | 115.357 | 117.414 | 47.979 | 126.045 | 53.096 |
| % crecimiento | 36,8% | 46,0% | -4,5% | 1,8% | -7,5% | 7,4% | 1,1% |
| Costos | -75.701 | -97.511 | -84.034 | -95.493 | -38.492 | -97.069 | -41.248 |
| % crecimiento | 47,6% | 28,8% | -13,8% | 13,6% | -63,1% | 1,6% | 2,0% |
| MARGEN BRUTO (%) | 8,5% | 19,3% | 27,2% | 18,7% | 19,8% | 23,0% | 22,3% |
| Otros Ingresos Operativos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % crecimiento | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 1.322 | 13.160 | 14.522 | 5.909 | 2.919 | 7.950 | 4.060 |
| MARGEN EBITDA (%) | 1,6% | 10,9% | 12,6% | 5,0% | 6,1% | 6,3% | 7,6% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 1.322 | 13.160 | 14.522 | 5.909 | 2.919 | 7.950 | 4.060 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 1,6% | 10,9% | 12,6% | 5,0% | 6,1% | 6,3% | 7,6% |
| Cuota leasing del período | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los ga: | 2.116 | 4.683 | 1.984 | 2.726 | 880 | 1.175 | 1.638 |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | -794 | 8.477 | 12.538 | 3.183 | 2.039 | 6.775 | 2.422 |
| MARGEN EBIT (%) | -1,0% | 7,0% | 10,9% | 2,7% | 4,3% | 5,4% | 4,6% |
| Gasto Financiero del período | -1.636 | -1.051 | -1.230 | -2.134 | -1.000 | -2.484 | -1.006 |
| Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos | 2,0% | 0,9% | 1,1% | 1,8% | 2,1% | 2,0% | 1,9% |
| Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing) | 10,7% | 6,4% | 7,2% | 8,2% | 8,2% | 9,8% | 8,3% |
| Impuestos a la renta | 0 | -1.501 | -2.442 | -1.004 | 0 | 870 | 0 |
| Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos | 0,0% | 16,3% | 21,7% | 115,5% | 0,0% | -18,7% | 0,0% |
| Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones | -157,4% | 16,5% | 0,6% | 0,0% | 32,6% | 7,9% | 21,1% |
| UTILIDAD NETA | -944 | 7.713 | 8.830 | -63 | 1.184 | 5.532 | 1.710 |
| Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos | -1,1% | 6,4% | 7,7% | -0,1% | 2,5% | 4,4% | 3,2% |
| Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual | -11,7% | 50,5% | 27,5% | -0,2% | 6,8% | 12,4% | 8,5% |
| Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual | -2,0% | 13,1% | 11,3% | -0,1% | 2,6% | 5,5% | 3,9% |
| FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR) | | | | | | | |
| Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones) | 1.172 | 12.396 | 10.814 | 2.663 | 2.064 | 6.706 | 3.348 |
| Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo) | 1.638 | -15.312 | -4.351 | -4.200 | -5.519 | 555 | -8.838 |
| Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos) | 2.431 | -6.044 | -11.607 | -8.000 | -4.502 | 2.942 | -6.659 |
| Inversión en Activos Fijos | -316 | -3.128 | -18.070 | -6.463 | -1.006 | -4.115 | -819 |
| Otras Inversiones, Neto | -63 | 0 | 0 | 0 | -41 | -205 | -348 |
| Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativ | 2.431 | -6.044 | -11.607 | -8.000 | -4.502 | 2.942 | -6.659 |
| Variación Neta de Deuda Financiera | 4.756 | -2.700 | 4.259 | 6.820 | 6.262 | -1.329 | 7.250 |
| Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones | 0 | 6.126 | 3.976 | -319 | 319 | 0 | 0 |
| Pago de Dividendos | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros Financiamientos, Neto | -99 | 745 | -453 | -40 | 260 | 45 | 254 |
| Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período | 7.086 | -1.873 | -3.825 | -1.539 | 2.339 | 1.658 | 845 |
| Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FTCH | | | | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 1.322 | 13.160 | 14.522 | 5.909 | 2.919 | 7.950 | 4.060 |
| (-) Gasto Financiero del período | -1.636 | -1.051 | -1.230 | -2.134 | -1.000 | -2.484 | -1.006 |
| (-) Impuesto a la renta del período | 0 | -1.501 | -2.442 | -1.004 | 0 | 870 | 0 |
| (-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total d | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations) | -314 | 10.608 | 10.850 | 2.771 | 1.919 | 6.336 | 3.053 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | 1.638 | -15.312 | -4.351 | -4.200 | -5.519 | 555 | -8.838 |
| CFD (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | 1.324 | -4.704 | 6.499 | -1.430 | -3.600 | 6.892 | -5.785 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | 1.486 | 1.789 | 65 | 0 | 386 | 370 | 361 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | 0 | 0 | -102 | -108 | -241 | 0 | -67 |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) | -316 | -3.128 | -18.070 | -6.463 | -1.006 | -4.115 | -819 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | 2.492 | -6.044 | -11.607 | -8.000 | -4.461 | 3.147 | -6.310 |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | 4.756 | -2.700 | 4.259 | 6.820 | 6.262 | -1.329 | 7.250 |
| OTROS FINANCIAMIENTO NETO | -99 | 745 | -453 | -40 | 260 | 45 | 254 |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES | 0 | 6.126 | 3.976 | -319 | 319 | 0 | 0 |
| VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO | 7.086 | -1.873 | -3.825 | -1.539 | 2.339 | 1.658 | 845 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE) | 724 | 7.810 | 5.923 | 2.130 | 581 | 581 | 2.240 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA | 7.810 | 5.937 | 2.098 | 591 | 2.920 | 2.239 | 3.085 |
| SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE | 7.810 | 5.923 | 2.130 | 581 | 2.028 | 2.240 | 3.085 |
| COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA | 0 | 14 | -32 | 10 | 892 | 0 | 0 |
| FFO MARGEN (FFO/ventas)(%) | -0,38% | 8,78% | 9,41% | 2,36% | 4,00% | 5,03% | 5,75% |
| (-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO) | 1.322 | 13.160 | 14.522 | 5.909 | 2.919 | 7.950 | 4.060 |
| BALANCE | | | | | | | |
| Caja e Inversiones Corrientes | 7.810 | 5.923 | 2.130 | 581 | 2.028 | 2.240 | 3.085 |
| Activos Totales | 50.753 | 67.398 | 89.524 | 98.461 | 91.719 | 102.645 | 106.617 |
| Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing) | 13.974 | 12.813 | 11.458 | 9.158 | 9.158 | 11.610 | 19.703 |
| Pasivo financiero Largo Plazo | 3.694 | 2.156 | 7.770 | 16.891 | 16.891 | 13.110 | 12.267 |
| Otros Ajustes | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing) | 17.669 | 14.969 | 19.228 | 26.048 | 26.048 | 24.720 | 31.969 |
| Pasivos con Proveedores | 17.169 | 20.896 | 20.132 | 23.452 | 12.305 | 24.782 | 20.159 |
| Otros Pasivos | 8.350 | 8.530 | 9.039 | 7.130 | 13.138 | 5.781 | 5.418 |
| Pasivos Totales | 43.188 | 44.394 | 48.399 | 56.631 | 51.492 | 55.283 | 57.546 |
| Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria) | 7.565 | 23.003 | 41.123 | 41.831 | 42.244 | 47.361 | 49.071 |
| Patrimonio Tangible | 3.370 | 16.409 | 34.791 | 36.109 | 35.030 | 39.637 | 37.531 |
| Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible | 4.194 | 6.594 | 6.332 | 5.721 | 7.214 | 7.725 | 11.540 |
| Capitalización **** | 25.233 | 37.972 | 60.351 | 67.879 | 68.292 | 72.081 | 81.040 |
| GARANTÍA GENERAL | | | | | | | |
| Activos Pignorados | N/D | N/D | N/D | 52.717 | 52.718 | 49.322 | 47.746 |
| Activos diferidos | 2.655 | 2.527 | 2.499 | 2.402 | 2.435 | 2.472 | 2.730 |
| Inventarios percibibles | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros activos que deban ser restados | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones | 48.098 | 64.871 | 87.025 | 43.342 | 36.566 | 50.850 | 56.141 |
| Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado | 48.098 | 64.871 | 87.025 | 43.342 | 36.566 | 50.850 | 56.141 |
| Emisión de Obligaciones en Circulación | 0 | 0 | 0 | 0 | 5.000 | 7.830 | 7.841 |
| Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación | | | | | 0 | | |
| Límite Legal para Emitir Obligaciones | 38.478 | 51.896 | 69.620 | 34.673 | 29.253 | 40.680 | 44.913 |

EMPRESA: MODERNA ALIMENTOS S.A.

(Miles de USD)

| | dic-08 | dic-09 | dic-10 | dic-11 | may-12 | dic-12 | may-13 |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| INDICADORES FINANCIEROS | | | | | | | |
| COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING | | | | | | | |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x) | 0,81 | 12,52 | 11,81 | 2,77 | 2,92 | 3,20 | 4,03 |
| (EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x) | 0,61 | 9,55 | -2,88 | -0,26 | 1,91 | 1,54 | 3,22 |
| EBITDAR/cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)(x) | 0,81 | 12,52 | 11,81 | 2,77 | 2,92 | 3,20 | 4,03 |
| FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera | 0,81 | 11,09 | 9,82 | 2,30 | 2,92 | 3,55 | 4,03 |
| CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) | 1,81 | -3,48 | 6,28 | 0,33 | -2,60 | 3,77 | -4,75 |
| FFO/cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | 0,81 | 11,09 | 9,82 | 2,30 | 2,92 | 3,55 | 4,03 |
| CFO/cargos fijos | 0,81 | -4,48 | 5,28 | -0,67 | -8,60 | -0,38 | -13,54 |
| APALANCAMIENTO | | | | | | | |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibili | 13,37 | 1,14 | 1,32 | 4,41 | 3,72 | 3,11 | 3,28 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- fl | 7,46 | 0,69 | 1,18 | 4,31 | 3,43 | 2,83 | 2,96 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x) | -56,28 | 1,41 | 1,77 | 9,40 | 5,66 | 3,90 | 4,36 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%) | 70% | 39% | 32% | 38% | 38% | 34% | 39% |
| Deuda Relacionada / Pasivo Total (%) | 14,2% | 31,1% | 31,8% | 35,1% | 17,4% | 36,3% | 31,3% |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x) | 0,41 | 0,34 | 0,40 | 0,46 | 0,51 | 0,45 | 0,56 |
| Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x) | 12,81 | 2,71 | 1,39 | 1,57 | 1,47 | 1,39 | 1,53 |
| Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X) | 12,81 | 2,71 | 1,39 | 1,57 | 1,47 | 1,39 | 1,53 |
| Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X) | 5,24 | 0,91 | 0,55 | 0,72 | 0,74 | 0,62 | 0,85 |
| porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior | | 649% | -52% | 4483% | 28% | 98% | -28% |
| LIQUIDEZ | | | | | | | |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada) | 0,79 | 0,86 | 0,60 | 0,35 | 0,35 | 0,47 | 0,62 |
| FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | -0,02 | 0,83 | 0,95 | 0,30 | 0,50 | 0,55 | 0,37 |
| FFO/Porción Corriente LP (x) Anual | | 2,95 | 2,13 | 0,40 | 0,49 | 0,84 | 0,96 |
| CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 0,54 | 1,29 | 1,13 | 0,37 | 0,72 | 0,74 | 0,53 |
| CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,20 | (0,23) | 0,57 | (0,16) | (0,84) | 0,63 | (0,66) |
| CFO/Porción Corriente LP (x) Anual | | -1,31 | 1,27 | -0,21 | -0,92 | 0,91 | -1,81 |
| CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,74 | (0,01) | (0,83) | (0,81) | (0,95) | 0,46 | (0,61) |
| CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual | | -0,07 | -3,70 | -2,16 | -2,53 | 1,43 | -3,15 |
| OTROS INDICES | | | | | | | |
| Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) | (7.299) | 2.983 | 9.912 | 14.677 | 11.128 | 13.170 | 12.246 |
| Liquidez Acida (x) | 44% | 72% | 58% | 54% | 69% | 75% | 67% |
| Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x) | 42% | 63% | 49% | 47% | 56% | 64% | 52% |
| Activo corriente / Pasivo Total (x) | 73% | 92% | 94% | 88% | 83% | 95% | 95% |
| Patrimonio / Activo Total (x) | 15% | 34% | 46% | 42% | 46% | 46% | 46% |
| Rotación cuentas por cobrar comerciales (x) | 9 | 6 | 6 | 6 | 6 | 5 | 6 |
| Días de cuentas por cobrar | 42 | 59 | 56 | 55 | 56 | 71 | 60 |
| Rotación de inventarios (x) | 5 | 7 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| Días de inventarios | 68 | 50 | 107 | 116 | 81 | 85 | 95 |
| Rotación de cuentas por pagar (x) | 4 | 5 | 4 | 4 | 8 | 4 | 5 |
| Días de cuentas por pagar | 82 | 77 | 86 | 88 | 48 | 92 | 73 |
| Rotación Capital de Trabajo | (10) | 33 | 8 | 7 | 8 | 7 | 8 |
| Días de Capital de Trabajo | (35) | 11 | 42 | 55 | 43 | 49 | 45 |
| Días de Ciclo de Operación | (63) | (21) | (34) | (28) | (46) | (16) | (38) |
| Activo corriente / Pasivo corriente | 81% | 108% | 128% | 141% | 135% | 133% | 129% |

(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.



ECUADOR

Entorno Macroeconómico

DATOS GENERALES

| | 2011 | 2012 | 2013 prev. * |
|--|---------|---------|--------------|
| Inc. PIB (Año base 2007) % | 7.50 | 5.01 | 4.05 |
| PIB CORRIENTE (Mill USD) | 77,832 | 84,682 | 90,326 |
| Inc. PIB CORRIENTE% | 14.78% | 8.80% | 6.66% |
| Inflación Anual % | 5.41 | 4.16 | 3.93% |
| Total Ingresos | 18,600 | 20,405 | 25,454 |
| Total Gastos | 22,342 | 24,642 | 30,515 |
| Deficit / Superavit | (3,742) | (4,237) | (5,061) |
| Deuda Gobierno ** | 14,552 | 18,694 | 20,197 |
| Deuda Interna ** | 4,506 | 7,781 | 7,866 |
| Deuda externa ** | 10,046 | 10,913 | 12,331 |
| Deuda total del Gobierno / PIB% | 18.6% | 25.0% | 22.36 |
| Deuda externa del Gobierno / PIB% | 12.8% | 14.9% | 13.65 |
| Deuda interna del Gobierno / PIB% | 5.8% | 11.0% | 8.71 |
| Precio del Petroleo / barril USD (ref) | 99.75 | 91.82 | 96.39 |
| Precio Programado Petroleo | | 79.3 | 84.9 |
| Gasto Corriente Gobierno / PIB% | 23.5% | 20.6% | 21.4% |

Fuentes: Analisis Semanal
Fuente Banco Central

Debe tomarse en cuenta que la deuda menor a 360 dias el Gobierno no la contabiliza como tal

** Datos a marzo 2013

* Presupuestp del Estado para 2013

ANTECEDENTE

A la fecha de este reporte, la Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria para el 2013, la que fuera enviada por el Ejecutivo con carácter de urgente el 5 de julio 2013.

Conforme dicta la Constitución de la República, en año de elecciones, es el nuevo Gobierno el que debe efectuar el presupuesto, explicando por qué se presentó, transcurrido ya el primer semestre del año 2013. Se espera que en los próximos meses se anuncie la proforma para el 2014.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): Las proyecciones para el 2013, de acuerdo a la proforma, indican un crecimiento del 4.05%, porcentaje inferior al alcanzado en el 2012 que fue 5.1%. La desaceleración, a pesar del incremento del presupuesto en 24%, obedece a que gran parte del monto de gastos es corriente y una reducción en el crecimiento de la construcción.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial proyecta que la economía crecerá en 3.8%; la CEPAL menciona una desaceleración de 1.2%, para llegar a 3.5%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía china, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

Las manufacturas ofrecen un importante aporte al crecimiento (5.8%) para el 2013, siendo uno de los mayores aumentos de los últimos años, con un aporte del 12.6% del PIB.

Se estima que la **Construcción** crecerá el 6%, porcentaje bastante inferior al alcanzado en el 2011 de 21.6% y 2012 de 14%, sin embargo, mantiene un aporte significativo de 11.1% del PIB.

El petróleo y la refinación, tendrán un componente de 11.3% del PIB. En el primer semestre del 2013, el precio de crudo del oriente terminó en USD 97.45 el barril, registrando un alza respecto de diciembre 2012 de USD 5.63.

Se considera que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

La inflación a mayo del 2013, mantiene un comportamiento a la baja, es así que llega a 3.01%, inferior a la registrada en mayo 2012 que fue de 4.85%. En el presupuesto para el 2013, se proyecta la inflación en 3.9%, que no se presenta difícil de alcanzar, de continuar la actual trayectoria.

El Mercado Laboral: La tasa de desempleo, respecto a diciembre 2012, disminuyó en 0.14%, tanto a nivel urbano como rural, situándose a junio 2013 en 4.9%.

El salario básico unificado para el 2013 es de USD 318.00, con un incremento del 8.9%, (USD 292.00 a junio 2012).

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Las tasas de interés de los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.



SECTOR EXTERNO

La **balanza comercial** a mayo 2013, presenta un déficit acumulado de USD 287 millones FOB, mayor al obtenido a mayo 2012, que fue positivo en USD 581 millones. Esta diferencia se da debido a una mayor exportación gracias a los altos precios del petróleo en el 2012, (USD 101.68 a mayo 2012; USD 96.39 a mayo 2013), en volumen se mantuvieron casi iguales, con una diferencia menor para este periodo 2013 de 207m barriles.

EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

Las exportaciones anuales disminuyeron en -1.43%. Las **petroleras** suman USD 6,385.2 mm disminuyendo en -11.64% (incluidos los derivados). Las exportaciones petroleras representan el 55.46% del total.

Las **exportaciones no petroleras** suman USD 4,530.62mm; en valores monetarios se incrementan en 15.12%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación, del total exportado, siguen siendo el banano (10.37%), el camarón (6.2%), los productos de mar (5.9%) y las flores (3.7%).

IMPORTACIONES USD 10,435.84 mm, (mayo 2013).

A mayo 2013 las importaciones se incrementan en 7.17% en términos monetarios, sin que se registren crecimientos significativos en los diferentes rubros importados excepto en los bienes de consumo que disminuyen en monto (-4.59%). Los otros rubros conservan una participación del total general similar al año anterior, así tenemos materias primas (31.36%), bienes de capital (27%) y los combustibles y lubricantes, que crecen en 13.92% y su participación sube a 23% de las importaciones.

SECTOR PÚBLICO

El **Presupuesto General del Estado (PGE)** proyectado a diciembre 2013 registra un crecimiento de 24.7% con un déficit de USD 5,061 millones. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinería de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

INGRESOS

| | 2011 | 2012 | 2013 pres | Variación 2012/2013 |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------------|
| TOTAL INGRESOS | 18,600 | 20,405 | 25,454 | 24.7% |
| TRIBUTARIOS | 9,426 | 10,362 | 12,793 | 23.5% |
| PETROLEROS | 7,341 | 8,401 | 8,690 | 3.4% |
| NO TRIBUTARIOS | 1,234 | 1,130 | 2,946 | 160.7% |
| Transf Corrientes | 422 | 89 | 1,025 | 1051.0% |
| Otros, autogestion. | 177 | 423 | - | |

Fuente: Análisis Semanal

Elaboración BWR

EGRESOS

| | 2011 | 2012 | 2013 presp | Variación 2012/2013 |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------------|
| TOTAL EGRESOS | 22,342 | 24,642 | 30,515 | 23.8% |
| Gasto Corriente | 14,966 | 16,699 | 19,347 | 15.9% |
| - Sueldos | 6,519 | 7,547 | 7,884 | 4.5% |
| - Bienes y servicios | 5,396 | 5,996 | 8,138 | 35.7% |
| - Transferencias y otros gastos | 2,312 | 2,352 | 2,678 | 13.9% |
| Financieros | 740 | 804 | 647 | -19.5% |
| Gasto de Capital | 7,376 | 7,943 | 11,168 | 40.6% |

Fuente: Análisis Semanal

Elaboración BWR

Tributación:

La recaudación de impuestos ha mantenido un crecimiento continuo, a mayo se reporta un 13.8% respecto al 2012 y la tendencia ha sido persistente durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 15.6%, de acuerdo a lo planificado con el SRI.

El ISD o impuesto a la salida de divisas ha tenido un incremento importante, debido al aumento de la tasa de recaudación de 2 al 5%, convirtiéndose en el tercer impuesto en importancia.

Gastos:

El cambio ajustado a precios constantes del 2007, da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sean menores, lo que da mayor holgura al gasto público, para seguir creciendo.

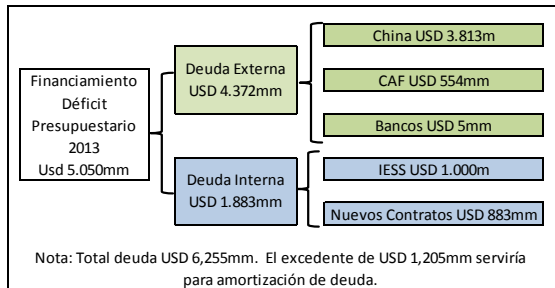
El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (63.4%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total



suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013
Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012, han empezado a influir en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

El sistema financiero Bancos (junio 2013), registra **activos brutos por USD 29,410 millones**, con un crecimiento anual de 9.2% y en el lado de los pasivos **USD 25,286 millones**, con un crecimiento de 9.2%.

Las **captaciones del público** llegaron a **USD 22,529 millones**, con un crecimiento anual de 9.3%; la cartera a junio 2013 registra un valor de **USD 16,618 millones**, con un incremento de 10.5% frente a junio 2012.

El Sistema continúa creciendo de forma importante, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores debiendo tomar en cuenta el crecimiento de la **cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses)**, que en este periodo fue de 15.2%.

La **morosidad** muestra una tendencia creciente en el sistema (3.07%), en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La **cobertura de provisiones a total cartera**, en este semestre, comparado con el año anterior, vemos que se ha fortalecido subiendo de 5.98% a

6.54%, debido a un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

Cartera de Crédito

El sistema financiero bancos continúa el crecimiento de su cartera en USD 1,582mm, respecto a junio 2012.

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo 35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

Resultados USD 125 millones.

A junio del 2013, el Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 63.6 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de 33.8%. El sistema de Cooperativas tiene un pequeño incremento del 1.7%, las financieras un decrecimiento del 34.2% sin tomar en cuenta Diners Club; no sucede igual con los bancos Públicos que tienen un incremento del 38% (en parte influenciado por utilidades generadas por Banco Pacífico a la CFN).

SECTOR PRIVADO

Se espera que el 2013 sea un complejo año fiscal, por las mismas palabras del Presidente Correa, lo cual ha dado paso a que el gobierno de ciertas manifestaciones de apertura y acercamiento a la empresa privada. Un gesto importante fue la actitud con los empresarios en su viaje a Alemania, incluyéndoles a estos como parte de su agenda, sin embargo, existen mensajes contradictorios con la renuncia al ATPDEA, manteniendo el entorno para la inversión privada más incierto y desfavorable.

Varias leyes que serán tramitadas en este año, mantienen la incertidumbre en los empresarios, tomando en cuenta que este gobierno se ha declarado de rasgo socialista, hace prever que las reformas tendrán el mismo alcance, limitando y reduciendo los resultados de las empresas y la confianza de estas para nuevas inversiones.

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del Poder del Mercado. Esta 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.

Las restricciones antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

PERSPECTIVAS 2013

Se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013, no así en los siguientes años.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

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, por factores que afectan el sector como son: el crecimiento de los costos internos, el 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.

Fuentes: Banco Central del Ecuador, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio, diario HOY, Revista Lideres.

Elaboración: BWR, julio, 2013.

Corte de información: marzo - junio 2013, proyección a diciembre 2013.

