

Ecuador
 Papel Comercial

MODERNA
ALIMENTOS S.A.

Calificación

| Tipo de Instrumento | Calif. Actual | Calif. Anterior | Último Cambio |
|------------------------------------|---------------|-----------------|---------------|
| Segunda 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 | 2013 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Activos | 89.5 | 98.2 | 102.6 | 107.3 |
| Ventas | 115.3 | 134.2 | 126.0 | 135.6 |
| Margen EBITDA (%) | 12.6 | 4.0 | 6.3 | 8.1 |
| ROA (%) | 11.2 | -0.1 | 5.5 | 3.8 |
| Deuda Finan / Capitalización (%) | 32 | 38 | 34 | 32 |
| Deuda Financiera Total /FFO (x) | 1.8 | 12.1 | 3.9 | 3.2 |

| Segunda Emisión Papel Comercial | |
|------------------------------------|--|
| Emisor: | Moderna Alimentos S.A. |
| Monto Total Programa: | USD 10,000,000 |
| Plazo del Programa: | 720 días |
| Plazo de la emisión: | 359 días |
| Cupón de Interés: | Cupón Cero |
| Pago de Capital: | Al vencimiento plazo de la emisión |
| Garantía: | General |
| Destino de la Emisión: | Capital de Trabajo y/o Sustitución de Pasivos |
| Calificadora de Riesgos: | BankWatch Ratings S.A. |
| Agente Estruct y Colocador: | Mercapital Casa de Valores S.A. Moderna Alimentos S.A. a través de DECEVALE (Emisión Desmaterializada) |
| Agente Pagador : | |
| Rep. Obligacionistas: | Bondholder Representative S.A. |

Actividad del Emisor:

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

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador
 (593 2) 2269-767 ext.103 ppinto@bwratings.com

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

FECHA COMITE: 31/ Enero /2014

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Diciembre/2013

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros no auditados a diciembre 2013 según Normas NIIF e información adicional de **Moderna Alimentos S.A.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió otorgar la calificación de **AA (Doble A)**, 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 de calificación se fundamentó en el desempeño operativo del emisor, que en los últimos dos años, ha mostrado mayor estabilidad y un crecimiento sostenido de resultados, incluso más alto al proyectado en el último año. La consolidación del negocio y mayor fortaleza en la generación le ha permitido a la empresa mantener una tendencia a disminuir el nivel del endeudamiento. Se espera que las tendencias positivas observadas se mantengan en el tiempo.

Se considera también que la empresa opera dentro de una industria cíclica con riesgo de volatilidad de precios de la materia prima. Si bien los precios han mostrado mayor estabilidad durante los últimos, este riesgo propio del negocio persiste. El menor nivel de deuda frente a la generación alcanzada y

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.

esperada le otorga al Emisor una posición financiera más flexible para enfrentar sus riesgos.

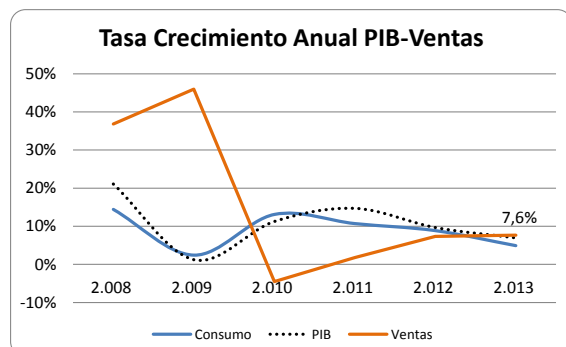
Las expectativas en cuanto a la generación de Moderna se sustentan en sus ventajas diferenciales, como ser el líder del mercado, haber alcanzado un importante volumen de ventas, tener oportunidades de diversificación a través de la línea de consumo diferente a la harina, y la relación con sus proveedores-socios, de forma que pueden acceder fácilmente a financiamiento comercial de los inventarios.

La generación esperada (EBITDA) permitirá mantener una tendencia positiva en cuanto a la cobertura de la deuda y a su relación con el patrimonio tangible. Así mismo se estima que la presión de liquidez disminuya. El riesgo de refinanciamiento, que subsistiría, se ve mitigado por las fuentes de financiamiento a las que la empresa ha tenido acceso, a la capacidad de los accionistas locales para otorgar garantías y a la flexibilidad de financiamiento comercial.

■ 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.

La industria molinera ecuatoriana en la que se desenvuelve y es líder el emisor, tiene pocos participantes locales, niveles de demanda estable y predecible, y baja incidencia de competencia con productos importados.

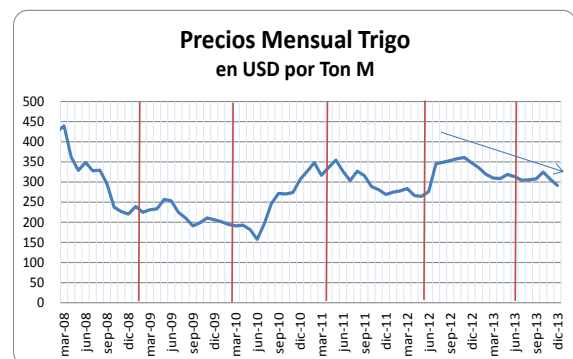
La industria es madura, con altos requerimientos de inversión para mantenimiento y renovación, de forma que los mejores participantes del mercado son los que alcanzan mayores volúmenes para absorber los altos costos fijos. Pese a ser pocos participantes, la competencia es fuerte, lo que limita la capacidad de las empresas de ajustar precios, aun en momentos en los que los costos de la materia prima se han incrementado.

Moderna maneja ventajas diferenciales al ser una empresa que, luego de varias fusiones, ha alcanzado un importante volumen de producción que puede absorber la estructura de costos y gastos operativos. Además, maneja un 30% de ventas en líneas diversificadas de productos diferentes a la harina, donde tienen mercados con crecimiento potencial y mayor flexibilidad para incremento de precios.

La industria de la harina maneja ciclos propios dados por el abastecimiento de un bien agrícola como es el trigo, el cual tiene períodos de siembra y cosecha, y volatilidad de precios en función de la oferta y demanda del mercado. En el Ecuador, el 97% del trigo es importado, debido a que el país no tiene ni las condiciones ni la capacidad de producir localmente suficiente volumen para satisfacer la demanda interna.

La volatilidad de precios de la materia prima histórica ha sido un factor sensible para la industria, dado que impacta directamente en los costos de producción y por ende en los márgenes. En el año 2013, los precios se mantuvieron más estables y con tendencia a la baja; de acuerdo a analistas internacionales, la perspectiva es que esta tendencia se mantenga al menos en los siguientes dos años (2014-2015). En todo caso el desempeño de los precios de las materias primas es incierto ya que depende de algunos imponderables.

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



Fuente: www.indexmundi.com
Elaboración: BWR

Al ser un producto básico en la alimentación, el Gobierno ecuatoriano ejerce control en la industria molinera y en la producción de pan, 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 de trigo del país, cuya oferta es minoritaria y maneja precios más altos. No obstante, se considera que las políticas del actual Gobierno dirigidas hacia el fomento de la industria local, representarían una oportunidad antes que una amenaza para los productores locales.

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.

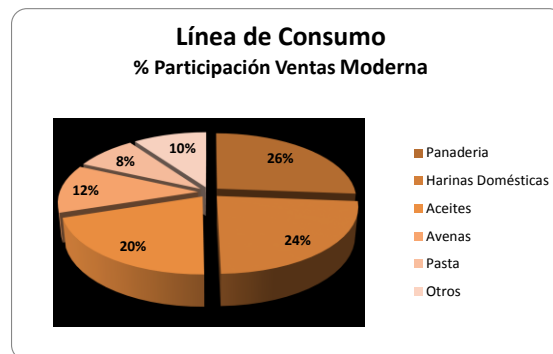
El 70% de las ventas de la empresa corresponde a la línea industrial, en la cual tiene actualmente una participación de 38% y es el líder del mercado local. La participación de mercado de Grupo Moderna, en el segmento de harina de trigo mejoró en el 2012, además de que existió una expansión del mercado total de alrededor de 3% en este año, lo que se evidencia en el crecimiento de volumen de ventas, posición que mantuvo durante el 2013.



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 y marcas bien posicionadas.



Fuente: Moderna Alimentos S.A. Elaboración: BWR

Moderna Alimentos cuenta actualmente con cinco plantas molineras, incluyendo la más grande del país ubicada en la ciudad de Manta. Las plantas trabajan en promedio al 80% de su capacidad instalada. En el 2010 realizó una importante inversión en la planta ubicada en Cayambe cuyo principal producto es la pasta, su funcionamiento integral se inició en el tercer trimestre del 2011.

Al momento la empresa tiene en proyecto la inversión en una nueva planta panificadora, pues la actual trabaja al 100% de su capacidad, siendo la línea de panadería una de las que continúan creciendo. Este proyecto se espera se realicen hasta el año 2015.

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

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. Está en proyecto la expansión hacia pequeños distribuidores como son las tiendas de barrio.

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.

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.



▪ **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 diciembre 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 impulsar los volúmenes de ventas, tanto de la línea industrial como de la de consumo. En el 2013 la empresa logró recuperar su participación de mercado en la línea industrial, luego de haber tenido inconvenientes en períodos pasados por el proceso de fusión con una de sus relacionadas comerciales. La participación de Moderna en la línea industrial es estable y se encuentra bien posicionada.

En relación al resto de productos, hay una perspectiva de incrementar volúmenes de ventas de varios productos donde manejan oportunidades de mercado, especialmente en lo que se refiere a las pastas, cuya calidad y diversificación le podría permitir tener mayor penetración de mercado. La empresa dirige los esfuerzos comerciales hacia el posicionamiento de este producto en un mercado de alta competencia.

Con respecto a otras líneas, aunque con menor participación, son productos que son reconocidos en el mercado por su calidad y tienen demanda creciente, por este motivo uno de los proyectos en el corto plazo es la expansión de la planta de panadería.

Una de las estrategias actuales es también mejorar los canales de distribución, para lo cual la Administración se encuentra evaluando posibles mecanismos para introducir los productos de consumo en otros canales y llegar a otros segmentos de la población. Esto se concretaría durante el 2014.

La nueva norma técnica vigente para el sector comercial alimenticio, mediante las que el Gobierno ha establecido el cumplimiento de una serie de requisitos sobretodo informativos en temas nutricionales hacia el consumidor, no ha afectado a la operación de Moderna.

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.

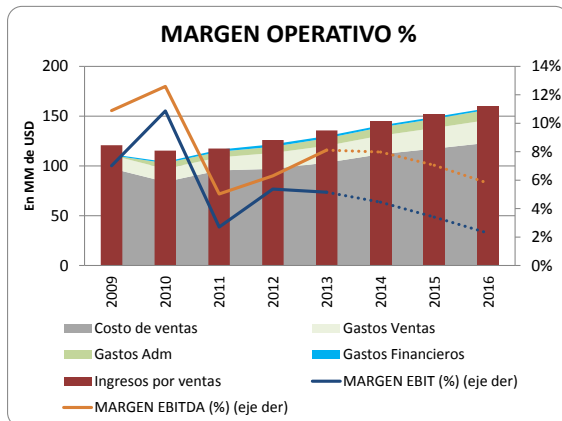
De acuerdo a las políticas de la Administración, el endeudamiento de la empresa ha sido consistente con el crecimiento del negocio y de las inversiones; durante los últimos años su capitalización proviene principalmente de las utilidades del negocio.

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 periodos 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 no auditados y demás información con corte a diciembre 2013 bajo norma NIIF.

▪ **Gestión Operativa**



Fuente: Moderna Alimentos S.A. Elaboración: BWR

Las ventas alcanzadas por Grupo Moderna en el 2013 ascendieron a USD 135 MM, monto algo menor al proyectado por la empresa que fue USD 138 MM. El volumen de ventas esperado no se alcanzó en especial por la línea de pasta que manejaba un presupuesto mayor y aún no ha logrado la penetración de mercado esperada. No obstante, el volumen total alcanzado representó un crecimiento de 7.65% anual, superior al crecimiento económico y del Consumo de hogares.

El margen bruto mejoró en este año y fue de 23.88%, más alto al proyectado y uno de los

mayores históricos. Los precios más estables del trigo y menores a los estimados por la Empresa, significó una disminución en el costo de producción, que se tradujo en un mejor margen. Además, el margen se benefició de un ligero incremento de precios que la Compañía pudo realizar durante el año.

Las proyecciones analizadas estiman que el margen podría mantenerse en 23%, considerando las perspectivas mundiales de precios más estables del trigo; sin embargo, y dado que los precios de las materias primas son impredecibles, se ha considerado que dicho margen pudiera estar más bien apoyado en el crecimiento de las ventas de los productos de mayor valor agregado.

En relación al desempeño de las ventas en el 2013, las proyecciones de las ventas en los próximos tres años parecen conservadoras; sin embargo, bajo las expectativas del entorno operativo del país y de la industria estarían dentro de un escenario probable aunque en promedio su crecimiento sería menor al obtenido en el 2013 (promedio 6% anual).

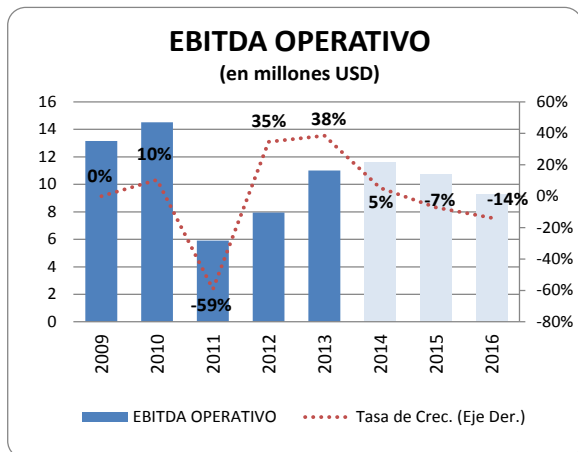
En relación a los gastos operativos, estos crecieron de forma más acelerada a lo presupuestado, en parte por un requerimiento de gasto no recurrente por el cambio del software de la empresa y un ritmo más acelerado en el gasto comercial para posicionar algunas de las marcas. Si bien los gastos crecieron en un 10% anual, el mayor resultado bruto pudo absorber dicho incremento, y la utilidad operativa fue mayor a la proyectada.

El gasto operativo representó el 18% de las ventas, lo que denota una carga operativa importante para la Empresa, que dada su naturaleza industrial requiere mantener volúmenes altos de ventas que absorban dicha carga. Se han estresado las proyecciones estimando una relación de gastos operativos sobre ventas, mayor en los siguientes años, dada la posibilidad de que la empresa tenga que mantener un gasto comercial alto para posicionar sus productos nuevos.

El EBITDA operativo generado en el 2013 fue de USD 11 MM, superior dos veces al proyectado inicialmente, y con un crecimiento anual de 38%.

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico de barras, el EBITDA de la empresa muestra una clara tendencia creciente desde el 2011, a partir de la recuperación de la participación del mercado del emisor en la línea industrial, el incremento de ventas de algunos productos de la línea de consumo, y en especial la mejora del margen bruto con precios más bajos del trigo.

Previo a esto, se reconoce que la Compañía ha tenido que manejar mayor volatilidad en su EBITDA, cuando tuvieron que enfrentar la influencia de los procesos de fusión y períodos de alza en los precios de la materia prima.



Fuente: Moderna Alimentos S.A. Elaboración: BWR

Las perspectivas son positivas en relación a la generación futura pues, de mantenerse la tendencia actual del precio del trigo, la demanda de mercado de la harina, e incrementar las ventas de productos con valor agregado, Moderna podría alcanzar mayor estabilidad en la generación del EBITDA, frente al comportamiento histórico, lo que le permitiría cubrir sus necesidades de inversión y disminuir en alguna medida el nivel de endeudamiento, aun en escenarios más estresados con gastos operativos altos.

Históricamente la empresa no presenta ingresos o egresos no operativos representativos, a dic-2013 el resultado no operativo fue USD 506 M.

El gasto financiero ascendió a USD 2.2 MM en el 2013, y representó un costo financiero de la deuda promedio de 9.12%, similar a la tasa corporativa del sistema.

La utilidad neta alcanzada en el 2013 fue USD 4,039 M, menor a la del año 2012 pero mejor que la proyectada por la empresa. La perspectiva en términos de resultados netos para los siguientes años es positiva, dadas las condiciones de demanda de la harina y la posibilidad de crecer en las líneas de consumo, a donde el emisor está dirigiendo sus esfuerzos comerciales para incrementar los volúmenes de dichas líneas.

▪ **Estructura del Balance**

ACTIVOS

La estructura de activos de Grupo Moderna se detalla en el siguiente cuadro:

| | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Activo Corriente | 51% | 51% | 51% | 53% |
| Fondos Disponibles | 2% | 1% | 2% | 1% |
| CxC Comerciales | 17% | 16% | 22% | 22% |
| Inventarios Neto | 28% | 31% | 22% | 23% |
| Otras cuentas por cobrar | 1% | 1% | 1% | 0% |
| Gastos anticipados | 3% | 2% | 4% | 6% |
| Total Activo No Corriente | 49% | 49% | 49% | 47% |
| Propiedades | 46% | 46% | 46% | 43% |
| Inversiones Emp. Relac. | 1% | 1% | 1% | 1% |
| Activos Diferidos | 3% | 2% | 2% | 2% |
| Total Activo | 100% | 100% | 100% | 100% |

Fuente: Moderna Alimentos S.A. Elaboración: BWR

El inventario es el activo corriente más importante cuya participación varía en función de las decisiones de la Administración de incrementar o no las reservas de trigo según las perspectivas de precio del mercado. 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, al finalizar el año 2013 fueron 86 días y las proyecciones consideran un número similar en los próximos tres períodos.

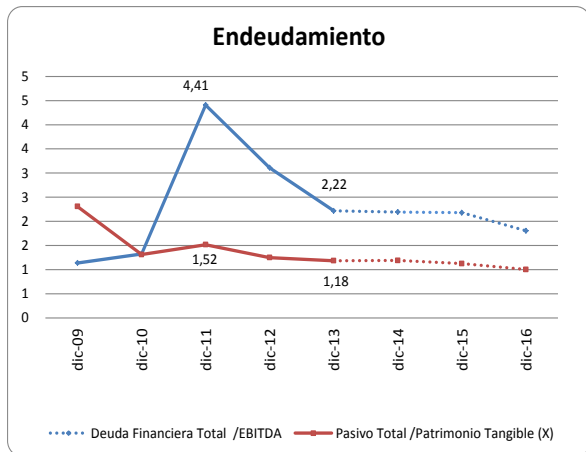
La cartera comercial significa el 22% del activo de Moderna. El 90% de las ventas del Grupo se realizan a crédito a distribuidores y sub distribuidores, en su mayor parte. La cartera es de buena calidad y tiene una baja incidencia de mora. Esta rota en promedio en los años analizados en alrededor de 60 días, y a diciembre 2013 algo más lento (70 días). Las proyecciones estiman que se mantendrían en los niveles históricos cercanos a 60 días promedio. 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.

Otros activos corrientes son los gastos anticipados, principalmente impuestos, que al cierre del 2013 incrementan su participación por un mayor monto de crédito tributario. Este se refiere en especial al impuesto de salida de divisas, el cual sería recuperado en el corto plazo.

El activo fijo comprende las plantas de producción, edificios, terrenos y bodegas, propiedad de la empresa.

Los activos diferidos e intangibles ascendieron a USD 2.4 MM, monto que significa 2% del activo total.

ENDEUDAMIENTO



Fuente: Moderna Alimentos S.A. Elaboración: BWR

El pasivo total de Moderna Alimentos al cierre del año 2013, fue de USD 56.5 MM, que financia el 52% del activo total. La Empresa ha ido mejorando su indicador de capitalización y en los últimos dos años ha disminuido el peso de la deuda financiera en el balance a medida que se ha fortalecido el patrimonio con la retención del 100% de las utilidades.

La deuda financiera de Grupo Moderna se ha mantenido en un nivel de USD 24 MM, a diciembre 2013, similar al saldo presentado en diciembre 2012, y menor al alcanzado al mes de mayo 2013 (USD 31 MM), cuando se realizó el seguimiento anterior de calificación, incremento que respondió a las necesidades coyunturales de financiamiento de inventarios.

La deuda financiera está dividida en el corto y largo plazo; en el corto plazo se refiere a créditos otorgados por dos instituciones financieras locales con las que tienen líneas abiertas de crédito, y son préstamos respaldados por garantías reales (prenda comercial de materia prima).

Además, en el corto plazo la empresa tiene financiamiento en el mercado de valores a través de la emisión de papel comercial, objeto de esta calificación, por USD 8 MM. Esta emisión vence en marzo del 2014, la misma sería reemplazada por una nueva emisión prevista para salir en circulación en el segundo trimestre de este año.

En el largo plazo, la empresa cuenta con dos préstamos uno del IFC y otro del IIAC (organismos anexos al Banco Mundial), los cuales tienen un saldo de USD 8.4 MM, cuyo vencimiento de

capital final es en el año 2017. Estos préstamos están respaldados por inmuebles y maquinaria que están cedidos a un fideicomiso en garantía.

Estos préstamos además cuentan con resguardos propios establecidos por el organismo multilateral, entre los que está el no reparto de dividendos por el tiempo que dura el crédito (hasta el 2017), y resguardos específicos como un índice de deuda sobre EBITDA de máximo 2.5 veces.

Moderna también 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, también garantizado con bienes inmuebles incluidos en un fideicomiso de garantía.

Las proyecciones analizadas estiman una reducción del endeudamiento en el corto plazo, a través del reemplazo de parte de la deuda con la nueva emisión de papel comercial y la cancelación de una porción de la deuda financiera local de corto plazo, lo que se daría en función de que se cumpla el nivel de generación de flujos proyectados, que para efectos del análisis han sido estresados. Aun en esos escenarios se estima probable que Moderna mantenga niveles de deuda sobre EBITDA similares a los actuales.

El financiamiento a través de proveedores es flexible dado que el principal proveedor es también accionista de Moderna. La deuda con proveedores ascendió a USD 26.5 MM a dic-2013, y muestra una rotación promedio de 90 días. Las proyecciones consideran una rotación algo más acelerada con pagos cada 87 días, no obstante en la práctica se conoce que existen facilidades de plazo y el soporte por parte del accionista si así lo requiere la empresa.

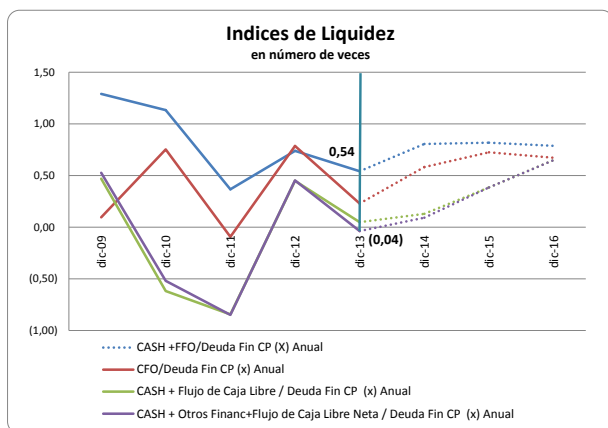
Los índices de endeudamiento a diciembre 2013 mejoran con relación al seguimiento anterior, y a los observados en los últimos dos años. El incremento del EBITDA, superior al proyectado por la empresa en el 2013, le permitió cancelar algo de la deuda de corto plazo, y el índice de cobertura de la deuda sobre la generación mejora a 2.22 veces.

La empresa muestra mayor flexibilidad financiera al cierre de año 2013, y proyecta mantener índices similares o menores en los siguientes dos períodos. Se considera que durante el año pueden existir momentos de presión de liquidez en los que podría subir el endeudamiento de forma coyuntural, como se ha observado estacionalmente en determinados meses en años anteriores.

Las perspectivas son positivas en relación a la capacidad de generación actual de la Empresa y sus oportunidades de mercado, analizadas en los apartados anteriores de este informe, de forma que se estima posible que la Empresa no requiera mayor endeudamiento y se pueda mantener con los indicadores de deuda actuales o incluso disminuirlos.

La deuda frente al patrimonio tangible maneja índices más estables, y al finalizar el 2013 muestra una tendencia a la baja. A medida que la empresa ha fortalecido el patrimonio a través de la retención del total de las utilidades el índice de pasivo sobre patrimonio tangible ha disminuido, y a diciembre 2013 este fue 1.18.

▪ **Capacidad de Pago y Liquidez**



Fuente: Moderna Alimentos S.A. Elaboración: BWR

La liquidez de Grupo Moderna históricamente ha variado en función de los requerimientos de capital de trabajo, en especial en relación a los inventarios, los cuales en períodos pasados han mostrado mayor volatilidad de acuerdo a las variaciones de precios del trigo.

La empresa se maneja en una industria cíclica que depende de los períodos de producción agrícola de la principal materia prima, el trigo, y su liquidez está estrechamente relacionada a las necesidades de abastecimiento, dependiendo de las oportunidades de precios, y del ritmo de crecimiento de las ventas.

En el último año 2013, precios más estables en la materia prima, han permitido un manejo más controlado de la liquidez, si bien en meses intermedios del año existen momentos coyunturales de mayor necesidad de financiamiento del inventario, que se regulan a medida que los inventarios se realizan con las ventas a lo largo del año.

Una ventaja importante de Moderna Alimentos es la relación con el accionista y proveedor principal,

el cual otorga financiamiento inmediato del inventario en caso de que la empresa así lo requiera en momentos determinados. Así también, cuando Moderna tiene liquidez suficiente pre cancela pagos al proveedor, si este así lo necesitara. Esta ventaja le da flexibilidad al emisor en cuanto al financiamiento del inventario a través de la deuda comercial.

En los años 2012 y 2013, Moderna presenta un flujo de caja operativo (luego de capital de trabajo) positivo, que representó el 79% y 23% de la deuda financiera de corto plazo respectivamente en cada año. Las proyecciones para los períodos 2014 y 2015 estiman un CFO positivo en estos períodos, que significaría entre el 58% y 72% de la deuda de corto plazo.

Las proyecciones se basan en un ligero incremento del EBITDA y en menores requerimientos de capital de trabajo a partir de perspectivas de precios del trigo estables.

El EBITDA Operativo generado en el 2013 de USD 11 MM, cubrió los gastos financieros y de impuestos así como una variación de capital de trabajo negativa por USD 4.7 MM. El CFO positivo sirvió para atender las necesidades de financiamiento de CAPEX y además se canceló una porción de la deuda financiera.

Según las proyecciones analizadas, en el corto plazo, en función del EBITDA estimado, el emisor estaría en capacidad de afrontar sus necesidades de capital de trabajo y de CAPEX, con el mismo flujo de la operación, sin requerir mayor nivel de deuda financiera. En este sentido las perspectivas son positivas, un menor nivel de endeudamiento le daría mayor flexibilidad financiera a la empresa, lo que sería una fortaleza en momentos de estrés de liquidez.

POSICIÓN RELATIVA DE LA GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL EMISOR EN CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN

| | |
|-------------------------|------------|
| Fecha de corte | dic-13 |
| Activo Líquido (USD M) | 673,47 |
| Activo Ajustado (USD M) | 104.896,76 |
| Activo Total (USD M) | 107.324,02 |

| Prelación | Descripción | Pasivo + conting. Tributarios (USD M) | Pasivo Acum (USD M) | Cobert. Activos Líquidos (veces) | Cobert. Activos Gta General (veces) |
|--------------|---|---------------------------------------|---------------------|----------------------------------|-------------------------------------|
| 1era | Pasivos tributarios*, empleados e IESS | 6.390,11 | 6.390,11 | 0,11 | 16,42 |
| 2nda | Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria) | 24.401,33 | 30.791,44 | 0,02 | 3,41 |
| 3era | Deuda sin garantía específica de balance | 30.791,44 | 61.582,88 | 0,01 | 1,70 |
| TOTAL | | 61.582,88 | 61.582,88 | 0,01 | 1,70 |

Fuente: Moderna Alimentos S.A. Elaboración: BWR



La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

Hemos recibido la certificación por parte del emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, y su relación con las emisiones en circulación, donde se indica que cumple con los requisitos de Ley.

RESGUARDOS

De acuerdo a la Circular de Oferta Pública de la emisión de papel comercial, la Compañía ha establecido para la presente emisión los resguardos de Ley. Además, Moderna Alimentos estableció los siguientes resguardos:

1. Mantener durante la vigencia del programa un nivel de inventario equivalente al menos al 30% del monto de obligaciones en circulación.
2. Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / patrimonio, durante la vigencia del programa, igual o menor a 1.50.
3. Mantener un nivel de pasivo total / patrimonio, durante la vigencia del programa, igual o menor a 1.50.
4. No repartir dividendos durante la vigencia del programa.
5. Mantener un nivel de pasivo financiero (bancos locales e internacionales y emisión) / EBITDA, durante la vigencia del programa, igual o menor a 2.50.

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

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

La emisión de papel comercial objeto de esta calificación, es la primera experiencia de la empresa en el mercado de valores ecuatoriano y a la fecha de análisis es la única en circulación, cuyas características se detallan en la primera hoja de este informe.

GRUPO MODERNA ALIMENTOS

| (Miles de USD) | dic-09 | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 |
|---|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| RESULTADOS | | | | | |
| Ventas | 120.820 | 115.357 | 117.414 | 126.045 | 135.684 |
| % crecimiento | 46,0% | -4,5% | 1,8% | 7,4% | 7,6% |
| Costo de Ventas | -97.511 | -84.034 | -95.493 | -97.069 | -103.285 |
| % crecimiento | 28,8% | -13,8% | 13,6% | 1,6% | 6,4% |
| MARGEN BRUTO (%) | 19,3% | 27,2% | 18,7% | 23,0% | 23,9% |
| EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 13.160 | 14.522 | 5.909 | 7.950 | 11.009 |
| MARGEN EBITDA (%) | 10,9% | 12,6% | 5,0% | 6,3% | 8,1% |
| EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 13.160 | 14.522 | 5.909 | 7.950 | 11.009 |
| MARGEN EBITDAR (%) | 10,9% | 12,6% | 5,0% | 6,3% | 8,1% |
| Cuota leasing del período | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos) | 4.683 | 1.984 | 2.726 | 1.175 | 4.012 |
| EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados) | 8.477 | 12.538 | 3.183 | 6.775 | 6.997 |
| MARGEN EBIT (%) | 7,0% | 10,9% | 2,7% | 5,4% | 5,2% |
| Gasto Financiero del período | -1.051 | -1.230 | -2.134 | -2.484 | -2.240 |
| Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos | 0,9% | 1,1% | 1,8% | 2,0% | 1,7% |
| Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing) | 7,0% | 7,2% | 9,4% | 9,8% | 9,1% |
| Impuestos a la renta | -1.501 | -2.442 | -1.004 | 870 | -1.224 |
| Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos | 16,3% | 21,7% | 115,5% | -18,7% | 23,3% |
| Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones | 16,5% | 0,6% | 0,0% | 7,9% | 8,2% |
| UTILIDAD NETA | 7.713 | 8.830 | -63 | 5.532 | 4.039 |
| Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos | 6,4% | 7,7% | -0,1% | 4,4% | 3,0% |
| Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual | 50,5% | 27,5% | -0,2% | 12,4% | 8,2% |
| Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual | 13,1% | 11,3% | -0,1% | 5,5% | 3,8% |
| FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR) | | | | | |
| Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones) | 12.397 | 10.814 | 2.663 | 6.706 | 7.435 |
| Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo) | -15.313 | -4.351 | -4.201 | 555 | -4.733 |
| Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos) | -6.044 | -11.607 | -8.000 | 2.942 | 64 |
| Inversión en Activos Fijos | -3.128 | -18.070 | -6.463 | -4.115 | -2.127 |
| Otras Inversiones, Neto | 0 | 0 | 0 | -205 | -510 |
| Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos) | -6.044 | -11.607 | -8.000 | 2.942 | 64 |
| Variación Neta de Deuda Financiera | -2.700 | 4.259 | 6.820 | -1.329 | -317 |
| Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pago de Dividendos | 6.126 | 3.976 | -319 | 0 | 0 |
| Otros Financiamientos, Neto | 745 | -454 | -40 | 45 | -1.313 |
| Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período | -1.873 | -3.825 | -1.539 | 1.658 | -1.566 |
| Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH | | | | | |
| EBITDA OPERATIVO | 13.160 | 14.522 | 5.909 | 7.950 | 11.009 |
| (-) Gasto Financiero del período | -1.051 | -1.230 | -2.134 | -2.484 | -2.240 |
| (-) Impuesto a la renta del período | -1.501 | -2.442 | -1.004 | 870 | -1.224 |
| (-) Dividendos " preferentes " pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations) | 10.608 | 10.850 | 2.771 | 6.336 | 7.545 |
| (-) Variación Capital de Trabajo | -15.313 | -4.351 | -4.201 | 555 | -4.733 |
| CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations) | -4.705 | 6.500 | -1.430 | 6.892 | 2.812 |
| (+) ingresos no operativos que impliquen flujo | 1.789 | 65 | 0 | 370 | 506 |
| (-) egresos no operativos que impliquen flujo | 0 | -102 | -108 | 0 | 0 |
| (-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período | 6.126 | 3.976 | -319 | 0 | 0 |
| (-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX) | -3.128 | -18.070 | -6.463 | -4.115 | -2.127 |
| (FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow) | 81 | -7.630 | -8.319 | 2.964 | 64 |
| VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA | -2.700 | 4.259 | 6.820 | -1.329 | -317 |
| OTROS FINANCIAMIENTO NETO | 745 | -454 | -40 | 45 | -1.313 |
| VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO | -1.873 | -3.825 | -1.539 | 1.658 | -1.566 |
| FFO MARGIN (FFO/ventas)(%) | 8,78% | 9,41% | 2,36% | 5,03% | 5,56% |
| (-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO) | 13.160 | 14.522 | 5.909 | 7.950 | 11.009 |
| BALANCE | | | | | |
| Caja e Inversiones Corrientes | 5.923 | 2.130 | 581 | 2.240 | 673 |
| Activos Totales | 67.398 | 89.524 | 98.460 | 102.644 | 107.324 |
| Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing) | 12.813 | 11.458 | 9.158 | 11.610 | 15.186 |
| Pasivo financiero Largo Plazo | 2.156 | 7.770 | 16.891 | 15.127 | 13.110 |
| Financiamiento Leasing | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros Ajustes | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing) | 14.969 | 19.228 | 26.048 | 24.720 | 24.402 |
| Pasivos con Proveedores | 20.896 | 20.132 | 23.452 | 24.782 | 26.555 |
| Otros Pasivos | 8.530 | 9.039 | 7.130 | 5.781 | 5.584 |
| Pasivos Totales | 44.394 | 48.399 | 56.631 | 55.283 | 56.541 |
| Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria) | 23.003 | 41.123 | 41.831 | 47.361 | 50.784 |
| Patrimonio Tangible | 19.240 | 36.887 | 37.356 | 44.286 | 47.779 |
| Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible | 6.595 | 6.332 | 5.721 | 3.075 | 3.004 |
| Capitalización **** | 37.972 | 60.351 | 67.879 | 72.081 | 75.186 |
| Pasivos contingente | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pasivos fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |



GRUPO MODERNA ALIMENTOS

(Miles de USD)

| | dic-09 | dic-10 | dic-11 | dic-12 | dic-13 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| INDICADORES FINANCIEROS | | | | | |
| COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING | | | | | |
| EBITDA / Gasto Financiero del período (x) | 12,52 | 11,81 | 2,77 | 3,20 | 4,91 |
| (EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x) | 9,55 | -2,88 | -0,26 | 1,54 | 3,96 |
| EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x) | 12,52 | 11,81 | 2,77 | 3,20 | 4,91 |
| FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera | 11,09 | 9,82 | 2,30 | 3,55 | 4,37 |
| CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER) | -3,48 | 6,28 | 0,33 | 3,77 | 2,26 |
| FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x) | 11,09 | 9,82 | 2,30 | 3,55 | 4,37 |
| CFO/cargos fijos | -4,48 | 5,28 | -0,67 | -0,38 | -2,32 |
| APALANCAMIENTO | | | | | |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera | 1,14 | 1,32 | 4,41 | 3,11 | 2,22 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera | 0,69 | 1,18 | 4,31 | 2,83 | 2,16 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x) | 1,41 | 1,77 | 9,40 | 3,90 | 3,23 |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%) | 39% | 32% | 38% | 34% | 32% |
| Deuda Relacionada / Pasivo Total (%) | 31% | 32% | 35% | 36% | 38% |
| Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x) | 0,34 | 0,40 | 0,46 | 0,45 | 0,43 |
| Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x) | 2,31 | 1,31 | 1,52 | 1,25 | 1,18 |
| Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X) | 2,31 | 1,31 | 1,52 | 1,25 | 1,18 |
| Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X) | 0,78 | 0,52 | 0,70 | 0,56 | 0,51 |
| porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior | 0% | -52% | 4% | 98% | 11% |
| LIQUIDEZ | | | | | |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada) | 0,86 | 0,60 | 0,35 | 0,47 | 0,62 |
| FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,83 | 0,95 | 0,30 | 0,55 | 0,50 |
| FFO/Porción Corriente LP (x) Anual | 5,85 | 4,23 | 0,81 | 1,68 | 1,94 |
| CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual | 1,29 | 1,13 | 0,37 | 0,74 | 0,54 |
| CASH + CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,10 | 0,75 | (0,09) | 0,79 | 0,23 |
| CFO/deuda financiera de corto plazo (x) Anual | -0,37 | 0,57 | -0,16 | 0,59 | 0,19 |
| CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,47 | (0,62) | (0,85) | 0,45 | 0,05 |
| CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual | 3,31 | -2,15 | -2,25 | 1,38 | 0,19 |
| CASH + Flujo de Caja Libre NETO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual | 0,53 | (0,52) | (0,85) | 0,45 | (0,04) |
| OTROS INDICES | | | | | |
| Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) | 2.983 | 9.912 | 14.677 | 13.170 | 12.142 |
| Liquidez Ácida (x) | 72% | 58% | 54% | 75% | 72% |
| Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x) | 63% | 49% | 47% | 64% | 56% |
| Activo corriente / Pasivo Total (x) | 92% | 94% | 88% | 95% | 100% |
| Patrimonio / Activo Total (x) | 34% | 46% | 42% | 46% | 47% |
| Rotación cuentas por cobrar comerciales (x) | 6 | 6 | 6 | 5 | 5 |
| Días de cuentas por cobrar | 59 | 56 | 55 | 71 | 70 |
| Rotación de inventarios (x) | 7 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| Días de inventarios | 50 | 107 | 116 | 85 | 86 |
| Rotación de cuentas por pagar (x) | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Días de cuentas por pagar | 77 | 86 | 88 | 92 | 93 |
| Rotación Capital de Trabajo | 33 | 8 | 7 | 7 | 9 |
| Activo corriente / Pasivo corriente | 108% | 128% | 141% | 133% | 127% |

(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

| | 2012 | 2013 |
|--|---------|---------|
| Inc. PIB (Año base 2007) % | 5,01 | 3,60 |
| PIB CORRIENTE (Mill USD)* | 87.495 | 93.577 |
| Inc. PIB CORRIENTE% | 8,80% | 6,66% |
| Inflación Anual % | 4,16 | 2,70% |
| Total Ingresos Efectivos** | 19.855 | 20.488 |
| Total Gastos ** | 21.111 | 25.138 |
| Deficit / Superavit | (1.256) | (4.650) |
| Deuda Gobierno * | 18.652 | 22.847 |
| Deuda Interna * | 7.781 | 9.927 |
| Deuda externa * | 10.913 | 12.920 |
| Deuda total del Gobierno / PIB%* | 21,3% | 24,40 |
| Deuda externa del Gobierno / PIB%* | 12,4% | 13,80 |
| Deuda interna del Gobierno / PIB%* | 8,9% | 10,60 |
| Precio del Petroleo / barril USD (ref) | 94,20 | 97,30 |
| Precio Programado Petroleo | 79,3 | 86,5 |
| Gasto Corriente Gobierno / PIB% | 21,3% | 26,9% |

Fuentes: Ministerio de Finanzas
 ** Observatorio Política Fiscal
 * Ministerio de Finanzas

NOTA ACLARATORIA

A la presentación de este reporte, las fuentes de información varían en las fechas de corte, en vista de no contar con cifras oficiales o que aún no han sido procesadas.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB) USD 93.577mm:

Cifras preliminares indican que el PIB 2013, estaría alrededor del 3.5%, menor al proyectado por el Gobierno (4.05%) y se esperaría llegar en el 2014 y 2015 a 4.5% y 5.1%, respectivamente.

A nuestro criterio vemos que, dadas las condiciones económicas actuales se esperaría resultados muy similares al año 2013.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial y la CEPAL proyectan que la economía crecería en 3.8%; un crecimiento similar al de 2013, 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.

El segmento de manufacturas, contrario a las expectativas del gobierno, se ha desacelerado, a pesar de las medidas tomadas para incentivar su crecimiento. El crecimiento obtenido para el 2013 llegaría al 4.25%, diferente al esperado de 5.8%.

Este comportamiento se explicaría, en que las empresas no realizan las inversiones nuevas para su crecimiento, dedicándose a cubrir la demanda interna utilizando su capacidad ociosa.

Las medidas dictadas últimamente de restricción de importaciones, podría afectar el desarrollo de algunas empresas.

Sobre la construcción, aún no se tiene datos concretos del crecimiento de este sector, que ha sido uno de los más dinámicos de la Economía, pero se siente una desaceleración, que estaría mayormente influenciada más por el comportamiento de la inversión pública que por la privada.

La información respecto al crecimiento del crédito de vivienda, tanto público como privado, nos da una dirección de un crecimiento importante en el 2013.

Datos de la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS), indican que el crédito hipotecario creció de dic 2012 a nov 2013 en 32.4%, llegando a USD 5.3 billones.

Para el 2014, conforme al escenario económico que se proyecta más lento, sería de esperarse una mayor desaceleración de este segmento.

El petróleo y la refinación, el precio promedio del crudo de oriente hasta noviembre 2013 terminó en USD 97.93 el barril, registrando una baja pequeña respecto de diciembre 2012.

Las condiciones del mercado hacen prever que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2014, 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 producción petrolera a noviembre 2013 registra una variación positiva de 504 a 545 barriles diarios, incremento que se da en la producción de empresas



públicas, ya que las privadas siguen contrayéndose, sin que se avizore nuevas participaciones privadas.

La inflación se convierte en el mayor logro del este gobierno al tener en diciembre 2013 un comportamiento a la baja, llegando a un 2.70% anual, siendo una de las más bajas de la región, superado por Colombia con 1.94% y menor que Perú y Chile.

Esta baja proviene especialmente del grupo de alimentos, que constituye una tercera parte de la canasta familiar del IPC y representa un 25% de la ponderación del índice, que experimentó una variación mensual de 0.31% y anual de 1.92%.

El Mercado Laboral: el índice de desempleo relacionado con diciembre 2013 baja en 3.5%, situándose en 4.86%.

El subempleo sube en el mismo periodo, (dic12-dic13), 39.83% a 43.35%.

La Ocupación Plena, se reduce de 52.07% a 51.51%.

El salario básico: para el 2014 se eleva a USD 340.00, con un incremento de 6.9%, bastante superior a la inflación registrada en el 2013, superando en 9% a la canasta familiar básica de bienes y servicios. Con este aumento el gobierno excede el salario digno que se impuso como meta, superando a varios países latinoamericanos.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables desde el 2011 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 registran pequeñas variaciones negativas del año anterior al 2013, así vemos que la tasa corporativa se reduce de 8.37% a 7.81%; Productiva Empresarial de 9.56% a 9.41%; Productiva Pymes 11.24% a 11.14%; Vivienda de 10.93% a 10.87%. Consumo es la única que registra un leve incremento de 15.94% a 16.0%. En el caso de las tasas de Microcrédito (Acumulado ampliada, acumulado simple y minorista), registran bajas de -0.28%, -0.31% y -0.33%, respectivamente.

SECTOR EXTERNO

La brecha externa se presenta como uno de los principales problemas que debe afrontar el gobierno, por lo cual se han tomado ciertas medidas de control y se esperarían otras adicionales.

La balanza comercial a noviembre 2013, presenta un saldo negativo de USD -1.352mm FOB, mayor al obtenido a noviembre 2012, que fue de USD -507 millones. Esta diferencia se debe a un mayor incremento de las importaciones petroleras que

crecen en mayor proporción que las exportaciones. El cierre parcial de la Refinería de Esmeraldas influyó en el aumento de importación de combustibles.

Una política de restricción de subsidios a la gasolina y afines es una prioridad para el gobierno.

EXPORTACIONES USD 22.765mm (nov 2013).

Las exportaciones anuales (Nov12-Nov13) aumentan en 4.8%.

Las **Exportaciones petroleras** suman USD 12.923 mm y representan el 56.7% del total, tuvieron un crecimiento de del 1.8%.

Exportaciones no petroleras suman USD 9.842 mm, creciendo en 9.2%

IMPORTACIONES USD 24,117mm (nov 2013).

Las importaciones totales (nov12 a nov13), crecen 8.5%

Importaciones FOB Petroleras llegan a USD 5.623mm incrementándose en 12.9% en términos monetarios

Importaciones FOB no Petroleras fueron USD 18.194mm, registrando un incremento de 7.3%.

La importación de bienes de consumo registra un incremento de 4.7%; las materias primas de 9.1% y los bienes de capital 6.4%

SECTOR PÚBLICO

El Presupuesto General del Estado (PGE) proyectado a diciembre 2014 registra un crecimiento menor al realizado en periodos anteriores y llega a USD 34.000mm.

Entre diciembre 2012 y 2013 los ingresos crecen 3.2% y los gastos aumentan 19.1% dando como resultado una situación no compatible. 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.

El déficit que muestra el Presupuesto General del Estado (PGE), aprobado para el 2014, superará los USD 6.000 millones, el mayor monto reportado en la era del actual gobierno. Las fuentes para el financiamiento aún no están claras, pero de la información otorgada por las autoridades, se buscará financiamiento con "gobiernos amigos" y la posibilidad de renovar contratos de venta anticipada de petróleo con la China. Sin embargo, otra de las posibilidades que ha mencionado el

Gobierno es salir a los mercados internacionales con la emisión de deuda por un monto estimado de USD 500 a 1.000 millones. (Fuente: Economía y Entorno Político. Multienlace).

INGRESOS

| | 2012 | 2013 | Variación 2012/2013 |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------------|
| TOTAL INGRESOS EFECTIVOS | 19.855 | 20.488 | 3,2% |
| TRIBUTARIOS | 11.958 | 13.599 | 13,7% |
| PETROLEROS | 5.407 | 4.533 | -16,2% |
| NO TRIBUTARIOS Y OTROS | 2.490 | 2.356 | -5,4% |

Fuente: Ministerio de Finanzas
elaborado por: Observa política Fiscal

Tributación: a diciembre 2013 USD 13.599mm

La recaudación tributaria mantiene un crecimiento continuo, reportando 13.7% respecto al 2012 y la tendencia ha sido constante durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 11.8%, el ICE 8.8%, ISD 5.6% el IR 16.1% y otros

EGRESOS

| | 2012 | 2013 | Variación 2012/2013 |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------------|
| TOTAL GASTOS DEVENGADOS | 21.111 | 25.138 | 19,1% |
| Gasto Corriente | 12.472 | 13.471 | 8,0% |
| - Sueldos | 7.353 | 7.892 | 7,3% |
| - Bienes y servicios | 1.658 | 2.011 | 21,3% |
| - Transferencias y otros gastos. | 2.413 | 2.237 | -7,3% |
| Financieros | 934 | 1.183 | 26,7% |
| Gasto de Capital | 8.639 | 11.667 | 35,1% |

Fuente: Ministerio de Finanzas
elaborado por: Observa política Fiscal

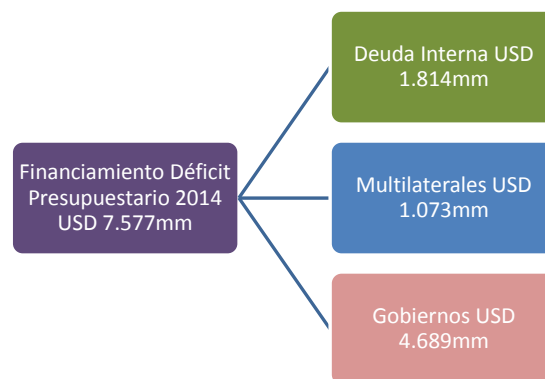
El cambio ajustado a precios constantes del 2007 da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, lo que da mayor holgura al gasto público para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje se concentra en gastos corrientes (53.6%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Según datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BC), la Inversión Extranjera Directa (IED) durante el periodo Enero-Septiembre 2013 llegó a \$495,28 millones con un incremento interanual del 31.47% ya que a septiembre del 2012 el ingreso de capital fue de USD 376,74 millones. La IED durante el año 2013 se concentró en 3 sectores; explotación de minas y canteras, servicios prestados a las empresas e industria manufacturera, presentando incrementos significativos del 8.94% y el 191.05% respectivamente. De acuerdo a este informe (BC) se conoce que los países con mayores aportes de capital fueron los europeos, que en este periodo invirtieron USD 148,45 millones, presentando un incremento interanual del 61.52%,

en comparación de los USD 91,91 millones registrados en el 2012. Los créditos recibidos, tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2013 la deuda total suma USD 22.846 millones, distribuida en: deuda interna de USD 9.927 millones y deuda externa de USD 12.920 millones. El porcentaje de la deuda PIB, es de 24.4% a dic 2013 y de 21.3% en dic 2012.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2014
Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012 han impactado 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 (diciembre 2013) está conformado por 24 instituciones, dos menos que el 2012, y registra **activos más contingentes por USD 35.389 millones**, con un crecimiento anual de 8,4%; en el lado de los pasivos **USD 23.544 millones**, con un crecimiento de 11.9% anual.

La cartera neta registra un monto de **USD 16.174 millones**, con un incremento de 9.8% anual.

El Sistema continúa su crecimiento, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores.

Calidad de Activos (Cartera vencida / Total cartera + Contingentes) muestra una tendencia a la baja en el sistema (1.12%).

Resultados USD 268 millones.

El Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 46,3 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de -14.6%.

PERSPECTIVAS 2014

Las proyecciones del gobierno para mediano y largo plazo están apalancadas en el cambio de



matriz productiva, a la cual le ha dado énfasis y esta se sostiene en una reorientación hacia la exportación.

Si bien el tener un direccionamiento planificado para el desarrollo de la economía es importante, este tiene que ir de la mano del apoyo del gobierno, generando el ambiente adecuado de confianza y cubriendo las necesidades que faciliten el desarrollo de las empresas privadas grandes y pequeñas.

Los cambios en la matriz productiva deberían empezar creando un mejor clima de negocios y adecuando los tiempos de los trámites burocráticos acordes a un rápido desarrollo esperado.

El modelo económico de cambio en la matriz productiva requiere escoger sectores con mayor probabilidad de éxito y una participación cercana del gobierno con las empresas, tanto nuevas como las ya existentes, apoyándolas con créditos a tasas subsidiadas a largo plazo para que puedan incrementar su capacidad productiva.

Los sectores potenciales a ser promovidos y que tiene relación con resultados a corto plazo, que es lo que se busca, están los alimentos frescos y procesados, así como productos metálicos procesados, la fabricación de piezas y partes para incorporar a productos de ensamblaje nacional.

La Vicepresidencia de la Republica ha recibido amplios poderes del Ejecutivo, para poner en ejecución las actividades productivas del País y a criterio de la Vicepresidencia hay tres pilares donde debe apoyarse este cambio:

- 1.- Desarrollo de las industrias básicas,
- 2.- Fomento del talento humano de calidad, y
- 3.- Apoyo a la empresa privada mediante el sistema de compras públicas.

Para cumplir con este proyecto se proponen un ambicioso plan de inversión en infraestructura que soporte el modelo:

Plan estratégico de Movilidad (PEM), que se desarrollará progresivamente, en el que se contarían con inversiones a largo plazo por USD 118 billones hasta el 2037.

Plan Energético, con énfasis en la inversión de proyectos hidroeléctricos, para sustituir la energía térmica y de gas, solucionando en parte el alto subsidio de combustibles.

Plan de Telecomunicaciones, que considera tener un cable submarino para obtener servicios de internet de primera calidad.

Proyectos Estratégicos: La Refinería del Pacifico es el principal proyecto macro, se calcula una inversión de USD 10.000 millones para un proceso

de 200M bpd. La segunda etapa será la construcción de una planta petroquímica y luego una planta de urea. Se planifica el traslado de las instalaciones siderúrgicas a un nuevo sitio, no identificado aún.

Talento Humano: el objetivo del gobierno es fortalecer los niveles de educación y conseguir un mayor número de ciudadanos con postgrados, para lo cual incentiva con programas locales y créditos masivos para estudios en el exterior.

La Ciudad del Conocimiento Yachay, se construye en Imbabura. El presupuesto para este programa es de USD 662 millones.

Compras Públicas: este es el tercer pilar en el que se sustenta el plan de gobierno y el objetivo radica en fomentar la producción nacional, otorgando mayor prioridad a aquellas empresas que vendan sus productos utilizando componentes nacionales.

El presupuesto proyectado para el 2014 refleja una desaceleración de la economía, continúa 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.

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 2014.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que se dio parcialmente en 2012 y en 2013, afecta al presupuesto del Estado pero por otra parte es necesaria para mantener activa y en buenas condiciones a la refinería, la paralización explica en parte la desaceleración esperada de la Economía y reduciría los ingresos para el Estado.

Fuentes: BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, Observatorio de la Política fiscal, ABPE y Multienlace.

Elaboración: BWR, febrero 2014.