

Ecuador
Papel Comercial

CORPORACIÓN AZENDE CIA. LTDA.

Calificación

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

Resumen Financiero

(Millones USD)	2008	2009*	2010*	2011*
Activos	30.4	46.4	47.9	54.6
Ventas	91.2	94.2	85.8	95.1
Margen EBITDA (%)	4.7	6.1	7.2	6.2
ROA (%)	11.4	5.9	6.3	5.9
Deuda Finan / Capitalización (%)	32	27	24	32
Deuda Financiera Total /FFO (x)	1.1	1.7	1.5	2.2

*La información financiera 2009, 2010 y 2011 corresponde a información auditada bajo normas NIIF, de las empresas fusionadas Distribuidora Jucremos Cía. Ltda. y Destilería Zhumir, ahora Corporación Azende. La información 2008 corresponde solamente a Distribuidora Jucremo, que fue la empresa emisora original.

Programa de Papel Comercial	
Emisor:	Corporación Azende Cia. Ltda.
Monto Programa:	USD 6,000,000
Monto Emisión:	USD 6,000,000
Plazo del Programa:	720 días
Plazo de la emisión:	359 días
Cupón de Interés:	Cupón cero
Pago de capital:	Al vencimiento del plazo de la emisión
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución Pasivos
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Analytica Securities C.A. Casa de Valores
Agente Colocador:	Analytica Securities C.A. Casa de Valores
Agente Pagador :	Corporación Azende a través de DECEVALE
Rep. Obligacionistas:	Polit & Polit

Actividad del Emisor:

Producción de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, comercialización y distribución de productos de consumo masivo.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador
(593 2) 226 97 67 ext.103
ppinto@bwratings.com

Lorena Oliva, Ecuador
(593 2) 226 97 67 ext. 108
loliva@bwratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados a diciembre 2011 según Normas NIIF y estados financieros internos e información adicional con corte a Febrero 2012, de **Corporación Azende Cía. Ltda.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió otorgar la calificación de “AA+” (**Doble A Más**) a la Emisión de Papel Comercial que se analiza en este estudio.

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

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

La decisión del Comité se basó en los siguientes argumentos:

La calificación del emisor incorpora la capacidad de la empresa para generar flujos y retornos en función de los niveles de endeudamiento que mantiene. La empresa cuenta con productos y servicios bien posicionados e importantes barreras de entrada. Las perspectivas a partir del año 2012 son positivas, especialmente por la incorporación a la producción y distribución de un nuevo producto de marca bien reconocida y amplia penetración en el mercado lo cual tendrá un impacto importante en las ventas y flujos de Azende.

Se estima que la empresa está administrada por profesionales con experiencia y conocimiento del negocio. Además, la Administración ha mostrado una capacidad proactiva de innovar en mercados competitivos con lo que han podido posicionar a la empresa en los últimos años. Los accionistas participan de la dirección y mantienen políticas consistentes con la realidad de la empresa y la experiencia de 45 años de trayectoria.

FECHA COMITE: 23/Abril/2012

ESTADOS FINANCIEROS A: 29/Febrero/2012

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



Corporación Azende se encuentra bien posicionada en las dos líneas principales de negocio que maneja, por una parte la producción local de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, cuya participación de mercado ha crecido significativamente en los últimos años. Por otro lado, la capacidad desarrollada como una eficiente cadena de distribución de productos de consumo masivo, que es considerada como su principal fortaleza, y que le ha permitido el manejo exclusivo de marcas reconocidas.

Estas dos características le permitieron conseguir la producción y distribución de una bebida con fuerte presencia de marca, respaldada por una multinacional líder del mercado.

Históricamente, uno de los principales riesgos observados en Azende ha sido la concentración de las ventas en productos de dos proveedores externos, cuyas ventas representan el 51% de las ventas totales a diciembre 2011, lo que también ha provocado alta volatilidad en el EBITDA. Este riesgo será mitigado con la diversificación de productos a partir del 2012, y se esperaría mayor estabilidad en los flujos.

De acuerdo a las proyecciones analizadas, desde el 2012 la empresa mejoraría de forma importante su capacidad de generación de flujos, hasta alcanzar un EBITDA operativo casi tres veces superior al observado a diciembre 2011.

Por otra parte, si bien al finalizar el año 2011 la empresa muestra un incremento en el nivel de endeudamiento, se considera que aun con el incremento coyuntural la empresa mantiene indicadores adecuados de deuda en función a su capacidad de generación y su patrimonio.

Sin embargo, dada la volatilidad del EBITDA que Azende debe manejar por las características mismas del negocio, se espera que el nivel de endeudamiento se mantenga de acuerdo a lo proyectado para que la empresa pueda manejar una adecuada flexibilidad financiera.

En relación a la liquidez, la empresa debió afrontar requerimientos adicionales en el 2011 que presionaron los indicadores. Debido a las características del negocio a su volatilidad y a la transferencia de fondos a terceros y accionistas, se estima que la liquidez no es una fortaleza propia. Sin embargo, las perspectivas son positivas de concretarse la producción y venta del nuevo producto a los niveles proyectados y de cumplirse las expectativas en cuanto a menores flujos en dividendos y hacia terceros.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- De acuerdo a la Ley de Fomento Ambiental y Optimización de los Recursos del Estado publicada en noviembre del 2011, entró en vigencia un impuesto de 2 centavos de dólar por cada botella plástica comercializada en Ecuador. El impuesto comenzó a cobrarse desde el 1 de enero del 2012.
- Desde el 1 de diciembre 2011, rige un impuesto de salida de divisas (ISD) el cual subió de 2% a 5%, el

mismo que se cobra por cualquier transacción de envío de divisas al exterior.

- La reforma tributaria que entró en vigencia en diciembre 2011 contempla también un incremento en el Impuesto de Consumos Especiales (ICE). En el caso de los licores, el ICE depende del grado alcohólico, mientras mayor sea se cobra más impuesto. En general, el impuesto es USD 6.50 por litro de alcohol.
- Mediante Resolución del 10 de enero 2011 la Superintendencia de Compañías autorizó la oferta pública de la Primera Titularización de Flujos Futuros de Corporación Azende.

La emisión a través de dicho proceso de titularización fue de USD 6, 000,000, la fecha de colocación fue el 8/febrero/2011. Al 29 de febrero 2012 hay un monto en circulación de USD 4,533,333 luego de los primeros pagos de dividendos de capital.

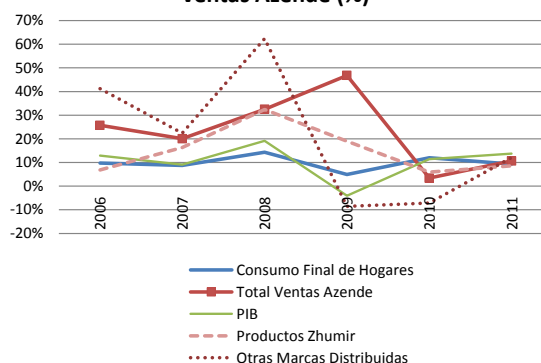
- En Diciembre de 2011, Corporación Azende concretó la transferencia de parte de la actividad de comercialización y distribución a su empresa relacionada Dacorclay.
- En Marzo de 2012 se perfeccionó la fusión por absorción de Corporación Azende con su empresa relacionada PLASAN.
- A la fecha del Comité, se ha concretado la negociación con Nestlé Ecuador para la producción y distribución de una de las bebidas mejor posicionadas en el mercado. El primer lote de producción saldrá en Abril de este año.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA

Tasa Crecimiento Anual PIB - Consumo VS. Ventas Azende (%)



El riesgo de la industria del emisor debe ser analizado en función de los mercados que atiende y los productos que fabrica y distribuye. El mercado de productos alimenticios de consumo masivo que representa para la compañía el mayor porcentaje de ventas (50%). El sector de licores que tiene sus propias características y



regulaciones por el tipo de producto, y representa un 30% de las ventas de Azende. Por último, el sector de combustibles, dado que un 20% de las ventas de la Corporación se refiere a la comercialización de aditivos marca Shell.

El comportamiento de las industrias dirigidas al consumo masivo está directamente relacionado a la capacidad de consumo de los hogares. En el Ecuador, a partir del último trimestre del 2009, el Consumo de Hogares, como componente del PIB, ha mostrado una tendencia al alza, la misma que se mantendría mientras el Gobierno siga inyectando recursos a la economía y mientras el precio del petróleo lo permita.

Según las previsiones publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE) en el 2011, el Consumo de hogares creció en 9.4% (considerando precios corrientes). El BCE proyecta un ritmo anual de crecimiento ligeramente mayor para el 2012 de 9.8%.

Las ventas del segmento de distribución de productos de consumo masivo de Corporación Azende, en su mayoría alimentos y bebidas no alcohólicas, registra un ritmo de crecimiento similar de 9.6% anual en el 2011. Dadas las condiciones actuales de liquidez del mercado se estima que en el corto plazo se podría mantener el ritmo de crecimiento del Consumo observado en los últimos dos períodos.

De los productos distribuidos por Azende por volumen de ventas los más importantes son las bebidas no alcohólicas, como jugos, energizantes y bebidas isotónicas. Éstas últimas se manejan en un mercado altamente competitivo, con una amplia gama de productos sustitutos y están dirigidos más hacia un segmento medio alto. No son productos de primera necesidad. La demanda podría ser sensible a movimientos de precios.

Por otra parte, dentro del segmento de bebidas alcohólicas que son producidas directamente por Azende en el Ecuador, es un mercado que enfrenta un estancamiento en sus ventas en los últimos cuatro años, sin considerar las bebidas con grado alcohólico moderado principalmente la cerveza.

El sector de licores está sujeto a regulaciones de consumo y a la imposición de aranceles e impuestos. Desde el año 2010 el Gobierno ha establecido horarios y días para la venta de licores, además el producto importado está sujeto aranceles y el consumo local paga un impuesto a consumos especiales (ICE) que tiene porcentajes diferenciados por volumen y grado alcohólico. Además, el sector enfrenta alta competencia también por productos que ingresan como contrabando al país.

A pesar de las medidas del Gobierno que buscan desestimar la demanda de bebidas alcohólicas, el consumo de licores en el país es alto, siendo el segundo país en América Latina que mayor consumo registra. La demanda de bebidas alcohólicas en general se considera inelástica al precio, el cual tiene un fuerte componente impositivo (alrededor de 45%). En el último trimestre

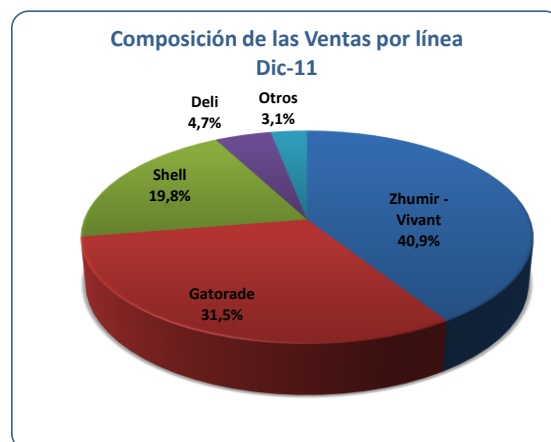
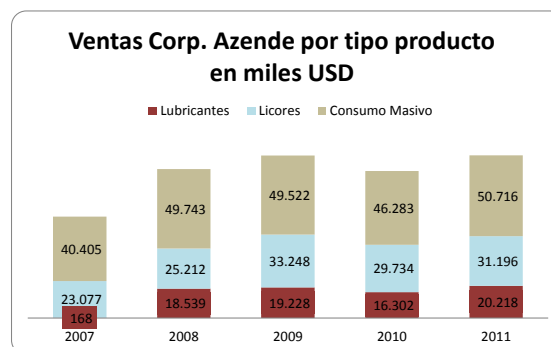
del 2011 hubo importantes incrementos de precios por el aumento del ICE.

La industria licorera debe enfrentar el control por parte del Gobierno tanto a través de impuestos para regular el consumo, como a través de aranceles e impuestos a la salida de divisas, para limitar las importaciones. La producción nacional de licores se beneficiaría frente a la importada por la política de aranceles que en general significa una barrera de entrada para el producto importado.

En cuanto a los lubricantes, al ser derivados del petróleo sus precios se mueven en función de la cotización internacional del crudo, la cual durante el último año se ha mostrado altamente volátil. Este segmento es más vulnerable a factores externos. Sin embargo, dado el crecimiento de la industria automotriz en el Ecuador en los últimos años se estima que existe un amplio mercado de mantenimiento de vehículos.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Corporación Azende participa en el mercado como una empresa industrial productora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, además funciona como una eficiente cadena de distribución, lo cual es considerado una importante fortaleza que le da flexibilidad en el manejo de su rentabilidad.



Fuente: Corporación Azende
Elaboración: BWR

La planta de producción de Zhumir está ubicada en la zona austral. La producción está dividida en tres líneas principales que son: bebidas alcohólicas, bebidas no



alcohólicas y agua embotellada. La producción real promedio es del 70% de la capacidad instalada, según datos de la Corporación al mes de enero 2012. La planta es flexible para adaptarse a las necesidades del mercado sin mayores inversiones.

Corporación Azende cuenta con cuatro centros de distribución principales en Quito, Cuenca, Guayaquil y Santo Domingo (atendidos directamente con canales propios), y con 19 agencias de menor tamaño que le permiten cubrir todo el territorio nacional. La red de distribución de la compañía abarca alrededor de 70.000 puntos de venta a nivel nacional. Mantiene un sistema en el cual el 50% son canales propios y el resto corresponde a sub-distribuidores, por medio de un concepto similar al de una franquicia.

Mediante el modelo de sub distribución la empresa comparte una porción del margen con los franquiciados, el cual es compensado con menores gastos de ventas. Así puede mantener control de los vendedores y supervisores de cada agencia y provee a cada franquiciado: manuales de operación, software administrativo, soporte técnico y administrativo.

Además, tradicionalmente la empresa que sólo distribuía productos alimenticios y bebidas a nivel nacional, inició un contrato de distribución de lubricantes y grasas en el año 2007, el cual en la actualidad representa el tercer producto más importante en la cartera de distribución.

Como parte de su estrategia de negocios, durante el 2010 la empresa emprendió una selección de proveedores en busca de los productos que generen mayores márgenes de rentabilidad y permitan mejorar la eficiencia en la cadena de distribución.

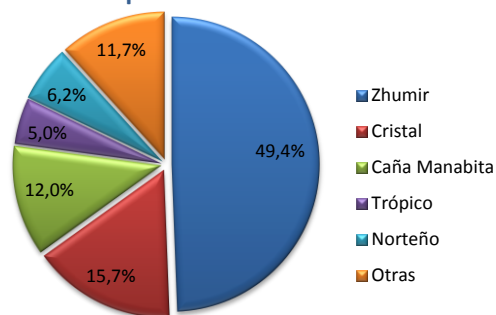
Al mes de diciembre 2011 la empresa cuenta con 824 empleados, 7 Directivos, 672 empleados administrativos y de ventas, y 145 operarios. Corporación Azende no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales significativos.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Los productos Zhumir, de acuerdo a la última información proporcionada por el emisor a diciembre 2011, cuentan con una participación de mercado nacional de 29%, tomando en cuenta todo tipo de bebidas alcohólicas. Si solamente se consideran las marcas de bebidas similares a Zhumir, la participación sube a 49.4% a nivel nacional. Según el estudio, la empresa ha pasado de tener un 14% de participación de mercado en el año 2000 a casi cubrir el 50% de la demanda actualmente. Además, en el 2011 la marca se benefició de un problema interno por la venta de productos adulterados lo que incrementó en alguna medida las ventas.

El posicionamiento de la marca se ha dado principalmente por las continuas renovaciones del producto en presentación, nombre, diversidad de opciones y calidad, de gran aceptación en el mercado local.

Participación de Mercado 2011



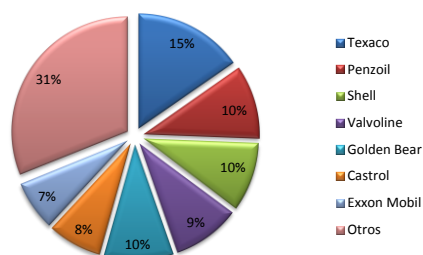
Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

En cuanto a la comercialización y distribución de otros productos, su cadena de distribución es considerada como una de las fortalezas importantes de la empresa, ésta es reconocida por los proveedores como un aliado estratégico para sus ventas.

El objetivo es conseguir volumen de ventas a sus proveedores a través de una cobertura masiva. Si bien en el mercado existen varias empresas dedicadas a distribuir en forma masiva, la mayoría de ellas son dueñas de sus propias marcas, las cuales se enfocan normalmente sólo en las ciudades de Quito y Guayaquil, que representan apenas el 50% del mercado nacional.

La generalidad de los productos distribuidos por Corporación Azende son artículos de compra frecuente (abarrotes y comida), los cuales necesitan de una distribución y comercialización intensiva. Su red llega a diversas categorías de canales, siendo el 51% puntos de venta que atienden a clientes finales (mayoristas y sub distribuidores representan 49%).

Participación en Lubricantes Jul-11



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

Como ya se mencionó, un riesgo propio del negocio de distribución de la Corporación, es la elevada concentración de sus proveedores, ya que en las dos marcas más grandes se concentra el 50% de las ventas (sin considerar los productos Zhumir).



Este riesgo es mitigado parcialmente mediante contratos en donde se estipulan las condiciones generales de ventas; en las cuales se hace referencia al plazo, la exclusividad de distribución, formas de pago, límites del crédito, si así fuere acordado; del mismo modo se estipula la forma en que el fabricante o productor responderá por la calidad de los productos o defectos de fabricación.

Sin embargo, la concentración incrementa la vulnerabilidad de la empresa hacia los cambios de políticas de los proveedores sobre lo cual no tiene injerencia la empresa, y que se ha observado puede generar a Azende mayores requerimientos de capital de trabajo o aumentos de gastos operativos.

Actualmente, la empresa cuenta con contratos con sus principales proveedores. El contrato con Shell se renovó en el 2010 por un período de tres años. Mientras que el contrato con Delisoda S.A. quien es el franquiciante oficial en el Ecuador de los productos Gatorade, se renovó en el 2009 y tiene una duración de 7 años hasta el 2016.

Se considera que la empresa tanto en el negocio de venta de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, como en el negocio de la distribución se encuentra bien posicionada con productos de alta aceptación en el mercado y con potencial de crecimiento. El riesgo de concentración podría ser mitigado a partir de una reciente negociación con un nuevo proveedor, con lo cual Azende podría ampliar su portafolio de marcas y productos, lo que consta en las proyecciones analizadas.

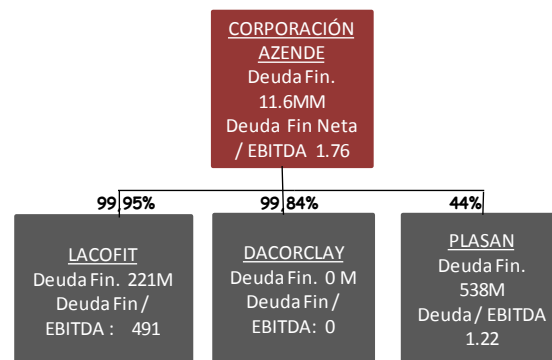
Se destaca la versatilidad de la empresa para poder adaptarse a las necesidades del mercado de forma proactiva, sea en la producción de bebidas como en la capacidad de cambiar de líneas de distribución menos rentables por aquellas que tienen mayor venta, lo que mitiga los riesgos propios del negocio.

▪ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Corporación Azende, es la cabeza del grupo empresarial.

La compañía mantiene una relación accionarial en las siguientes empresas: Lacofit Cía. Ltda. (99,95%), Dacorclay Cía. Ltda. (99,84%), Plasan Cía. Ltda. (44%) y ZJP productores Cía. Ltda (50%).

A partir de cambios realizados en el Grupo empresarial durante el último trimestre 2011, ahora Dacorclay funciona como un brazo comercial de Corporación Azende comprando inventario y distribuyendo en los distintos puntos de venta. Lacofit estará a cargo de una cadena de licorerías a nivel nacional y se espera que su actividad incremente en este año. PLASAN, que es una empresa productora de envases plásticos, se fusionó con Corporación Azende a partir de Marzo 2012.



*Datos a Dic-2011

Del gráfico anterior se desprende que LACOFIT genera un EBITDA pequeño en relación a la deuda bancaria que mantiene y que, siendo Corporación Azende prácticamente su propietaria, sería ésta última la que deba asumir su deuda financiera que es de aproximadamente USD221M, monto que es marginal en el balance de la Corporación. Esta empresa aún no ha llegado al punto de equilibrio y podría generar una pérdida de entre USD 100M y USD200M para el 2012.

DACORCLAY no mantiene ninguna deuda bancaria a dic-11. Sin embargo, considerando los cambios estratégicos que se produjeron al finalizar el año 2011 y el cambio en la línea de negocio de estas dos empresas relacionadas, se esperaría mayor volumen de transacciones entre estas dos empresas y nuevas necesidades de capital de trabajo.

En virtud de los cambios mencionados, a partir del 2012, se consolidarán cifras de las cuatro empresas del gráfico anterior.

Por otro lado, el grupo accionarial mayoritario tiene otras empresas que complementan la distribución en el exterior. Estas empresas son Inversiones RIND y Distribuidora PROFIT en Perú. Estas empresas están operando desde el año 2003

Distribuidora PROFIT, empresa del Grupo, ha recibido préstamos de Azende por aproximadamente USD 2 MM, que podrían capitalizarse con la finalidad de impulsar la capacidad de distribución del Grupo en Perú, considerando el fuerte crecimiento del segmento de bebidas en ese mercado. Los negocios de esta empresa se están consolidando y se esperaría que a partir del 2013 no requiera de flujos adicionales por parte de Corporación Azende. En el 2012 se proyecta una transferencia adicional de USD500M.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Corporación Azende es una compañía limitada con una estructura de capital cerrada. Actualmente, la composición accionarial está conformada de la siguiente forma:



SOCIOS	Capital al 31 Dic 2011	%
EL TAHUAL CIA. LTDA.	5.952	46,5%
COPREDI CIA. LTDA.	2.688	21,0%
GERMAN TORRES LEON	960	7,5%
PEDRO MIRANDA RIVADENEIRA	640	5,0%
JULIO UGALDE JERVES	640	5,0%
JOSE UGALDE JERVES	640	5,0%
MYRIAM MORENO LOPEZ	448	3,5%
IRINA CRESPO MORENO	320	2,5%
NATHALIE CRESPO MORENO	256	2,0%
JUAN CARLOS CRESPO MORENO	256	2,0%
TOTAL	12.800	100,0%

Los mayores accionistas son dos personas jurídicas con nacionalidad ecuatoriana, cuya propiedad se concentra en el mismo grupo familiar. La razón social de El Tahual es la tenencia de acciones e inmobiliaria. Copredi es tenedora de acciones.

El soporte de los accionistas de Corporación Azende se refleja en el incremento constante del patrimonio por las utilidades retenidas. Desde el año 2010, a raíz de la fusión, se ha retenido entre un 60% y un 50% de las utilidades generadas en el año anterior. Según las proyecciones analizadas se estima que se retendrá un porcentaje similar en los siguientes cuatro períodos.

■ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La estructura de propiedad de Azende, como es frecuente en las empresas del Ecuador, está conformada por un grupo familiar que es dueño de la mayoría de acciones de la compañía.

Sin embargo, a medida que la empresa ha crecido, la Administración ha tratado de crear mecanismos para el manejo independiente entre accionistas y gerencias. Existe un protocolo familiar en cuanto a la sucesión de mandos gerenciales y ocupación de posiciones estratégicas de los miembros de la familia.

La empresa cuenta con políticas establecidas e implementadas para transacciones con empresas relacionadas y/o con accionistas.

El nivel más alto de decisión es la Junta General de Socios a cuyo cargo está el nombrar a la plana gerencial, incluido el Presidente Ejecutivo. La empresa cuenta con un directorio nombrado de entre los accionistas quienes ejercen funciones de consultores. El Presidente ejecutivo (representante legal de la empresa) también es uno de los accionistas mayoritarios del grupo y cuenta con formación profesional y experiencia.

La estructura administrativa cuenta con siete áreas estratégicas y de soporte dirigidas por personas capacitadas y con experiencia para ejercer adecuadamente sus funciones.

Se considera que la empresa cuenta con una estructura de gobierno corporativo profesional y proactiva que le ha

permitido un importante crecimiento a la Corporación a través del posicionamiento de las marcas que maneja en el mercado.

La provisión para jubilación patronal se encuentra al día, se la realiza en función de un estudio actuarial.

Las políticas de endeudamiento de la administración son más bien conservadoras y su capitalización proviene principalmente del patrimonio de los accionistas. Históricamente, la empresa fusionada ha mantenido un índice de deuda financiera sobre capitalización de hasta 30%. No se esperan incrementos en este indicador.

■ PERFIL FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009, 2010 y 2011 por la firma PKF Accountants & Business Advisers presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), e información interina a febrero 2012 también bajo normas NIIF.

En el año 2009 las empresas Distribuidora Jucremo (emisor original) y Destilería Zhumir, pertenecientes al mismo grupo económico decidieron fusionarse. En el presente reporte, la información histórica antes del 2009 corresponde solamente a Distribuidora Jucremo, los períodos 2009, 2010 y 2011 así como la información proyectada considera estados financieros de las empresas fusionadas, hoy llamada Corporación Azende.

Los balances proyectados contemplan las cifras fusionadas entre las dos empresas Corporación Azende y Dacorclay, dado que esta última se encargará a partir del 2012 de toda la distribución de los productos de Azende.

■ Gestión Operativa

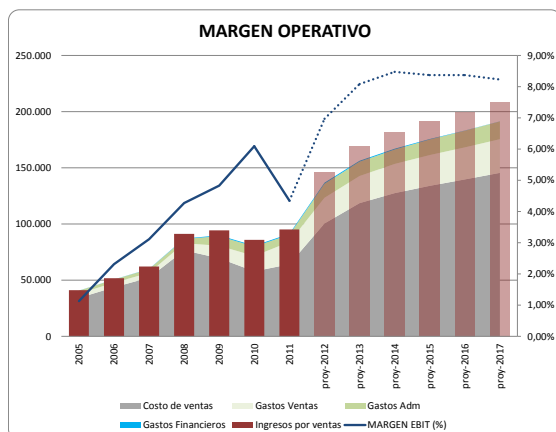
Corporación Azende registró un monto de ventas en el 2011 de USD 95,132 M, que representó un crecimiento anual de 10.8%, ligeramente menor al crecimiento proyectado que fue 12.2%. La desaceleración del ritmo de crecimiento de las ventas se dio especialmente en relación a los licores que se vieron afectados por las restricciones a partir de los casos de licor adulterado, lo que desestimuló y disminuyó la demanda por algunos meses. Esto afectó a todo el sector en el país.

En las proyecciones analizadas se ha considerado un crecimiento importante de 53% de las ventas netas en el año 2012, esto debido principalmente al ingreso de un nuevo producto al portafolio de Corporación Azende. El producto tiene una marca bien posicionada en el mercado ecuatoriano y en función de sus propias fortalezas se observaría un impacto positivo en las ventas de Azende a partir del 2012.

En cuanto al margen bruto, a partir de la fusión de Zhumir y Distribuidora Jucremo, la empresa fusionada Corporación Azende mostró el margen consolidado que ha sido creciente desde el 2009 y en promedio ha alcanzado un 32%. Para los períodos posteriores las proyecciones esperan mantener un margen promedio ligeramente menor de 30%, siendo proyecciones conservadoras según menciona el emisor. La empresa



proyecta este nivel de ganancia bruta para los siguientes cinco períodos, estimando que las condiciones actuales con sus proveedores externos se mantengan, o que se pueda trasladar potenciales incrementos de costos a los precios, lo cual en el mercado del caso es posible.



*Datos proyectados entregados por Corporación Azende.

A pesar de que las ventas crecieron y el margen bruto se mantuvo durante el 2011, el crecimiento del gasto operativo fue más acelerado, en especial el gasto de comercialización. El gasto operativo en promedio absorbía el 23% en los períodos 2009 y 2010, sin embargo en el año 2011 los gastos absorben el 27% de las ventas.

Azende tuvo que afrontar mayores gastos de comercialización en el año 2011, en especial porque Shell realizó cambios en los formatos de presentaciones de los lubricantes que demoraban en ser aprobados por la regulación local, además un posible cierre de una de las plantas en EEUU obligó a Azende a hacer una importación mayor del producto lo que incrementó los gastos de transporte, especialmente.

El crecimiento anual del gasto de ventas es de 45% en el 2011. El fuerte incremento responde también a un mayor gasto de mercadeo en las marcas propias de Azende para mantener el posicionamiento. Estos gastos han sido coyunturales y no se espera que se incurran en el 2012.

La proyección analizada estima que el peso del gasto operativo promedio disminuirá a 19% de los ingresos netos en los próximos cinco años, en especial porque el crecimiento del gasto se diluirá en el importante incremento de ventas.

Sin embargo, a partir del 2012 el gasto operativo contemplará un crecimiento adicional proyectado que en promedio ascenderá a USD 5.3 MM y representaría alrededor de 2.9% de las ventas. Este egreso corresponde al impuesto a las botellas plásticas que entró en vigencia desde enero 2012.

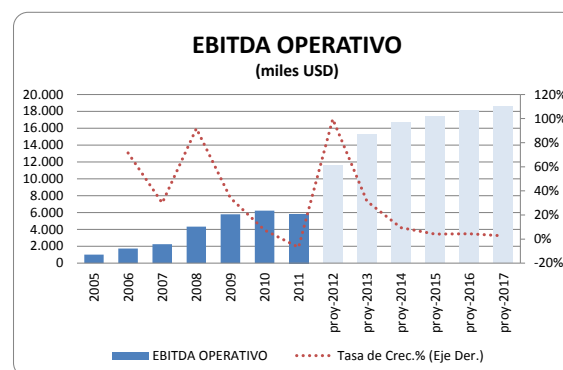
El impuesto es de 2 centavos de dólar por cada botella comercializada en el país, sea ésta producida por una embotelladora local o importada. Los contribuyentes deben liquidar el impuesto de manera mensual, y su forma de cálculo será el número de unidades embotelladas o importadas multiplicadas por la tarifa,

valor del que se descontará el número de botellas recuperadas multiplicadas por la tarifa del impuesto. El impuesto a las botellas es no deducible para efectos de cálculo del impuesto a la renta.

De acuerdo a las proyecciones, el incremento de las ventas estimado sería suficiente para cubrir este gasto adicional de impuestos.

Por otra parte, el indicador de costo financiero (gasto financiero en relación a la deuda financiera) mejora en el 2011 pues la empresa ha podido reemplazar la deuda con endeudamiento de mercado de valores y en general las tasas de interés al sector corporativo han mostrado una tendencia a la baja.

El EBITDA operativo de Azende a diciembre 2011 ascendió a USD 5.8 MM. Tanto el margen EBITDA como el margen neto fueron menores en comparación al 2010, en especial por el impacto del incremento del gasto de comercialización. A pesar de que el EBITDA se desaceleró en el 2011, éste sigue siendo suficiente para mantener el negocio pero su comportamiento anual ha sido históricamente volátil por los riesgos propios del negocio.



El Margen EBITDAR proyectado crece en tres puntos porcentuales en promedio en relación al margen que obtuvo a diciembre 2011. Pese a los incrementos proyectados de gastos, especialmente por impuestos, el mayor crecimiento previsto en volumen de ventas en relación a un menor crecimiento de gastos permitiría mejorar el margen operativo.

La empresa se encuentra bien posicionada tanto con productos propios como con su cadena de distribución. De continuar las actuales condiciones macroeconómicas se estima que la Corporación tiene la capacidad de seguir generando flujos suficientes para cubrir las necesidades de capital de trabajo y hacer frente a sus obligaciones.

Las perspectivas del negocio son positivas y en función de las proyecciones, que las consideramos probables, la gestión de la empresa mostrará un desempeño positivo en el 2012.



▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

Los Activos Totales de Corporación Azende ascendieron a USD 55,901 M al mes de febrero 2012. Los activos de corto plazo tienen una posición mayoritaria en el balance y representan el 63.1% del total de activos, de los cuales los más importantes por participación son las Cuentas por cobrar y los Inventarios.

Las cuentas por cobrar son el 26% del activo, en su mayor parte son cuentas a terceros. Al mes de febrero 2012 ya se puede observar un saldo importante de cuentas por cobrar comerciales a su empresa relacionada Dacorclay, la cual ahora cumple la función de la distribución desde diciembre 2011.

La cartera de terceros es diversificada, el mayor cliente representa el 6.2% de la cartera total. Los días de rotación promedio de la cartera comercial en el 2011 fueron 51 días, número similar al promedio histórico. Las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas en el segmento consumo y lubricantes y se mantienen estadísticas detalladas sobre el número de deudores, plazo y monto en cada uno de los segmentos.

Los inventarios ascendieron a USD 12.5 MM y representan el 23% del activo. En general los inventarios constan en un 70% de producto terminado que en su mayoría no tiene caducidad. Los productos son de consumo masivo y según el Emisor su inventario es de fácil realización. La rotación de inventarios promedio histórica ha sido de 67 días y al mes de febrero 2012 fue 70 días.

Existen otras cuentas por cobrar con empresas relacionadas que muestran una tendencia creciente y representan el 8.7% del activo total a febrero 2012. De esta cuenta el monto más importante es una cuenta por cobrar a Distribuidora Profit del Perú. Según el emisor, cuentan con documentos de respaldo de este préstamo y sería cobrado a mediano plazo a medida que el negocio en Perú se desarrolle.

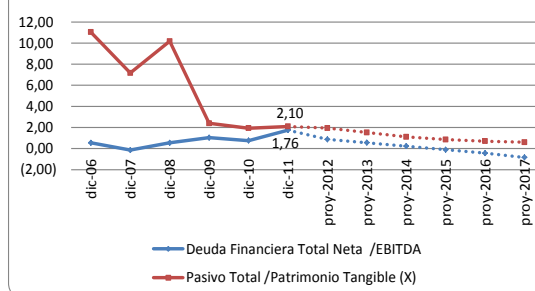
El activo de largo plazo está conformado principalmente por la Propiedad, Planta y Equipo que representa el 30.4% del activo.

Además, la Corporación mantiene acciones en empresas relacionadas por USD 2.0 MM, correspondiente a las empresas detalladas anteriormente en este informe.

ENDEUDAMIENTO

Corporación Azende muestra a la fecha de análisis maneja un índice de apalancamiento de 2.1 veces su patrimonio tangible, nivel superior al registrado los últimos años. En general, ha sido una empresa cuyo respaldo patrimonial sustenta el crecimiento del negocio en mayor medida que el endeudamiento con terceros.

Endeudamiento



El pasivo está compuesto principalmente por cuentas comerciales con proveedores que representan el 40% del pasivo total, cuyo promedio de días de rotación es de 70 días. El principal proveedor comercial es Delisoda con el cual Azende tiene una relación comercial de algunos años, con políticas comerciales claras para la distribución de su producto Gatorade.

El pasivo financiero ascendió a USD 10.6MM que representa el 33% del pasivo total a febrero 2012. El 70% del endeudamiento financiero corresponde a deuda con el mercado de valores, USD 5.3 MM por la titularización de flujos futuros y USD 2.5 MM por una nueva emisión de obligaciones que aún no se ha colocado en su totalidad. El endeudamiento en mercado de valores ha permitido a la empresa apalancarse a mayor plazo disminuyendo el estrés en la liquidez. Además, el programa de papel comercial objeto de esta calificación se espera sea utilizado en la sustitución de pasivos consiguiendo tasas más competitivas en relación a las obtenidas en el sistema bancario, lo que le permitiría a la empresa disminuir su costo financiero promedio.

Luego de la aplicación de las normas NIIF, la empresa registra como pasivos de largo plazo los Impuestos Diferidos generados por la valoración de activos por un monto de USD 2,421M de acuerdo al informe auditado 2010. A diciembre 2011 se observa una disminución de la provisión del impuesto contra la revalorización del patrimonio llegando a un monto de USD 450M según la interpretación contable del auditor y con aprobación de la Superintendencia de Compañías.

El índice de endeudamiento neto en relación al EBITDA a dic -11 y feb-12 fue 1.76:1 y 1.57:1, respectivamente. Es decir, la empresa podría cubrir la totalidad de la deuda financiera en menos de dos años con la generación actual. Este indicador frente a lo histórico se ve presionado en el 2011 debido a varias razones: la contracción del EBITDA, mayor financiamiento de cuentas por cobrar comerciales, mayores anticipos a proveedores, reducción de cuentas por pagar a accionistas y relacionadas, y la compra de un terreno para proyecto inmobiliario. Este proyecto ya no se realizará.

Lo anterior redujo el flujo operativo esperado. Además, la empresa debió financiar egresos no operativos, dividendos más altos que los históricos e inversiones en CAPEX. En el 2011, se financió también otras cuentas por cobrar de corto plazo que corresponden empresas



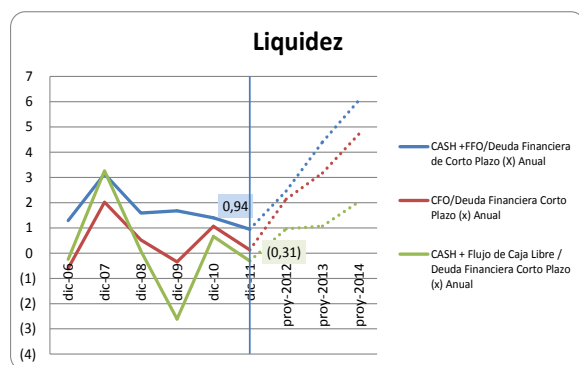
relacionadas de lo cual lo más importante es un préstamo a Profit Perú.

De acuerdo a las proyecciones, la Compañía estima una tendencia decreciente del endeudamiento desde el 2013 hasta el año 2017 en función del crecimiento de los flujos proyectados, y a pesar de fuertes inversiones en CAPEX, pagos de dividendos y transferencias a relacionadas como otras cuentas por cobrar de largo plazo. En el 2012, todavía requiere incremento de deuda financiera pero sus indicadores vuelven a relajarse gracias a la expansión esperada del EBITDA.

Debe mencionarse que en vista de la volatilidad del EBITDA y para mantener la flexibilidad financiera de la empresa se espera que se concrete la tendencia esperada de los indicadores de endeudamiento.

De acuerdo a las proyecciones la Compañía estima una tendencia decreciente del endeudamiento hasta el año 2017 en función del crecimiento de los flujos proyectados.

■ Capacidad de Pago y Liquidez



El EBITDA operativo generado en el 2011 ascendió a USD 5.8 MM, monto que fue suficiente para cubrir los gastos financieros e impuestos, dando un flujo de fondos positivo de USD 4.5 MM. La empresa tuvo una variación de capital de trabajo negativa de USD 3.8 MM que fue cubierta por la propia generación del negocio.

Sin embargo, la generación (considerando egresos no operativos) no fue suficiente para cubrir la necesidad de inversión en CAPEX y el pago de dividendos, de esta forma la empresa tuvo un flujo de caja libre negativo. Además, fue necesario cubrir la transferencia de fondos a una de las relacionadas, que se registra en cuentas por cobrar de corto plazo, lo cual presionó la liquidez. La deuda de corto plazo debió ser refinanciada en su totalidad y además se incrementó el monto del endeudamiento, como se explicó anteriormente.

El endeudamiento adicional no solo cumple las necesidades de la empresa sino que cubre las variaciones de las cuentas por cobrar a terceros, que son flujos prestados a empresas relacionadas, principalmente la filial en Perú. Según el emisor, está proyectado un flujo adicional en el año 2012 y a partir del 2013 se espera que la empresa en Perú tenga capacidad de levantar financiamiento local adicional. No se espera recuperar

esta deuda en el corto plazo ya que se mantiene e incluso incrementa a lo largo de la proyección

En general la empresa ha sido generadora de flujos positivos suficientes para cubrir su deuda de corto plazo. La perspectiva para períodos siguientes es positiva a partir de las proyecciones de generación que espera la empresa con el ingreso de nuevos productos a su portafolio y el fuerte incremento que esperan en ventas y resultados sin incrementar su necesidad de financiamiento.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

La emisión de papel comercial tiene garantía general, por tanto está garantizada 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, pignorados e intangibles.

Al mes de febrero del 2012 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 55,900M. De este valor, USD 11,036 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 470 M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 44,395 M.

La emisión propuesta es de USD 6.000 M y el monto en circulación de la emisión de obligaciones a feb-12 fue USD 250M, con lo cual existiría una cobertura de 8 veces sobre el monto en circulación de la emisión vigente y la emisión propuesta.

Además, al mes de febrero 2011 fueron colocados los títulos de la Primera Titularización de Flujos Futuros de Corporación Azende por un monto de USD 6,000M y existe un monto en circulación de la emisión de USD 4,533M. Incluyendo este monto, los activos cubren 4.12 veces los títulos que están en circulación en el mercado.

ACTIVOS	Activos Feb-2012	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	495		495		495
Cuentas por Cobrar	14.355		14.355		14.355
Inversiones Largo Plazo	2.093		2.093		2.093
Inventarios	12.584	6.047	6.537		6.537
Impuestos Anticipados	977		977		977
Pagos Anticipados	923		923		923
Propiedades	16.967	4.989	11.978		11.978
Otras Cuentas por Cobrar	4.900		4.900		4.900
Derechos Fiduciarios	1.082		1.082		1.082
Activos Intangibles	470		470	470	0
Otros Activos	1.056		1.056		1.056
ACTIVO TOTAL	55.901	11.036	44.865	470	44.395
Monto de la Emisión en Circulación	250				
Programa Papel Comercial	6.000				
Titularización Flujos Futuros circulación	4.533				
TOTAL OBLIGACIONES MERCADO	10.783				
Garantía General / Monto Emisión Oblig. en Circulación					7,40
Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización					4,12

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de obligaciones tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este



análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

La emisión propuesta no contempla resguardos adicionales a los de ley.

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

La emisión de papel comercial objeto de esta calificación, es la cuarta 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: CORPORACIÓN AZENDE

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	feb-12
RESULTADOS						
Ventas	62.123	91.212	94.320	85.890	95.132	15.258
% crecimiento	20,1%	46,8%	3,4%	-8,9%	10,8%	-3,8%
Costos	-52.244	-76.585	-69.490	-57.865	-64.155	-10.798
% crecimiento	19,5%	46,6%	-9,3%	-16,7%	10,9%	1,0%
MARGEN BRUTO (%)	15,9%	16,0%	26,3%	32,6%	32,6%	29,2%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.809	1.071
MARGEN EBITDA (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,1%	7,0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.809	1.071
MARGEN EBITDAR (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,1%	7,0%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones , Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	321	431	1.252	1.006	1.673	226
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.934	3.895	4.553	5.232	4.136	845
MARGEN EBIT (%)	3,1%	4,3%	4,8%	6,1%	4,3%	5,5%
Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-730	-195
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,2%	0,4%	0,8%	0,9%	0,8%	1,3%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11,1%	17,1%	14,2%	11,2%	6,9%	10,5%
Impuestos a la renta	-329	-916	-1.055	-1.134	-560	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	18,1%	25,2%	31,8%	27,5%	23,7%	0,0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	1,9%	2,5%	10,9%	8,7%	3,2%	60,0%
UTILIDAD NETA	1.494	2.712	2.267	2.989	2.114	968
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2,4%	3,0%	2,4%	3,5%	2,2%	6,3%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	49,5%	50,3%	17,4%	14,9%	9,0%	24,6%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9,5%	11,4%	5,9%	6,3%	4,0%	10,6%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)						
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1.815	3.143	3.519	3.995	3.787	1.195
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	175	-1.805	-5.462	46	-3.843	-94
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-1.590	956
Inversión en Activos Fijos	0	-2.780	-6.366	-2.134	-1.777	-144
Otras Inversiones, Neto	75	-1.515	-551	-738	243	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-1.590	956
Variación Neta de Deuda Financiera	-755	2.400	3.466	-150	4.918	-1.016
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	6.474	0	0	0
Pago de Dividendos	-92	642	-77	-900	-1.500	0
Otros Financiamientos, Neto	-690	-386	-1.202	1.049	-2.396	-866
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	529	-301	-198	1.169	-568	-926
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	2.255	4.326	5.805	6.238	5.809	1.071
(-) Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-730	-195
(-) Impuesto a la renta del período	-329	-916	-1.055	-1.134	-560	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.774	3.037	4.024	4.344	4.519	876
(-) Variación Capital de Trabajo	175	-1.805	-5.462	46	-3.843	-94
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.949	1.232	-1.438	4.391	676	781
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	41	106	427	423	101	581
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-931	-772	-834	-262
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-92	642	-77	-900	-1.500	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-2.780	-6.366	-2.134	-1.777	-144
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.898	-799	-8.385	1.008	-3.332	956
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-755	2.400	3.466	-150	4.918	-1.016
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-690	-386	-1.202	1.049	-2.396	-866
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	6.474	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	529	-301	-198	1.169	-568	-926
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	791	1.319	1.018	821	1.989	1.421
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	1.320	1.018	821	1.989	1.421	495
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1.319	1.018	821	1.989	1.421	495
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	0	0	0	1	0
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2,86%	3,33%	4,27%	5,06%	4,75%	5,74%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.809	1.071
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	1.319	1.018	821	1.989	1.421	495
Activos Totales	17.179	30.401	46.449	47.984	53.948	55.901
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	986	2.555	2.895	4.533	6.132	3.115
Pasivo financiero Largo Plazo	0	831	3.957	2.169	5.488	7.488
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	986	3.386	6.852	6.701	11.619	10.603
Pasivos con Proveedores	11.136	18.652	11.571	10.137	10.868	12.686
Otros Pasivos	1.339	1.291	9.072	10.102	8.338	8.521
Pasivos Totales	13.462	23.329	27.494	26.940	30.825	31.810
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	3.718	7.072	18.954	21.044	23.123	24.091
Patrimonio Tangible	1.879	2.292	11.459	13.926	14.696	14.749
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.839	4.780	7.495	7.118	8.427	9.342
Capitalización ****	4.704	10.458	25.806	27.745	34.742	34.694
Pasivos contingente	0	0	0	5.933	7.733	7.733
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	0	0	16.223	16.223	11.150	11.036
Activos diferidos	0	1.506	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	4.726	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	17.179	28.896	30.226	31.761	42.798	44.865
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	17.179	28.896	30.226	27.035	42.798	44.865
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	2.447	1.497	5.442	7.304
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	12	21	8	6
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13.744	23.117	24.180	25.409	34.238	35.892



EMPRESA: CORPORACIÓN AZENDE

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	feb-12
INDICADORES FINANCIEROS	(a)	(b)	(c)			
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	14,86	11,59	7,98	8,21	7,96	5,49
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	14,86	4,14	-0,77	5,40	5,52	4,75
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	14,86	11,59	7,98	8,21	7,96	5,49
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	12,69	9,14	6,53	6,72	7,19	5,49
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	13,85	4,30	-0,98	6,78	1,93	5,00
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12,69	9,14	6,53	6,72	7,19	5,49
CFO/cargos fijos	12,85	3,30	-1,98	5,78	0,93	4,00
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0,44	0,78	1,18	1,07	2,00	1,65
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad fina	-0,15	0,55	1,04	0,76	1,76	1,57
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	0,56	1,11	1,70	1,54	2,57	2,02
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	21%	32%	27%	24%	33%	31%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	2,7%	29,3%	3,9%	3,4%	4,7%	1,6%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,07	0,15	0,25	0,25	0,38	0,33
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	7,17	10,18	2,40	1,93	2,10	2,16
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (x)	7,17	10,18	2,40	1,93	2,10	2,16
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (x)	0,53	1,48	0,60	0,48	0,79	0,72
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	10%	-38%	3%	40%	50%	0%
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1,00	0,75	0,42	0,68	0,53	0,29
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,80	1,19	1,39	0,96	0,74	1,69
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	4,32	2,52	1,92	3,34	4,73
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	3,14	1,59	1,67	1,40	0,97	1,85
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2,02	0,52	(0,35)	1,06	0,13	2,62
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	1,75	-0,90	1,94	0,50	4,22
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	3,26	0,09	(2,61)	0,66	(0,31)	2,00
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	0,62	-5,83	1,84	-1,69	6,63
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3.381	3.501	8.915	8.015	10.955	13.958
Liquidez Ácida (x)	92%	81%	93%	87%	96%	106%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	78%	66%	71%	68%	65%	70%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	125%	111%	102%	104%	108%	111%
Patrimonio / Activo Total (x)	22%	23%	41%	44%	43%	43%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	6	7	7	7	6
Días de cuentas por cobrar	54	56	51	50	51	58
Rotación de inventarios (x)	12	10	7	5	5	5
Días de inventarios	31	37	53	66	67	70
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	4	6	6	6	5
Días de cuentas por pagar	77	88	60	63	61	70
Rotación Capital de Trabajo	15	22	8	7	6	5
Días de Capital de Trabajo	23	16	46	50	61	78
Días de Ciclo de Operación	15	11	3	(3)	5	20
Activo corriente / Pasivo corriente	125%	116%	147%	140%	149%	165%

(x) Índice expresado en número de veces

(a) Información Financiera de Distribuidora de Productos Jucremo JCC Cía. Ltda.

(b) Información Financiera Auditada de Distribuidora de Productos Jucremo JCC Cía. Ltda. después de la fusión con Destilería Zhumir Cía. Ltda.

(c) Información Financiera de Corporación Azende con contabilidad según NIIFS.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

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

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

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

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

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011 prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,608	28,031
Inc. PIB (Mill.2000)%	7.24	0.36	3.60	6.50	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.63%
Inc.anual oferta y demanda global(usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.80	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	5.53**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	21.72***	
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	15.22	15.09***	
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.63***	
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	0.17	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-110	-4.30	-160	-2.40	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	46.8***	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.16	32.36***	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	12.59***	
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	100.68*	
estimación BCE Nov/11					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
**BCE inflación anual a noviembre 2011					
*** deuda a octubre 2011 PIB corriente proyectado					
**** BCE con datos a agosto 2011 anualizado					
* diciembre 2 de 2011					

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

Las perspectivas antes expuestas, tanto de la formación bruta de capital como la del consumo de los hogares, están incorporadas en las expectativas de crecimiento para el 2011 de 6.5%. **Expertos estiman que esta desaceleración tan pronunciada es poco probable por lo que se esperaría que el crecimiento real del PIB para el 2011, supere el 7%.**

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

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más

volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

PERSPECTIVAS 2012

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

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

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

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

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

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

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

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

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

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

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

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

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

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

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

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