

Ecuador
Papel Comercial

CORPORACIÓN AZENDE CIA. LTDA.

Calificación

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

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; N/A: No aplica)

Resumen Financiero

(Millones USD)	2009	2010	2011	Nov.12
Activos	46.4	47.9	53.9	61.4
Ventas	94.2	85.8	95.1	94.3
Margen EBITDA (%)	6.1	7.2	6.1	2.5
ROA (%)	5.9	6.3	4.0	-1.7
Deuda Finan / Capitalización (%)	27	24	33	45
Deuda Financiera Total /FFO (x)	1.7	1.5	2.5	13.3

*La información financiera corresponde a información auditada bajo normas NIIF, de las empresas fusionadas Distribuidora Jucremos Cía. Ltda. y Destilería Zhumir, ahora Corporación Azende. La información interina a Nov.12 corresponde a balances consolidados Corp. Azende y Dacorclay.

Programa de Papel Comercial	
Emisor:	Corporación Azende Cia. Ltda.
Monto Programa:	USD 3,000,000
Monto Emisión:	USD 3,000,000
Fecha Resolución:	30-nov-12
Fecha Vencimiento Oferta:	20-nov-14
Fecha de Colocación:	en proceso
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 Noviembre 2012, de **Corporación Azende Cía. Ltda.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de **“AA+” (Doble A Más)** y **establecer una perspectiva negativa** a la calificación de 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 “perspectiva negativa” no indica una reducción de categoría de calificación sino una probabilidad razonable de que la calificación asignada podría ser cambiada en el corto plazo, en la dirección en la que indica la perspectiva, si el emisor no revierte la tendencia actual de endeudamiento y liquidez.

La perspectiva otorgada a la calificación refleja la actual posición financiera del emisor cuyos indicadores de endeudamiento y liquidez se han presionado en el último período a partir de una contracción en la generación de resultados.

La categoría de calificación se mantiene considerando que la situación financiera actual de la empresa es coyuntural y que sus fortalezas le permitirán recuperar sus resultados en el corto plazo.

La empresa se encuentra bien posicionada en la mayor parte de los productos de su portafolio además posee flexibilidad en el manejo de costos y gastos variables que

FECHA COMITE: 31/Enero/2013

ESTADOS FINANCIEROS A: 30/Noviembre/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.



puede administrar de acuerdo al comportamiento del mercado.

Las ventas generales de Azende tuvieron un incremento anual en el 2012 mayor al de los últimos años. Si bien la venta de licores se contrajo como efecto de una disminución general de la demanda local por factores externos, la participación de nuevos productos en el portafolio de la empresa logró compensar esta reducción.

Sin embargo, el cambio en la composición de las ventas y los costos asumidos para posicionar las nuevas marcas administradas produjeron una disminución en el margen bruto. Adicionalmente, la expansión de la carga operativa a través de la fuerza de venta y distribución, contrajo el EBITDA. Parte del incremento del gasto operativo se produjo por una expectativa de ventas de productos nuevos, que no se concretó. Bajo las nuevas proyecciones de ventas, la carga operativa está siendo reestructurada de manera que se ajuste al incremento real de las ventas. Además, el desempeño del EBITDA se vio influenciado por una mayor carga impositiva.

La disminución de los resultados en comparación a otros períodos y a la proyección inicial además obligó a la empresa a obtener nuevo endeudamiento para afrontar la coyuntura.

La liquidez se presionó a partir de un menor EBITDA que no fue suficiente para cubrir la necesidad de inversión en activos fijos y además un flujo de inversión a compañías relacionadas realizado a inicios del año.

El riesgo de refinanciamiento se mitiga, al ser el emisor una empresa reconocida, participante de mercado de valores y con apoyo de los accionistas que le permite obtener líneas de crédito con relativa facilidad.

La calificación incorpora la expectativa de una rápida recuperación del EBITDA que permitiría a la empresa disminuir los índices de endeudamiento y llegar a indicadores similares a los mostrados en el 2011.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

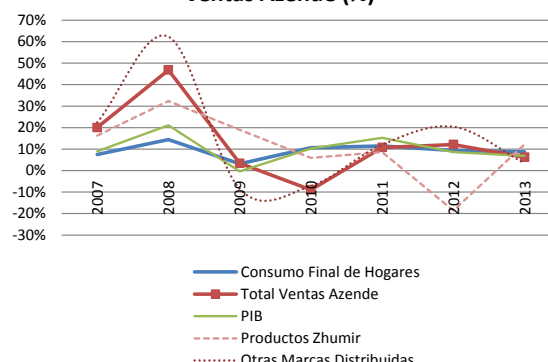
- En el 2012, se concretó la negociación con Nestlé Ecuador para la producción y distribución de Nestea, bebida refrescante con posicionamiento en el mercado. El primer lote de producción salió en Abril de ese año.

■ 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. Primero, el mercado de productos alimenticios de consumo masivo que representa para la compañía el mayor porcentaje de ventas (50%). Segundo, estaría 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.

Las ventas de productos de consumo masivo están relacionadas a la capacidad adquisitiva que se puede medir a través de la variable de Consumo de los hogares, como componente del PIB. Ésta ha sido una de las variables de la economía que ha presentado mayor dinamismo, sin embargo en el 2012, especialmente en el segundo semestre mostró una tendencia a desacelerarse.

Según las últimas previsiones publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE), en el 2012 el Consumo de hogares creció en 9.35% (considerando precios corrientes) y se proyecta que el ritmo de incremento se desacelere en el 2013 a 8.7% de crecimiento anual, bajo una perspectiva de menor liquidez en la economía.

Las ventas del segmento de distribución de productos de consumo masivo de Corporación Azende, en su mayoría bebidas no alcohólicas, registra un ritmo de crecimiento de 20% anual en el 2012, influenciado principalmente por el ingreso de dos nuevas líneas que comenzaron a comercializarse desde este año.

De los productos distribuidos por Azende por volumen de ventas los más importantes son las bebidas no alcohólicas, como agua embotellada, jugos, bebidas dulces, energizantes y bebidas isotónicas. Estas últimas se manejan en un mercado altamente competitivo, con una amplia gama de productos sustitutos y están dirigidos en mayor medida hacia un segmento económico medio alto. No son productos de primera necesidad. La demanda es sensible a movimientos de precios, al acceso de los canales de distribución y a la presentación del producto.



Por otra parte, dentro del segmento de bebidas alcohólicas, que son producidas directamente por Azende, en el Ecuador existe 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 a aranceles y el consumo local paga un impuesto a consumos especiales (ICE) que tiene porcentajes diferenciados por volumen y grado alcohólico. El sector enfrenta alta competencia, no solo por la producción local y las importaciones, también por productos que ingresan como contrabando al país.

Si bien el consumo de licor en el país históricamente ha sido alto y en general se ha considerado que la demanda de esta clase de bebidas es inelástica al precio, luego de los ajustes de impuestos y aranceles que hizo que suban de forma importante los precios de las bebidas, en el 2012 se observa que existe una contracción de la demanda influenciada por el impacto en los cambios de precios.

Pese a que el Gobierno incrementó las medidas arancelarias con intención de proteger a la industria nacional, la demanda de licores no se recuperó en el año 2012.

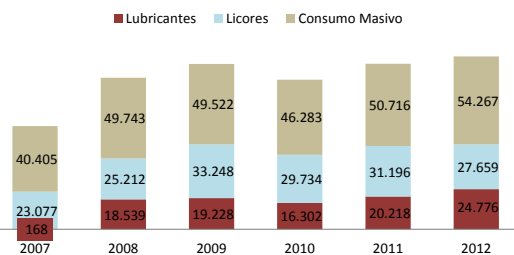
Sin embargo, las medidas arancelarias sí podrían estimular la demanda hacia la industria licorera local la cual podría beneficiarse en el 2013, pues en general significa una barrera de entrada para el producto importado.

En cuanto a los lubricantes, al ser derivados del petróleo sus precios se mueven en función de la cotización internacional del crudo. 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 una amplia demanda en relación al mantenimiento de vehículos, que podría ser estable al menos en los volúmenes de ventas observados en los últimos dos años.

▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

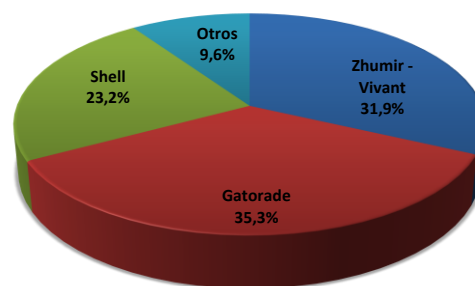
Corporación Azende participa en el mercado como una empresa industrial productora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, además funciona como una eficiente cadena de distribución, lo cual es considerado una importante fortaleza que le da flexibilidad en el manejo de su rentabilidad.

Ventas Corp. Azende por tipo producto en miles USD



*Datos 2012: proyectados a Dic-12. Fuente: Corporación Azende

Composición de las Ventas por línea Nov-12



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 junio 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, atendida mayormente por su co-distribuidor Dacorclay. Mantiene un sistema en el cual el 80% 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.

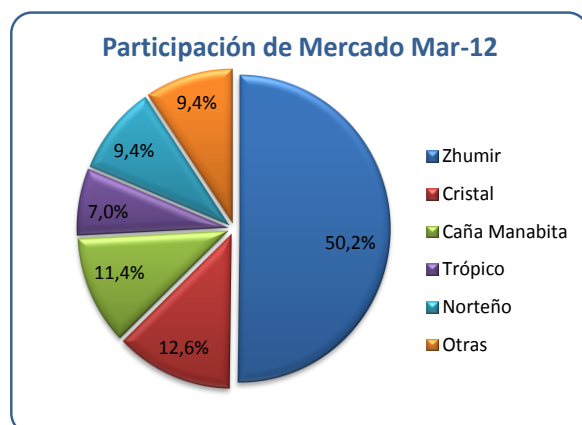
Al mes de noviembre 2012 la empresa cuenta con 1004 empleados, 6 Directivos, 734 empleados administrativos y de ventas, y 264 operarios. Corporación Azende no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales significativos.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Los productos Zhumir, de acuerdo a la última información proporcionada por el emisor a marzo 2012, cuentan con una participación de mercado nacional de 27.2%, tomando en cuenta todo tipo de bebidas alcohólicas. Si solamente se consideran las marcas de bebidas similares a Zhumir, la participación sube a 50.2% 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.

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.

A pesar de que el año 2012 ha sido de menores ventas en general para el sector licores, Zhumir cuenta con ventajas diferenciales que le han ayudado a sobrellevar las amenazas sistémicas. Los datos de posicionamiento no consideran la participación de licores de contrabando o artesanales pues no existe información comprobable al respecto.



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%).

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).

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 en períodos anteriores que podría generar a Azende mayores requerimientos de capital de trabajo o aumentos de gastos operativos no previstos.

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.

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.

Además, desde el 2012 comenzó un proceso de embotellamiento y distribución de Nестea, una bebida de la marca Nestlé, que se maneja en un mercado competitivo. Si bien este producto fue un ingreso adicional a las ventas de la compañía, ha requerido de gastos de comercialización y distribución para mantener su posicionamiento en el mercado. Azende mantiene una perspectiva conservadora en relación a esta línea.

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.

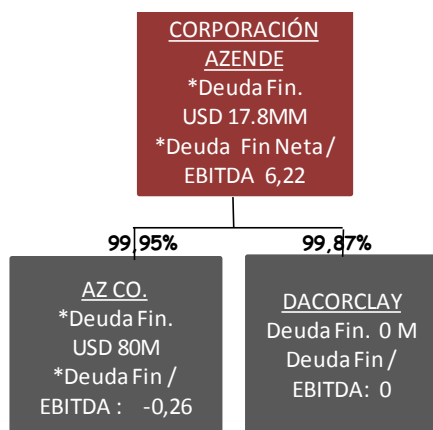
■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Corporación Azende, es la cabeza del grupo empresarial.

Actualmente, la compañía mantiene una relación accionarial en las siguientes empresas: AZENBEF S.A. (Antes Lacofit Cía. Ltda.) (99,95%), Dacorclay Cía. Ltda. (99,87%) y ZJP productores Cía. Ltda (50%). Además, una participación en la empresa Proalcarnic que es fabricante de embutidos.



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. AZENBEF estará a cargo de una cadena de licorerías a nivel nacional y se esperaría que su actividad incremente en este año.



*Datos a Nov-2012

Del gráfico anterior se desprende que AZENBEF 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 USD 80M, monto que es marginal en el balance de la Corporación.

DACORCLAY no mantiene ninguna deuda bancaria a nov-12. 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 consolidan cifras de las dos empresas.

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 3 MM. En el segundo semestre 2012, la cuenta por cobrar de largo plazo fue reclasificada como una inversión en acciones por la constitución de un aporte para futuras capitalizaciones. La compañía busca 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.

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 30 Nov 12	%
EL TAHUAL CIA. LTDA.	5.952	46,0%
COPREDI CIA. LTDA.	2.688	20,8%
GERMAN TORRES LEON	960	7,4%
PEDRO MIRANDA RIVADENEIRA	640	5,0%
JULIO UGALDE JERVES	640	5,0%
JOSE UGALDE JERVES	640	4,9%
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%
JUAN DIEGO CASTANIER JARAMILLO	129	1,0%
TOTAL	12.929	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 Tahal 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.

En el primer trimestre 2012, se realizó la fusión por absorción de la empresa relacionada Plasan, con lo que el capital de Corporación Azende se incrementó en USD 129 M en este período.

■ 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.

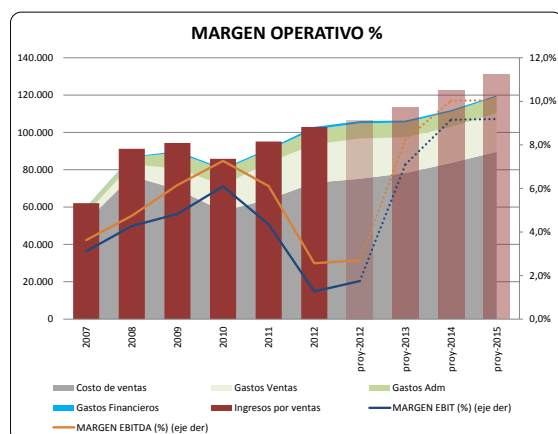
■ PERFIL FINANCIERO

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 Noviembre 2012 también bajo normas NIIF. Los balances interinos a noviembre 2012 han sido consolidados contablemente con los balances de Dacorclay, empresa relacionada que se encarga de la distribución de los productos de Azende desde Noviembre 2011, para evitar distorsiones en el análisis.

De la misma forma, la información proyectada considera cifras fusionadas entre las dos empresas.

Como antecedente se menciona también que en el año 2009 las empresas Distribuidora Jucremo 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 considera estados financieros de Corporación Azende.

■ Gestión Operativa



*Datos proyectados entregados por Corporación Azende.

Las ventas de Corporación Azende y Dacorclay al mes de noviembre 2012 ascendieron a USD 94,357 M, cifra que al ser anualizada representaría un crecimiento de 8.2% anual. De acuerdo a las últimas proyecciones analizadas la empresa espera llegar a un monto de ventas de USD 106,702 M, que significaría un crecimiento final

del año de 12.2% considerando el factor estacional del mes de diciembre.

A pesar de que las ventas totales crecen en el 2012 a un ritmo incluso mayor que el mostrado en los dos períodos anteriores, la participación de ventas por productos cambió y se puede observar una disminución de las ventas de licores, la cual se compensó con el ingreso de nuevos productos al portafolio en este año.

La desaceleración del ritmo de crecimiento de las ventas de licores se dio como un efecto general del mercado que se vio afectado por una parte por las restricciones de consumo a partir de los casos de licor adulterado, lo que desestimuló y disminuyó la demanda por algunos meses, y por otra parte por la carga impositiva a estos productos. Hasta el final del 2012 la demanda no se recuperó a niveles del 2011.

En las proyecciones analizadas en el seguimiento anterior se estimó un crecimiento importante de 37.8% de las ventas netas en el año 2012, esto debido principalmente al ingreso de un nuevo producto al portafolio de Corporación Azende. Las proyecciones no se cumplieron principalmente por efecto de la competencia de ciertos tipos de productos y por la disminución del volumen de ventas de licores.

Los dos efectos combinados, más el costo que asumió Azende en promociones y descuentos para mantener el posicionamiento de marca, tuvo un impacto en el margen bruto a noviembre 2012 el cual disminuyó de 32.56% en el 2011 a 29.06% a la fecha de corte.

Para los períodos posteriores, las proyecciones esperan una recuperación del margen bruto, que en promedio sería de 31%. La recuperación del margen estima el emisor que se dará a partir del 2013, si la demanda de licores se recupera y vuelven a los volúmenes esperados, y si ejercen un control en el costo de ventas, especialmente disminuyendo la fuerza de ventas estructurada para los nuevos productos.

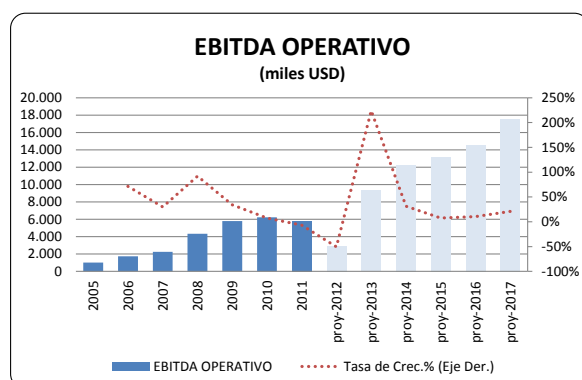
Azende maneja una carga operativa que absorbió el 28% de las ventas a noviembre 2012. El gasto operativo, en términos nominales, muestra un crecimiento de 8.5% anual a nov-12. En el segundo semestre 2012, la compañía frenó el incremento de gasto operativo para poder afrontar la contracción de las ventas. Para períodos posteriores, el emisor estima que se va a contraer el volumen del gasto a partir de la aplicación de una estrategia de comercialización más conservadora. Se ha realizado una sensibilidad a los gastos operativos proyectados que reducirían en 50% el resultado neto esperado en los siguientes años. Aun con la sensibilidad realizada la generación sería suficiente para recuperar los niveles de rentabilidad.

Al mes de noviembre 2012, la empresa muestra un resultado no operativo negativo de USD 908. En los egresos no operativos está principalmente contabilizado el impuesto de salida de divisas, que en el caso de Azende no genera crédito tributario por ser importadora de productos de consumo.



De esta forma el resultado operativo antes de impuestos a noviembre 2012 no fue suficiente para cubrir el gasto financiero que ascendió a USD 1.1 MM. El gasto financiero creció en 78% en comparación al 2011, debido a que la empresa incrementó su volumen de endeudamiento en los últimos meses.

El EBITDA operativo de Azende a noviembre 2012 ascendió a USD 2.4 MM, que significó una disminución de 55% en comparación al generado en el 2011. El margen EBITDA se ve afectado por la contracción del margen bruto y disminuye de 6.11% (dic-11) a 2.57% (nov-12).



De acuerdo a información entregada por la empresa, la recuperación sería inmediata y en el 2013 alcanzarían resultados operativos incluso superiores a su promedio histórico. Las proyecciones sensibilizadas y siendo más conservadores muestran que, con la recuperación del margen bruto que se estima posible, la empresa estaría en capacidad de absorber su carga operativa, de impuestos y gasto financiero aun considerando un gasto operativo 10% mayor al estimado por el emisor.

La empresa se encuentra bien posicionada tanto con productos propios como con su cadena de distribución, esta condición le ha ayudado a mantener los volúmenes de ventas. La compañía, al ser principalmente una distribuidora, maneja flexibilidad en los costos y gastos operativos que le permiten contraer la carga operativa con más facilidad en comparación a otras empresas, especialmente industriales.

La estrategia agresiva de comercialización aplicada durante el 2012, además de la contracción de la venta de licores, generó pérdidas netas no proyectadas en este año. Se espera que las fortalezas de la empresa, como el posicionamiento de sus productos, la capacidad de innovación y la flexibilidad de su estructura de gastos operativos, le permitan en el corto plazo recuperar el nivel de generación de EBITDA al menos a los volúmenes de los últimos tres períodos.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

Los Activos Totales de Corporación Azende ascendieron a USD 61,479 M al mes de noviembre 2012. Los activos de corto plazo tienen una posición mayoritaria en el balance y representan el 57.4% del total de activos, de

los cuales los más importantes por participación son los Inventarios (25%) y las Cuentas por cobrar (19%).

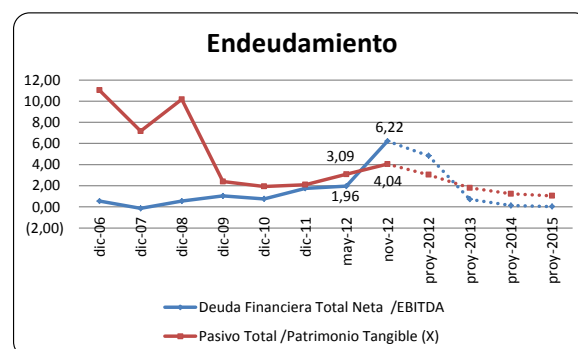
Los inventarios ascendieron a USD 15.5 MM, en general constan de producto terminado que en su mayoría no tiene caducidad. Los productos son de consumo masivo y según el Emisor su inventario es de fácil realización. La rotación de inventarios promedio histórica ha sido de 66 días. En el 2012 los inventarios rotaron más lentamente y en promedio tuvieron 78 días de rotación.

Al mes de noviembre 2012, las cuentas por cobrar comerciales ascendieron a USD 11.8 MM. La cartera de terceros es diversificada, el mayor cliente representa menos del 10% de la cartera total. Los días de rotación promedio de la cartera comercial fueron 41 días a nov-12, similar al promedio histórico. Las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas en el segmento consumo y lubricantes. La empresa mantiene estadísticas detalladas sobre el número de deudores, plazo y monto en cada uno de los segmentos.

Hasta el seguimiento anterior, existían Otras cuentas por cobrar con empresas relacionadas que mostraban una tendencia creciente, que correspondía a cuentas por cobrar a Distribuidora Profit del Perú. De acuerdo a información a noviembre 2012, las cuentas han sido reclasificadas como Inversiones en Acciones por el aporte a futuras capitalizaciones realizado. Las inversiones ascendieron a USD 5.4 MM a nov-12.

El activo de largo plazo está conformado principalmente por la Propiedad, Planta y Equipo que representa el 30.2% del activo.

ENDEUDAMIENTO



El pasivo total de Corporación Azende ascendió a USD 39 MM de los cuales, el 45% corresponde a endeudamiento financiero. La deuda financiera se incrementó de USD 11.6 MM a dic-11, a USD 17.8 MM a nov-12, es decir un crecimiento de 54% en este período.

La empresa mantiene deudas financieras con cinco instituciones bancarias del país con las que tiene líneas de crédito abiertas. La empresa tiene acceso a fuentes de financiamiento con relativa facilidad con el respaldo propio y el de sus accionistas.

Además, en este último período se ha incrementado el endeudamiento en mercado de valores en el que tiene



vigente USD 7.8 MM a la fecha de corte. El financiamiento a través de mercado de valores ha permitido a la empresa apalancarse a mayor plazo disminuyendo el estrés en la liquidez. La empresa participa en el mercado con títulos de largo plazo de una emisión de obligaciones, de corto plazo con una emisión de papel comercial, y una titularización de flujos futuros.

El pasivo está compuesto también por cuentas comerciales con proveedores que representan el 32.5% del pasivo total a nov-12, cuyo promedio de días de rotación fue 64 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.

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 474 M a noviembre 2012.

A partir de la contracción del EBITDA y el incremento en el endeudamiento, el índice de endeudamiento neto en relación al EBITDA nov-12 fue 6.75:1. Este indicador es varias veces superior al observado históricamente y responde a eventos coyunturales que afectaron la generación de la empresa y motivaron a un incremento en el nivel de deuda para sostener la operación.

Además, la empresa debió financiar egresos no operativos (impuestos), inversiones en CAPEX, y en el 2012, se financió también otras cuentas por cobrar de corto plazo que luego se convirtieron en inversiones en empresas relacionadas, que corresponden a un préstamo a Profit Perú.

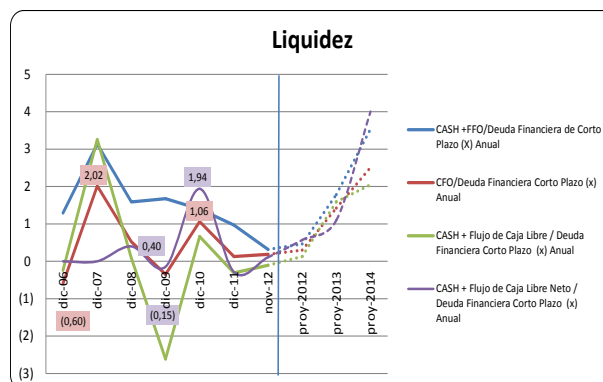
El indicador de pasivo sobre patrimonio tangible también muestra un incremento pasando de 1.96:1 en mayo 2012 a 4.04:1 a nov-12.

De acuerdo a las proyecciones sensibilizadas, la Compañía tendría la capacidad de recuperar de los flujos a través de un manejo más conservador de los costos y los gastos y una recuperación del mercado, que le permitirían disminuir su nivel de endeudamiento en el corto plazo hasta llegar a un indicador de deuda financiero sobre EBITDA similar al observado en el 2011.

Además, la empresa busca hacer más eficientes sus activos no productivos, y esperarían realizar la venta de un terreno que estaba previsto para un proyecto inmobiliario que no se realizó. Con este ingreso cancelarían parte de la deuda vigente.

Debe mencionarse que en vista de la volatilidad del EBITDA y los actuales niveles altos de endeudamiento, la Calificadora espera que la empresa muestre indicadores de endeudamiento al menos en los promedios de los últimos tres años.

Capacidad de Pago y Liquidez



El EBITDA operativo generado a noviembre 2012 ascendió a USD 2.2 MM, monto que fue suficiente para cubrir los gastos financieros, dando un flujo de fondos positivo de USD 1.2 MM. El flujo sirvió también para cubrir una variación de capital de trabajo negativa de USD 404 M, siendo el CFO positivo en USD 825 M.

El CFO o flujo de caja operativo no fue suficiente para cubrir un resultado no operativo negativo cuyo mayor componente es el impuesto de salida de divisas.

La empresa requirió un flujo de financiamiento adicional que fue cubierto con el incremento del monto de la deuda financiera, el cual sirvió para financiar las inversiones en CAPEX y las operaciones de las relacionadas, principalmente la filial Distribuidora Profit en Perú.

La liquidez de Azende se vio afectada principalmente por la contracción del EBITDA, el cual se espera se recuperará en el corto plazo. Las proyecciones analizadas estiman una tendencia creciente de la liquidez en periodos futuros.

En general, Corporación Azende ha sido históricamente generadora de flujos positivos suficientes para cubrir su deuda de corto plazo. La actual posición tanto de endeudamiento como de liquidez responde a necesidades específicas por un momento de cambio de la empresa y la incursión en nuevos negocios. Se espera que al replantearse la estrategia comercial, la empresa tenga la flexibilidad suficiente para generar el EBITDA necesario para cubrir los requerimientos operativos, no operativos y de CAPEX.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA 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.

De acuerdo a información entregada por el emisor, al mes de noviembre del 2012 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 61,479M. De este valor, USD 17,569 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 271 M. Así los



activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 43,639 M.

La emisión en circulación es de USD 3.000 M más el monto en circulación de las emisiones que tiene vigentes Azende en el mercado de valores, incluyendo la titularización de flujos futuros, asciende a una deuda en mercado de valores de USD 11,433 M. De esta forma, sobre el monto de papel comercial propuesto existiría una cobertura de 14.5 veces los activos libres y sobre el monto total sumando las obligaciones vigentes, la cobertura sería de 3.82 veces a la fecha indicada.

ACTIVOS	Activos Nov-2012	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	1.246		1.246		1.246
Cuentas por Cobrar	11.816		11.816		11.816
Inversiones temporales	154		154		154
Inventarios	15.524	8.920	6.603		6.603
Impuestos Anticipados	1.046		1.046		1.046
Pagos Anticipados	1.117		1.117		1.117
Propiedades	18.561	6.150	12.411		12.411
Activos Intangibles	271		271	271	0
Otras Activos Fijos	2.192	2.498	-306		-306
Inversiones Acciones	5.143		5.143		5.143
Otras Cuentas por Cobrar	4.409		4.409		4.409
					0
ACTIVO TOTAL	61.479	17.569	43.910	271	43.639
Segunda Emisión de Obligaciones	5.000				
Programa Papel Comercial (por emitir)	3.000				
Titularización Flujos Futuros circulación	3.433				
TOTAL OBLIGACIONES MERCADO	11.433				
Garantía General / Monto Emisión Papel Comercial					14,55
Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización					3,82

Es importante señalar que aunque los activos cubran las emisiones vigentes de acuerdo a la regulación, no significa que la emisión de papel comercial tenga ninguna prelación frente al resto del pasivo. Por lo tanto, este análisis no es relevante para determinar el riesgo de crédito de una operación.

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	nov-12
	(a)	(a)	(b)	(c)	(c)	(d)
RESULTADOS						
Ventas	62.123	91.212	94.320	85.890	95.132	94.357
% crecimiento	20,1%	46,8%	3,4%	-8,9%	10,8%	8,2%
Costos	-52.244	-76.585	-69.490	-57.865	-64.155	-66.932
% crecimiento	19,5%	46,6%	-9,3%	-16,7%	10,9%	13,8%
MARGEN BRUTO (%)	15,9%	16,0%	26,3%	32,6%	32,6%	29,1%
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	2.423
MARGEN EBITDA (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,1%	2,6%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.809	2.423
MARGEN EBITDAR (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,1%	2,6%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	321	431	1.252	1.006	1.673	1.227
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.934	3.895	4.553	5.232	4.136	1.196
MARGEN EBIT (%)	3,1%	4,3%	4,8%	6,1%	4,3%	1,3%
Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-730	-1.194
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%	8,3%
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%	-65,7%
UTILIDAD NETA	1.494	2.712	2.267	2.989	2.114	-978
Resultado neto de la Gestión/Ventas + Otros Ingresos Operativos	2,4%	3,0%	2,4%	3,5%	2,2%	-1,0%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	49,5%	50,3%	17,4%	14,9%	9,0%	-4,8%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9,5%	11,4%	5,9%	6,3%	4,0%	-1,8%
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	249
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	175	-1.805	-5.462	46	-3.843	-404
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-1.590	-5.870
Inversión en Activos Fijos	0	-2.780	-6.366	-2.134	-1.777	-1.971
Otras Inversiones, Neto	75	-1.515	-551	-738	243	-3.744
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativo)	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-1.590	-5.870
Variación Neta de Deuda Financiera	-755	2.400	3.466	-150	4.918	6.224
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	-374
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	529	-301	-198	1.169	-568	-20
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FTCH						
EBITDA OPERATIVO	2.255	4.326	5.805	6.238	5.809	2.423
(-) Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-730	-1.194
(-) 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)	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	1.229
(-) Variación Capital de Trabajo	175	-1.805	-5.462	46	-3.843	-404
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.949	1.232	-1.438	4.391	676	825
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	41	106	427	423	101	643
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-931	-772	-834	-1.623
(-) 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	-1.971
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.898	-799	-8.385	1.008	-3.332	-2.126
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-755	2.400	3.466	-150	4.918	6.224
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-690	-386	-1.202	1.049	-2.396	-374
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	-20
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	1.400
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1.319	1.018	821	1.989	1.421	1.400
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%	1,30%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDA OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.809	2.423
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	1.319	1.018	821	1.989	1.421	1.400
Activos Totales	17.179	30.401	46.449	47.984	53.948	61.479
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	986	2.555	2.895	4.533	6.132	8.621
Pasivo financiero Largo Plazo	0	831	3.957	2.169	5.488	9.222
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	986	3.386	6.852	6.701	11.619	17.843
Pasivos con Proveedores	11.136	18.652	11.571	10.137	10.868	12.904
Otros Pasivos	1.339	1.291	9.072	10.102	8.338	8.948
Pasivos Totales	13.462	23.329	27.494	26.940	30.825	39.695
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	3.718	7.072	18.954	21.044	23.123	21.784
Patrimonio Tangible	1.879	2.292	11.459	13.926	14.696	9.818
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.839	4.780	7.495	7.118	8.427	11.966
Capitalización ****	4.704	10.458	25.806	27.745	34.742	39.627
Pasivos contingente	0	0	0	5.933	7.733	7.733
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	0	0	16.223	16.223	11.150	17.569
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	43.910
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	17.179	28.896	30.226	27.035	42.798	43.910
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	2.447	1.497	5.442	7.929
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	35.128
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) ajustado	0	0	0	0	0	0



EMPRESA: CORPORACIÓN AZENDE

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	nov-12
INDICADORES FINANCIEROS	(a)	(a)	(b)	(c)	(c)	(d)
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING						
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	14,86	11,59	7,98	8,21	7,96	2,03
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	14,86	4,14	-0,77	5,40	5,52	0,38
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	14,86	11,59	7,98	8,21	7,96	2,03
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	12,69	9,14	6,53	6,72	7,19	2,03
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	13,85	4,30	-0,98	6,78	1,93	1,69
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12,69	9,14	6,53	6,72	7,19	2,03
CFO/cargos fijos	12,85	3,30	-1,98	5,78	0,93	0,69
APALANCAMIENTO						
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0,44	0,78	1,18	1,07	2,00	6,75
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad fina	-0,15	0,55	1,04	0,76	1,76	6,22
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	0,56	1,11	1,70	1,54	2,57	13,31
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	21%	32%	27%	24%	33%	45%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	2,7%	29,3%	3,9%	3,4%	4,7%	1,7%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0,07	0,15	0,25	0,25	0,38	0,45
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	7,17	10,18	2,40	1,93	2,10	4,04
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	7,17	10,18	2,40	1,93	2,10	4,04
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,53	1,48	0,60	0,48	0,79	1,82
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	10%	-38%	3%	40%	50%	17%
LIQUIDEZ						
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1,00	0,75	0,42	0,68	0,53	0,48
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,80	1,19	1,39	0,96	0,74	0,16
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	4,32	2,52	1,92	3,34	0,56
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	3,14	1,59	1,67	1,40	0,97	0,32
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2,02	0,52	(0,35)	1,06	0,13	0,19
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	1,75	-0,90	1,94	0,50	0,38
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	3,26	0,09	(2,61)	0,66	(0,31)	(0,11)
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	0,62	-5,83	1,84	-1,69	-0,55
OTROS INDICES						
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3.381	3.501	8.915	8.015	10.955	8.226
Liquidez Ácida (x)	92%	81%	93%	87%	96%	73%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	78%	66%	71%	68%	65%	49%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	125%	111%	102%	104%	108%	89%
Patrimonio / Activo Total (x)	22%	23%	41%	44%	43%	35%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	6	7	7	7	9
Días de cuentas por cobrar	54	56	51	50	51	41
Rotación de inventarios (x)	12	10	7	5	5	5
Días de inventarios	31	37	53	66	67	78
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	4	6	6	6	6
Días de cuentas por pagar	77	88	60	63	61	64
Rotación Capital de Trabajo	15	22	8	7	6	9
Días de Capital de Trabajo	23	16	46	50	61	41
Días de Ciclo de Operación	15	11	3	(3)	5	(15)
Activo corriente / Pasivo corriente	125%	116%	147%	140%	149%	130%

(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

*** Capitalización= Deuda Financiera total ajustada a leasing+ Patrimonio.

(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 Auditada de Corporación Azende con contabilidad según NIIFs.

(d) Información Interina Consolidada Corporación Azende y Dacorclay

Entorno Macroeconómico

Ecuador

INTRODUCCION

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

SECTOR REAL

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

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

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

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

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

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

SECTOR EXTERNO

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

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

EXPORTACIONES

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

IMPORTACIONES

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

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

SECTOR PÚBLICO

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

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

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

Fuente: Ministerio de Finanzas

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



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

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

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

TRIBUTACION

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

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

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

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

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

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

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

CARTERA DE CREDITO

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

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

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

PERSPECTIVAS 2012

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

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

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

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 5.1% en 2012.

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

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el Consumo de hogares que se esperaba mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el Gobierno seguirá impulsando este consumo.

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

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

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

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

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

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

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

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

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

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD MIL 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PIB (MIL 2000) %	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (MIL USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PIB CORRIENTE %		-4,03%	11,45%	16,30%	8,61%
Inc. anual oferta y demanda global % (usd 2000)	8,10	-3,60	7,40	5,50	4,90
Inflación Anual %	8,83	4,31	3,33	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB %	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB %	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB %	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Público / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB %	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB %	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petróleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

fuentes: Análisis Semanal - 2007 - 1S12 BCE devengado, 2012 registro oficial y proforma PIB

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