



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)	2010	2011	2012	jun.13
Activos	47.9	53.9	61.4	61.9
Ventas	85.8	95.1	103.8	48.5
Margen EBITDA (%)	7.2	5.9	3.2	2.3
ROA (%)	6.3	4.0	-0.1	-3.3
Deuda Finan / Capitalización (%)	24	33	45	45
Deuda Financiera Total /FFO (x)	1.5	2.7	15.5	39.7

*La información financiera corresponde a información auditada bajo normas NIIF Corporación Azende a 2010 y 2011. La información 2012 es auditada de balances consolidados Corp. Azende y Dacorclay, e interina a jun- 2013 también consolidada de estas dos empresas.

Programa de Papel Comercial	
Emisor:	Corporación Azende Cia. Ltda.
Monto Programa:	USD 3,000,000
Monto Emisión:	USD 3,000,000
Monto en Circulación:	USD 3,000,000
Fecha Resolución:	30-nov-12
Fecha Vencimiento Oferta:	20-nov-14
Fecha de Colocación:	19-dic-12
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 consolidados auditados a diciembre 2012 según Normas NIIF y estados financieros internos e información adicional con corte a junio 2013, de **Corporación Azende S.A. y Dacorclay Cía. Ltda.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener la calificación de **“AA+” (Doble A Más)** y **mantener 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 calificación de riesgo de Corporación Azende mantiene una perspectiva negativa que refleja la actual posición financiera de la empresa, cuyos indicadores de endeudamiento y liquidez se han presionado en el último período, a partir de una contracción en la generación de resultados.

FECHA COMITE: 30/Agosto/2013

ESTADOS FINANCIEROS A: 30/Junio/2013

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.



Consideramos que la gestión operativa de Corporación Azende y Dacorclay se recuperaría en el segundo semestre del año, para alcanzar resultados positivos al menos similares a los del 2011. Esto a pesar de que los resultados del primer semestre del año 2013 aún no muestran una reversión de la tendencia observada durante el 2012, y al contrario, se presionan registrando resultados operativos negativos y una pérdida neta importante en este período.

Las expectativas positivas del segundo semestre del año se fundamentan en varios factores: a) La recuperación en las ventas de productos propios que generan márgenes importantes; b) La recuperación de volúmenes y renegociación de márgenes en uno de los productos de terceros, importante en las ventas de Corporación Azende; c) Mejores costos de producción gracias a procesos más eficientes que reducirán mermas y caducidad; d) Reducción en el gasto administrativo en relación al año anterior y al primer semestre del año, períodos en los que se registraron gastos extraordinarios.

Además, la recuperación de la gestión sería factible, una vez que se han superado temas coyunturales puntuales de mercado.

Corporación Azende se maneja en diversos mercados con marcas posicionadas, que a pesar de haber sufrido una contracción de ventas, han tenido la capacidad de sostener su participación y recuperar mercado con relativa facilidad. La amplia cadena de distribución de la Compañía se considera una de sus principales fortalezas, con capacidad de adaptarse a cambios en las líneas de negocio.

En relación al endeudamiento, y frente a la contracción de los resultados, desde al año 2012, Azende incurre en nueva deuda para financiar sus necesidades de capital de trabajo, sus inversiones en CAPEX, y la transferencia de fondos a empresas relacionadas.

La recuperación prevista del EBITDA, la venta de un activo fijo y el hecho de que no se prevén inversiones adicionales en CAPEX, nos permiten confiar en que la deuda financiera de Azende se reduciría hacia finales de año para alcanzar niveles de endeudamiento más apropiados que le devuelvan la flexibilidad financiera, necesaria frente a la volatilidad de su EBITDA.

El sistema financiero percibe a Corporación Azende como un buen sujeto de crédito, considerando su trayectoria histórica, lo que mitiga en alguna medida el riesgo de refinanciamiento.

Además, actualmente existe liquidez suficiente en el sistema financiero que se estima se mantendría al menos hasta finalizar el año 2013.

La perspectiva negativa de la calificación sería retirada hasta finales de año, siempre que Corporación Azende alcance resultados operativos y netos positivos, y que destine sus recursos a disminuir el nivel de endeudamiento actual; lo cual les permitiría adicionalmente recuperar sus niveles de liquidez, que ahora se muestran presionados. De no cumplirse las expectativas anunciadas, la calificación de riesgo del Emisor podría reducirse.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- Según escritura pública, con fecha 22 de enero del 2013, se aprobó la transformación de Corporación Azende Cía. Ltda. a Corporación Azende Sociedad Anónima, de acuerdo a la decisión de la Junta General de Accionistas.
- De acuerdo a la Resolución NAC-DGERCGC12-00832 publicada el 26 de diciembre de 2012, la tarifa específica para el cálculo del ICE en bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, y que se encuentra vigente a partir del 1 de enero del 2013, subió 85 centavos y es de **USD 6,93 por litro de alcohol puro**. El cálculo del ICE para bebidas alcohólicas, incluida la cerveza, considerará lo siguiente:

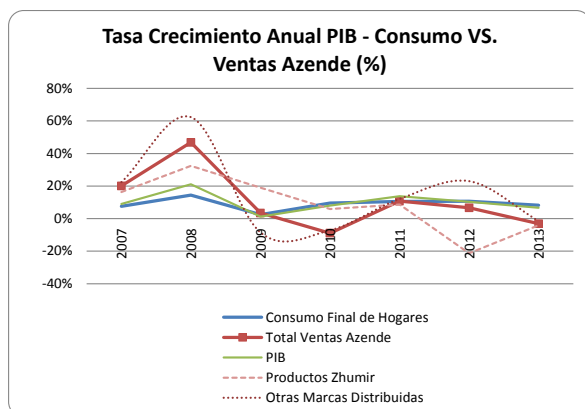
a) La tarifa específica de **USD 6,93** vigente **para el año 2013** que se aplicará sobre el total de litros de alcohol puro que contiene cada bebida alcohólica, para lo cual multiplicará el volumen en litros del licor, por el grado alcohólico. b) Adicionalmente, **si el precio ex fábrica o ex aduana por litro de bebida alcohólica supera los USD 3,60**, se deberá aplicar directamente la tarifa **ad valorem del 75%** sobre dicho valor. Si el precio ex fábrica o ex aduana es inferior al referido monto, no se realizará dicho cálculo. c) El **ICE** que se deberá pagar al momento de la desaduanización de las bebidas alcohólicas importadas o **en la primera etapa de comercialización en el caso de producción nacional**, será la sumatoria de los valores resultantes de las operaciones detalladas en los literales a) y b).

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.



■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



Fuente: BCE, Corporación Azende

Elaboración: BWR

*2007-2008: cifras Distribuidora Jucremo, 2009-2011: Corporación Azende, 2012-2013: Corp.Azende y Dacorclay.

Corporación Azende es una empresa que se dedica a la distribución de productos de consumo masivo en tres ramas principales: licores, bebidas no alcohólicas y lubricantes. Desde este punto de vista, a nivel macroeconómico se puede comparar el comportamiento de sus ventas con las variaciones del producto interno bruto (PIB) en general, y en específico, con el consumo de hogares, como variable del PIB.

Como muestra el gráfico anterior, hasta el año 2009 las ventas de Azende muestran relación con el movimiento de estas variables, aunque con tasas más altas de crecimiento. A partir del año 2010, las variaciones en las tasas de crecimiento de las ventas de Azende están afectadas por diversos factores específicos de cada producto y mercado, y dejan de ser comparables con la variación del consumo en general.

Se debe mencionar que Azende no distribuye artículos de primera necesidad; no obstante, son productos de alta aceptación y venta generalizada.

En el caso del mercado de licores en el Ecuador, desde el año 2010 éste pasó a ser un segmento altamente regulado por el Gobierno. Se han implementado políticas de aranceles a licores importados, impuestos al consumo local, horarios y días para el expendio.

En general, la demanda en este mercado se ha considerado inelástica, las variaciones de precios no han afectado sensiblemente a la demanda en períodos anteriores. Sin embargo, en el Ecuador en los últimos años las regulaciones que han impactado en precios, además, de un problema generalizado de licor adulterado en varias provincias del país, desestimuló la demanda disminuyendo las ventas del sector en 30% en el 2012.

La demanda de licor también depende de la capacidad adquisitiva de los consumidores, a pesar de que podría no ser sensible al precio, los consumidores en rangos de edad más bajos o con menor capacidad adquisitiva sí se desestimularían frente a un incremento de precios importante.

En el 2013 la demanda en el país se recupera lentamente, las marcas más grandes y mejor posicionadas han podido sostenerse en el mercado, frente a otras que tienden a desaparecer. La competencia es agresiva, no solo por la producción local e importaciones, sino también porque existe una porción de mercado que consume productos provenientes del contrabando. Si bien no hay una cifra exacta del volumen de ventas de este tipo, los productores consideran que su incidencia es importante, sobre todo a partir de los incrementos de precios.

En relación al segmento de bebidas no alcohólicas, en el que participa Azende con productos propios e importados, este es un mercado con alta competencia, sensible al precio y a la promoción publicitaria. Se estima que tiene bajas barreras de entrada y esto hace que cada vez existan más marcas y tipos de estos productos en un mercado relativamente pequeño.

En este caso, la demanda ha mostrado baja fidelidad a marcas, los competidores con mayor capacidad son los que pueden manejar amplias redes de distribución, precios y presentaciones dirigidos a segmentos específicos de mercado en segmentos económicos medios y altos.

Finalmente, el mercado de lubricantes en Ecuador maneja también niveles altos de competencia, aunque existen marcas líderes que son reconocidas por la calidad y están bien posicionadas. En los segmentos económicos medios y altos son menos sensibles a variaciones de precios, que al ser producto importado puede darse en función de variaciones en los precios del petróleo y de los impuestos a la salida de divisas. En este segmento Azende compite con otros lubricantes importados que enfrentan las mismas amenazas en cuanto a precios.

En función del 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.

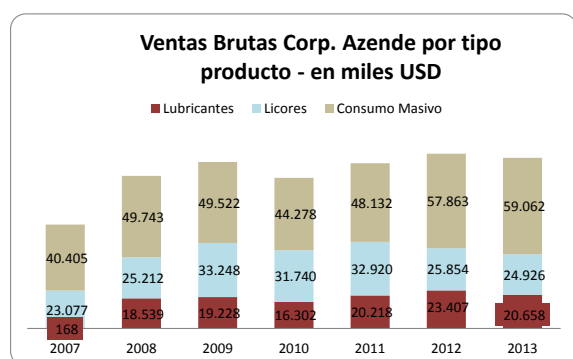
En resumen, la empresa emisora se desenvuelve en mercados con alta competencia, sensibles a



cambios en precios, a la accesibilidad de productos en las redes de distribución, a la promoción, y en el caso de licores a las regulaciones tributarias y de consumo de alcohol.

■ 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 para el manejo de distintos productos.



*Datos 2013: proyectados de jun-13. Fuente: Corporación Azende
Elaboración: BWR



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 junio 2013, la empresa cuenta con 797 empleados, 6 Directivos, 582 empleados administrativos y de ventas, y 209 operarios. Corporación Azende no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales significativos.

La provisión para jubilación patronal se encuentra al día, se la realiza en función de un estudio actuarial, según se menciona en los balances auditados.

POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Corporación Azende maneja en general marcas que son líderes del mercado y que están bien posicionadas.

En relación a los productos propios Zhumir y Vivant, de acuerdo a la última información proporcionada por el emisor a marzo 2012, los licores 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. Mientras que Vivant, ha ganado participación y sus ventas llegan a un 6% del total del mercado de agua embotellada.

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.

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 Nestea, una bebida de la marca Nestlé, que se maneja en un mercado competitivo. Si bien la intervención de este producto en las ventas de Azende representa un ingreso adicional a las ventas históricas de la Compañía, se ha requerido también de gastos de comercialización y distribución adicionales para mantener su posicionamiento en el mercado. A futuro, 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 Proallicarnic 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 está a cargo de una cadena de licorerías a nivel nacional.

El único negocio de Dacorclay es ahora vender los productos comprados a Corporación Azende. A su vez, el 70% de las ventas de Corporación Azende se realizan a Dacorclay. Es por esto que, desde el presente seguimiento se han considerado cifras financieras consolidadas de las dos empresas para el análisis de calificación. En el caso de AZENBEF, su operación es poco representativa frente al balance de las dos empresas consolidadas y no representa un riesgo evidente.

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; sin embargo, según el informe de auditoría consolidado este monto se considera una cuenta por cobrar a relacionadas y no una inversión, de esta forma lo hemos considerado en el análisis.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Corporación Azende es ahora una sociedad anónima con estructura de capital abierta. Al mes de junio 2013, la composición accionarial está conformada de la siguiente forma:

SOCIOS	Capital al 30 jun 13	%
HOLDING LAUHAT CIA. LTDA.	5.952	46,0%
COPREDI HOLDING 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 la Holding principal 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 con una parte de las utilidades generadas. En años anteriores han retenido entre un 60% y un 50% de las utilidades generadas en el año anterior.

■ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La estructura de propiedad de Corporación 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 y son quienes toman las decisiones estratégicas.

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.

Recientemente se realizó un cambio estratégico, de forma que el Presidente ejecutivo (representante legal de la empresa) también accionista mayoritario del Grupo, dejó el cargo de gerencia para ser parte del Directorio. Se contrató a una persona no vinculada a los accionistas, con experiencia en la empresa, para que cumpla con la función de director ejecutivo y representante legal.

De esta forma, se busca establecer mayor independencia entre la gerencia y los accionistas.

Las estrategias de negocio han sido orientadas a crecer en los mercados naturales de la empresa, y también al crecimiento en otros negocios. Históricamente esto ha significado transferencias de fondos a empresas relacionadas para el crecimiento del Grupo.

Sin embargo, las estrategias de corto plazo están focalizadas a fortalecer el negocio de Corporación Azende, con sus productos propios y con la distribución de marcas de los contratos preestablecidos.

Históricamente, Corporación Azende ha mantenido niveles de endeudamiento y liquidez, conservadores que le han otorgado flexibilidad financiera para enfrentar la volatilidad de su EBITDA. La deuda financiera sobre capitalización ha fluctuado entre el 24% y el 35% máximo.

Durante el 2012 y a junio-13, este indicador se ubica en el 45%, esta situación obedece a una contracción importante en los resultados más no a un cambio de políticas, tanto es así que frente a la expectativa de una recuperación de resultados, el índice de capitalización y aquellos de endeudamiento y liquidez irán regresando a los niveles históricos de acuerdo a las estrategias presentadas.

En cuanto a las provisiones de ley, la empresa realiza estudios actuariales para determinar beneficios de largo plazo en función de las normativas laborales, según menciona el informe de auditoría.

■ 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). Además, estados financieros restablecidos y



auditados por la firma PriceWaterHouseCoopers consolidados de Corporación Azende S.A. y Dacorclay Cía. Ltda. para los períodos 2011 y 2012. La información interina a junio 2013 también se ha analizado consolidada entre las dos empresas.

De la misma forma, la información proyectada considera cifras fusionadas entre las dos compañías relacionadas, en la proyección de los períodos 2013 - 2017.

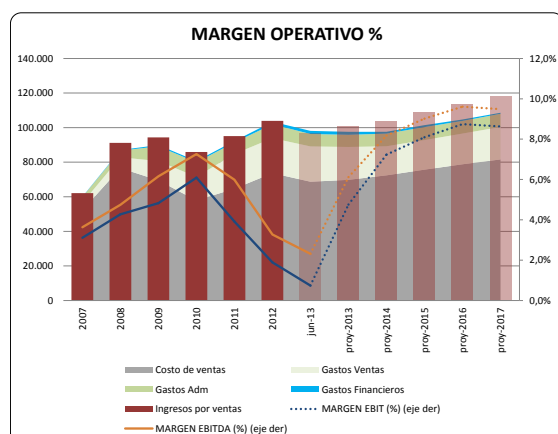
Antecedentes: Se debe mencionar que la información histórica 2007 y 2008, corresponde a Distribuidora Jucremo (emisor original en el mercado de valores). En el año 2009, las empresas Distribuidora Jucremo y Destilería Zhumir, pertenecientes al mismo grupo económico, decidieron fusionarse.

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.

A finales del año 2011, la Administración decidió hacer una división estratégica del negocio de Corporación Azende, de manera que Dacorclay, otra empresa del Grupo, comenzó a funcionar como operador logístico. Hasta el 2011, Dacorclay estaba a cargo de una cadena de licorerías de propiedad del Grupo.

Si bien contablemente, según informes auditados, se han fusionado los balances de Azende y Dacorclay en los años 2011 y 2012, el análisis histórico se ha realizado con balances individuales al 2011, fusionados al 2012 y junio 2013, para ser consistentes con la lógica del negocio más allá de la fusión contable.

■ Gestión Operativa



*Datos a jun-2013 anualizados sin considerar factores estacionales. Datos proyectados 2013-2017 entregados por Corporación Azende.

Según estaba previsto, las ventas de Corporación Azende en el año 2012 se desaceleraron y no alcanzaron los montos proyectados. En términos consolidados, entre Corporación Azende y Dacorclay las ventas al cierre del 2012 alcanzaron un monto de USD 103.8 MM, que significó un crecimiento de 6.65% anual.

Pese a que se esperaba un mejor desempeño durante el año 2013, en el primer semestre de este período las ventas consolidadas alcanzan un monto de USD 48.5 MM, el cual anualizado significa un decrecimiento de 6.5%. Las proyecciones analizadas estiman llegar a un monto anual de USD 100.6 MM, es decir, esperan que la contracción sea de 3.1%. Esto se fundamenta en la recuperación de ventas de licores, agua embotellada y lubricantes, y además, por ser el último trimestre del año estacionalmente de mayores ventas.

Varios factores incidieron para que la recuperación de montos de ventas no se dé en los primeros meses del año 2013. En general, fue un período de desaceleración económica influido por el proceso electoral del mes de febrero, que afectó sobre todo al segmento de licores.

En relación al segmento de bebidas no alcohólicas, las ventas esperadas de la marca Nestea no se dieron según lo proyectado, luego de afrontar una fuerte reacción de la competencia que posicionó rápidamente una nueva marca. Pese a que este producto, significaba para Azende ventas adicionales a las de su portafolio habitual, el fuerte requerimiento de gasto de promoción, descuentos y distribución, impactó en los márgenes operativos.

En cuanto a lubricantes, este es el tercer producto en importancia por volumen de ventas para Azende, el cual depende de las políticas que mantenga Shell para la importación y comercialización. En este caso, una falla operativa impidió a Azende realizar cambios de precios de forma inmediata, y el retraso en la distribución hizo que otras marcas ganen participación en el mercado.

Si bien este es un producto posicionado, la alta competencia hace que la empresa requiera de tiempo para volver a ganar participación.

Las perspectivas para el segundo semestre son positivas, considerando la estacionalidad del último trimestre del año y que se han superado los temas puntuales de lubricantes.

El margen bruto consolidado muestra una contracción de cerca de 3 puntos porcentuales desde el año 2011, como efecto combinado de lo



sucedido en cada segmento de negocio, especialmente en licores y lubricantes, donde el traspaso de incremento de precios por impuestos hacia el consumidor final, ha sido más lento de lo programado.

No obstante, se estima que los márgenes del negocio se recuperarán en el corto plazo, de forma que la proyección consolidada analizada considera que el margen bruto se recupere a 30.6% hasta finalizar el año. Este criterio se fundamenta en el crecimiento en ventas de los productos propios que tienen más margen y en la renegociación con proveedores de productos de terceros.

Además de la contracción del margen, la gestión operativa de Azende y Dacorclay en el 2012 y el primer semestre 2013 se afectó por una importante carga operativa, especialmente de gastos de comercialización, en los que Azende incurrió para poder sostener a Nestea en el mercado. A partir de la decisión de distribución del té, la Compañía armó una estructura de distribución para un volumen de ventas que no llegó a darse.

La carga operativa pasó de un promedio de 24% de gastos sobre ventas hasta el 2011, a 28.4% a junio 2013. Esto significó que el negocio debió sostener una estructura de gasto de mayor peso, con menores ventas.

Sin embargo, una de las fortalezas de Azende es la flexibilidad en el manejo de la carga operativa. Según la Administración, hasta el mes de junio 2013, ya se han reconocido gastos extraordinarios por la reducción del personal de ventas y se espera llegar a un índice más adecuado de gastos sobre ventas de 25% hasta el mes de diciembre.

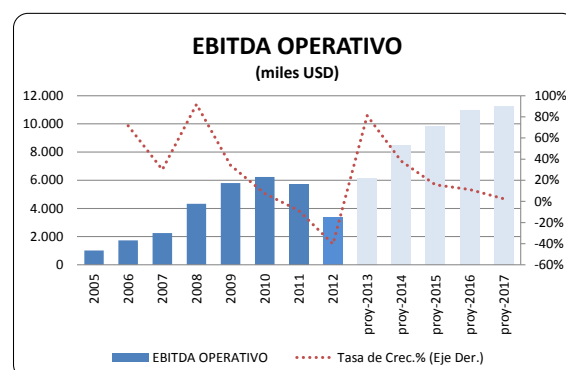
La proyección consolidada considera un gasto adicional no recurrente que se dará en el segundo semestre del año, por la contratación y puesta en marcha de un nuevo software financiero y contable que está previsto aportará a mejorar los procesos y la información.

En relación a los egresos no operativos, estos consideran principalmente el impuesto de salida de divisas, que en el caso de Azende no genera crédito tributario por ser importadora de productos de consumo. Al mes de junio 2013, el resultado consolidado no operativo fue negativo en USD 488 M.

De esta forma el resultado operativo antes de impuestos no fue suficiente para cubrir el gasto financiero que ascendió a USD 900 M, a junio 2013. El gasto financiero continúa creciendo

debido al incremento en el volumen de endeudamiento en los últimos meses.

El EBITDA operativo consolidado a junio 2013 ascendió a USD 1.1 MM, que si se anualiza significaría una disminución de 34% en relación al de 2012. No obstante, al considerar la estacionalidad del segundo semestre, la recuperación del margen bruto y operativo, y la no recurrencia de algunos gastos operativos, se espera una recuperación del EBITDA, el cual llegaría a un monto similar al alcanzado en el 2011.



Las proyecciones sensibilizadas, y siendo más conservadores, muestran que a partir de 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 que el gasto operativo mantenga su tendencia creciente.

De darse los factores mencionados, el negocio consolidado alcanzaría una utilidad neta después de impuestos, similar a la obtenida en el año 2011, de forma que los indicadores de rentabilidad serían positivos y cercanos al promedio histórico.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

Los Activos Totales de Corporación Azende y Dacorclay ascendieron a USD 61,934 M al mes de junio 2013. La distribución de activos según su plazo de realización es: 65.8% son de corto plazo y 34.2% son de largo plazo.

Entre los activos corrientes los más importantes son los inventarios (39%), las cuentas por cobrar (27%), cuentas a relacionada y otras cuentas por cobrar a terceros (18%).

Los inventarios al mes de junio 2013 ascendieron a USD 16 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 65 días, sin embargo al cierre del semestre hubo un incremento de días de rotación a 84 días promedio, lo que significó un requerimiento adicional de capital de trabajo.

La desaceleración de ventas influyó a que el negocio deba manejar inventarios más altos; sin embargo, la proyección estima que con la recuperación de ventas durante el segundo semestre el inventario disminuya a nivel de USD 10 MM, y los días de rotación bajen a 56 en promedio.

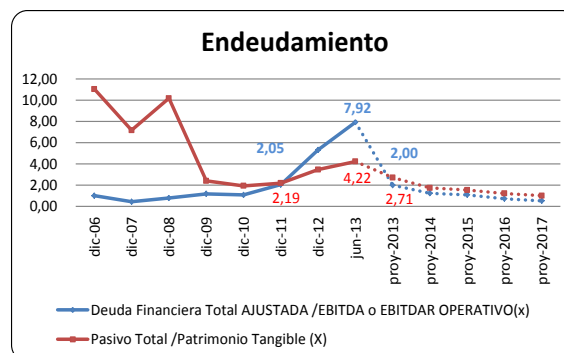
La cartera o cuentas por cobrar comerciales ascendieron a USD 11.2 MM. La cartera de terceros es diversificada, el mayor cliente representa menos del 10% de la cartera total. Los días de rotación promedio de la cartera comercial fueron 42 días a jun-2013 y se han mantenido estables. Las políticas de 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.

La proyección es más conservadora en relación a la rotación de la cartera, y espera una rotación algo más lenta (en promedio 51 días).

En el balance de Azende y en el consolidado existen otras cuentas por cobrar con empresas relacionadas que han mostrado una tendencia creciente en los últimos períodos, que corresponde a cuentas por cobrar a Distribuidora Profit del Perú principalmente. Para el presente análisis, se ha mantenido el criterio del auditor PWC de considerar a este rubro como una cuenta por cobrar de corto plazo.

El activo de largo plazo está conformado principalmente por la Propiedad, Planta y Equipo que representa el 31.4% del activo, y no ha mostrado variaciones significativas. Además, la Compañía cuenta con un activo clasificado como de inversión por USD 928 M, que corresponde a un terreno, el cual sería vendido en el corto plazo según la Administración.

ENDEUDAMIENTO



El negocio de Corporación Azende y Dacorclay se apalanca principalmente en deuda financiera con bancos locales y con emisiones en el mercado de valores.

El endeudamiento financiero se ha incrementado en los últimos años, productos de las necesidades extras de financiamiento para el capital de trabajo y por la contracción de la gestión operativa.

En el balance consolidado mantienen deudas financieras con cuatro 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 9.3 MM a la fecha de análisis. El financiamiento a través de mercado de valores ha permitido a la empresa apalancarse a mayor plazo disminuyendo el estrés en la liquidez en algunos períodos. 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 comercial con proveedores corresponde al 37% del pasivo total. El negocio ha manejado históricamente alrededor de 65 días de rotación de las cuentas por pagar; sin embargo, en el último tiempo ha incrementado a 78 días promedio. Esto lo consigue mantener buenas relaciones comerciales y así obtener flexibilidad en los plazos cuando se trata de requerimientos puntuales de financiamiento.

Con el incremento de la deuda financiero y la contracción del EBITDA en este período, los índices de endeudamiento frente a la gestión se incrementan sensiblemente. La deuda financiera total frente al EBITDA al mes de junio 2013 fue 7.92 veces. Este indicador es varias veces



superior al observado históricamente y responde a los eventos coyunturales ya mencionados.

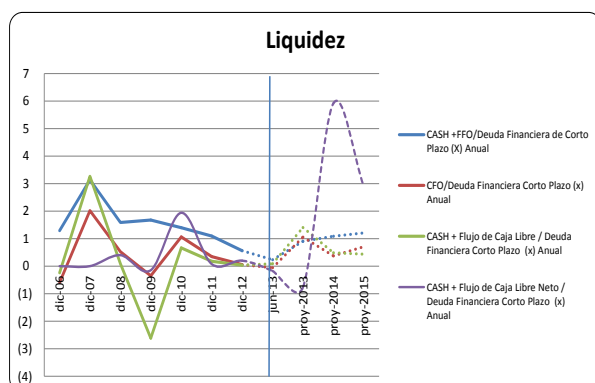
La recuperación de la gestión hasta finalizar el año, permitiría al grupo disminuir la deuda financiera hasta un monto entre USD 12 y USD 13 MM, que sería similar al que mantuvieron hasta el año 2011. De esta forma, el índice bajaría a nivel de 2 veces.

El indicador de pasivo sobre patrimonio tangible también muestra un incremento, este fue de 4.22 veces al mes de junio 2013. De igual forma, la proyección contempla disminuir este indicador hasta 2.7 veces.

No se esperan incrementos en activos fijos importantes en los años 2013 y 2014 que deban ser financiadas con más deuda.

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 similares a los del período 2011, en el corto plazo.

■ Capacidad de Pago y Liquidez



De acuerdo al gráfico, se puede observar que la liquidez consolidada del negocio ha sido volátil y ha dependido de diversos factores de sus líneas de negocio. Al mes de diciembre 2012 y junio 2013, el EBITDA se contrajo y de esta forma los flujos no son suficientes para cubrir la variación de capital de trabajo, el pago de impuestos y la inversión en activos fijos.

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.

Al mes de junio 2013, la empresa no requirió un flujo de financiamiento adicional; no obstante, se ve obligada a refinanciar toda la deuda de corto plazo.

Según la proyección, hasta finalizar el año 2013, el incremento del EBITDA y una variación de capital de trabajo positiva, gracias principalmente a la realización de los inventarios, muestra mejores índices de liquidez hasta diciembre de este año.

En general, el negocio de Corporación Azende ha sido históricamente generador 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 coyuntural de las principales líneas de negocio.

La expectativa de la calificación espera que la recuperación de la gestión operativa influya positivamente en la recuperación de los índices en el corto plazo.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

La emisión de papel comercial tiene garantía general, por tanto está garantizada con los activos de la empresa, es decir de Corporación Azende S.A. 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 junio del 2013, los activos totales de Corporación Azende ascendieron a USD 61,063 M. De este valor, USD 23,001 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 150 M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 37,912 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 9,335 M a junio 2013. De esta forma, sobre el monto de papel comercial propuesto existiría una cobertura de 12.64 veces los activos libres y sobre el monto total sumando las obligaciones vigentes, la cobertura sería de 4.06 veces a la fecha indicada.



ACTIVOS	Activos jun-2013	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	1.303		1.303		1.303
Cuentas por Cobrar	10.797		10.797		10.797
Inversiones temporales	205		205		205
Inventarios	15.361	10.244	5.117		5.117
Impuestos Anticipados	820		820		820
Pagos Anticipados	1.188		1.188		1.188
Propiedades	20.201	12.757	7.444		7.444
Activos Intangibles	150		150	150	0
Otras Activos Fijos	28		28		28
Inversiones Acciones	3.822		3.822		3.822
Otras Cuentas por Cobrar	7.191		7.191		7.191
					0
ACTIVO TOTAL	61.063	23.001	38.062	150	37.912
Segunda Emisión de Obligaciones	3.635				
Programa Papel Comercial	3.000				
Titularización Flujos Futuros circulación	2.700				
TOTAL OBLIGACIONES MERCADO	9.335				
Garantía General / Monto Emisión Papel Comercial					12,64
Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización					4,06

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	dic-12	jun-13
	(a)	(a)	(b)	(c)	(c)	(d)	(d)
RESULTADOS							
Ventas	62.123	91.212	94.320	85.890	95.132	103.878	48.518
% crecimiento	20,1%	46,8%	3,4%	-8,9%	10,8%	6,7%	-6,6%
Costos	-52.244	-76.585	-69.490	-57.865	-64.662	-73.669	-34.354
% crecimiento	19,5%	46,6%	-9,3%	-16,7%	11,7%	4,0%	-6,7%
MARGEN BRUTO (%)	15,9%	16,0%	26,3%	32,6%	32,0%	29,1%	29,2%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0	0	0
% crecimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.700	3.399	1.124
MARGEN EBITDA (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,0%	3,3%	2,3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.700	3.399	1.124
MARGEN EBITDAR (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,0%	3,3%	2,3%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones , Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gas	321	431	1.252	1.006	1.976	1.436	764
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.934	3.895	4.553	5.232	3.724	1.963	360
MARGEN EBIT (%)	3,1%	4,3%	4,8%	6,1%	3,9%	1,9%	0,7%
Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-857	-1.471	-900
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,2%	0,4%	0,8%	0,9%	0,9%	1,4%	1,9%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11,1%	17,1%	14,2%	11,2%	8,1%	8,2%	10,0%
Impuestos a la renta	-329	-916	-1.055	-1.134	-560	-766	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	18,1%	25,2%	31,8%	27,5%	23,7%	114,9%	0,0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	1,9%	2,5%	10,9%	8,7%	0,0%	26,2%	-2,7%
UTILIDAD NETA	1.494	2.712	2.267	2.989	2.114	-99	-1.028
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2,4%	3,0%	2,4%	3,5%	2,2%	-0,1%	-2,1%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	49,5%	50,3%	17,4%	14,9%	8,9%	-0,4%	-9,5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9,5%	11,4%	5,9%	6,3%	4,0%	-0,2%	-3,3%
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	4.090	1.336	-264
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	175	-1.805	-5.462	46	-2.118	-874	-614
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-544	-2.814	-1.201
Inversión en Activos Fijos	0	-2.780	-6.366	-2.134	-1.863	-3.277	-324
Otras Inversiones, Neto	75	-1.515	-551	-738	-652	0	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones(incluye ingresos y egresos no operativ	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-544	-2.814	-1.201
Variación Neta de Deuda Financiera	-755	2.400	3.466	-150	4.983	5.604	-242
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	6.474	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-92	642	-77	-900	-1.500	-650	559
Otros Financiamientos, Neto	-690	-386	-1.202	1.049	-2.500	-2.042	-534
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	529	-301	-198	1.169	439	98	-1.418
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH							
EBITDA OPERATIVO	2.255	4.326	5.805	6.238	5.700	3.399	1.124
(-) Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-857	-1.471	-900
(-) Impuesto a la renta del período	-329	-916	-1.055	-1.134	-560	-766	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período(ingreso manual diferenciando de total div	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.774	3.037	4.024	4.344	4.283	1.162	224
(-) Variación Capital de Trabajo	175	-1.805	-5.462	46	-2.118	-874	-614
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.949	1.232	-1.438	4.391	2.164	288	-390
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	41	106	427	423	0	174	27
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-931	-772	-193	0	-515
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-92	642	-77	-900	-1.500	-650	559
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-2.780	-6.366	-2.134	-1.863	-3.277	-324
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.898	-799	-8.385	1.008	-1.391	-3.464	-643
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-755	2.400	3.466	-150	4.983	5.604	-242
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-690	-386	-1.202	1.049	-2.500	-2.042	-534
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	6.474	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	529	-301	-198	1.169	439	98	-1.418
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	791	1.319	1.018	821	1.989	3.680	3.782
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	1.320	1.018	821	1.989	2.429	3.778	2.364
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1.319	1.018	821	1.989	2.477	3.782	2.365
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	0	0	0	-48	-4	0
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2,86%	3,33%	4,27%	5,06%	4,50%	1,12%	0,46%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.700	3.399	1.124
BALANCE							
Caja e Inversiones Corrientes	1.319	1.018	821	1.989	2.477	3.782	2.365
Activos Totales	17.179	30.401	46.449	47.984	53.905	61.482	61.934
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	986	2.555	2.895	4.533	6.196	8.830	12.119
Pasivo financiero Largo Plazo	0	831	3.957	2.169	5.488	9.222	5.691
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	986	3.386	6.852	6.701	11.684	18.052	17.811
Pasivos con Proveedores	11.136	18.652	11.571	10.137	10.185	14.704	14.956
Otros Pasivos	1.339	1.291	9.072	10.102	8.803	6.811	7.721
Pasivos Totales	13.462	23.329	27.494	26.940	30.672	39.568	40.488
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	3.718	7.072	18.954	21.044	23.234	21.915	21.446
Patrimonio Tangible	1.879	2.292	11.459	13.926	13.997	11.417	9.589
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.839	4.780	7.495	7.118	9.237	10.497	11.857
Capitalización ****	4.704	10.458	25.806	27.745	34.918	39.967	39.256
Pasivos contingente	0	0	0	5.933	7.733	7.733	7.733
GARANTÍA GENERAL							
Activos Pignorados	0	0	16.223	16.223	11.150	17.570	17.571
Activos diferidos	0	1.506	0	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	4.726	0	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	17.179	28.896	30.226	31.761	42.755	43.912	44.363
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	17.179	28.896	30.226	27.035	42.755	43.912	44.363
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	2.447	1.497	5.441	10.475	9.335
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	12	21	8	4	5
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13.744	23.117	24.180	25.409	34.204	35.130	35.490



EMPRESA: CORPORACIÓN AZENDE

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	jun-13
INDICADORES FINANCIEROS	(a)	(a)	(b)	(c)	(c)	(d)	(d)
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING							
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	14,86	11,59	7,98	8,21	6,65	2,31	1,25
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	14,86	4,14	-0,77	5,40	4,48	0,08	0,89
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	14,86	11,59	7,98	8,21	6,65	2,31	1,25
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	12,69	9,14	6,53	6,72	6,00	1,79	1,25
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	13,85	4,30	-0,98	6,78	3,52	1,20	0,57
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12,69	9,14	6,53	6,72	6,00	1,79	1,25
CFO/cargos fijos	12,85	3,30	-1,98	5,78	2,52	-1,73	-5,97
APALANCAMIENTO							
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0,44	0,78	1,18	1,07	2,05	5,31	7,92
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad fina	-0,15	0,55	1,04	0,76	1,62	4,20	6,87
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	0,56	1,11	1,70	1,54	2,73	15,54	39,74
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	21%	32%	27%	24%	33%	45%	45%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	2,7%	29,3%	3,9%	3,4%	3,6%	0,1%	1,3%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,07	0,15	0,25	0,25	0,38	0,46	0,44
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	7,17	10,18	2,40	1,93	2,19	3,47	4,22
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (x)	7,17	10,18	2,40	1,93	2,19	3,47	4,22
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (x)	0,53	1,48	0,60	0,48	0,83	1,58	1,86
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	10%	-38%	3%	40%	50%	75%	563%
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1,00	0,75	0,42	0,68	0,53	0,49	0,68
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,80	1,19	1,39	0,96	0,69	0,13	0,04
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	4,32	2,52	1,92	4,72	0,17	0,28
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	3,14	1,59	1,67	1,40	1,09	0,56	0,23
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2,02	0,52	(0,35)	1,06	0,35	0,05	(0,06)
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	1,75	-0,90	1,94	2,38	0,04	-0,48
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	3,26	0,09	(2,61)	0,66	0,18	0,04	0,09
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	0,62	-5,83	1,84	1,20	0,08	1,33
OTROS INDICES							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3.381	3.501	8.915	8.015	11.010	12.033	8.531
Liquidez Acida (x)	92%	81%	93%	87%	96%	90%	77%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	78%	66%	71%	68%	72%	59%	42%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	125%	111%	102%	104%	107%	101%	101%
Patrimonio / Activo Total (x)	22%	23%	41%	44%	43%	36%	35%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	6	7	7	7	8	9
Días de cuentas por cobrar	54	56	51	50	51	45	42
Rotación de inventarios (x)	12	10	7	5	5	5	4
Días de inventarios	31	37	53	66	66	72	84
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	4	6	6	6	5	5
Días de cuentas por pagar	77	88	60	63	57	72	78
Rotación Capital de Trabajo	15	22	8	7	6	6	8
Días de Capital de Trabajo	23	16	46	50	61	59	45
Días de Ciclo de Operación	15	11	3	(3)	1	14	(3)
Activo corriente / Pasivo corriente	125%	116%	147%	140%	151%	143%	126%

(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

DATOS GENERALES

	2011	2012	2013 prev. *
Inc. PIB (Año base 2007) %	7.50	5.01	4.05
PIB CORRIENTE (Mill USD)	77,832	84,682	90,326
Inc. PIB CORRIENTE%	14.78%	8.80%	6.66%
Inflación Anual %	5.41	4.16	3.93%
Total Ingresos	18,600	20,405	25,454
Total Gastos	22,342	24,642	30,515
Deficit / Superavit	(3,742)	(4,237)	(5,061)
Deuda Gobierno **	14,552	18,694	20,197
Deuda Interna **	4,506	7,781	7,866
Deuda externa **	10,046	10,913	12,331
Deuda total del Gobierno / PIB%	18.6%	25.0%	22.36
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12.8%	14.9%	13.65
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5.8%	11.0%	8.71
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99.75	91.82	96.39
Precio Programado Petroleo		79.3	84.9
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23.5%	20.6%	21.4%
Fuentes: Analisis Semanal			
Fuente Banco Central			
Debe tomarse en cuenta que la deuda menor a 360 dias el Gobierno no la contabiliza como tal			
** Datos a marzo 2013			
* Presupuestp del Estado para 2013			

ANTECEDENTE

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

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

SECTOR REAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



SECTOR EXTERNO

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

EXPORTACIONES USD 10,173mm (mayo 2013).

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

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

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

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

SECTOR PÚBLICO

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

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

INGRESOS

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

Fuente: Análisis Semanal

Elaboración BWR

EGRESOS

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

Fuente: Análisis Semanal

Elaboración BWR

Tributación:

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

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

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

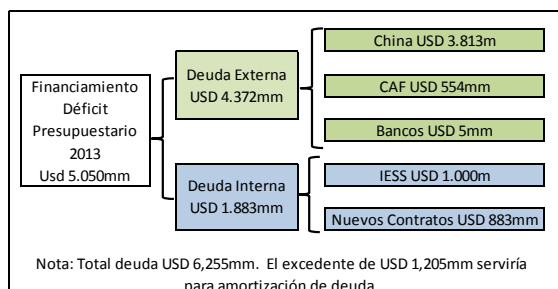
Gastos:

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

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

Los créditos recibidos tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a marzo 2013 la deuda total suma USD 20,197 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,866 millones y deuda externa de USD 12,331 millones registrando un incremento de diciembre 2012 a marzo 2013 del 12.36%. El porcentaje de la deuda PIB, por efectos del cambio en la matriz del presupuesto, bajaría de 25% en dic 2012 a 22.4% proyectada a dic 2013.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2013

Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

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

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

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

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

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

La **cobertura de provisiones a total cartera**, en este semestre, comparado con el año anterior, vemos que se ha fortalecido subiendo de 5.98% a 6.54%, debido a un mayor gasto de provisión en el periodo.

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

Cartera de Crédito

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

Se mantiene como principal rubro la cartera comercial 47%, seguida por cartera de consumo

35%; cartera de vivienda 8.3%; cartera micro empresarial 7.7%. La cartera de crédito educativo es aún muy pequeña.

Resultados USD 125 millones.

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

SECTOR PRIVADO

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

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

Actualmente están en carpeta de la Asamblea Nacional el trámite del Código del Trabajo; Ley de Aguas; Ley de Tierras; reformas tributarias, además de la aplicación de la Ley del Control del Poder del Mercado. Esta ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del Ejecutivo.

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

PERSPECTIVAS 2013

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

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales

socios. Se anuncia una nueva reforma tributaria con mayores cargas impositivas.

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

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

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

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

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

Elaboración: BWR, julio, 2013.

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