

Ecuador
Papel Comercial

CORPORACIÓN AZENDE S.A.

Seguimiento Calificación

Emisión de Papel Comercial	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión P/C USD 3 MM	AA-	AA en observación	30-may-14

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)	2012	2013
Activos	61.8	60.0
Ventas	103.8	98.8
Margen EBITDA (%)	3.2	2.3
ROA (%)	-0.1	3.0
Deuda /Capitalización (%)	45	35
CFO / Deuda Fin CP	0.03	0.29
Cash + FCL / Deuda Fin CP	0.04	1.14
Deuda Financiera Total /FFO (x)	15.5	128.7

*Cifras consolidadas Corporación Azende y Dacorclay

Actividad del Emisor: Producción de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, comercialización y distribución de productos de consumo masivo.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador;
(5932) 2269767 ext. 103
ppinto@bwratings.com

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

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A., decidió bajar la calificación de la presente emisión de AA a **AA- (doble A menos)** y retirar la observación a la calificación. Es necesario señalar que, en vista de que CORPORACIÓN AZENDE S.A. es la cabeza del Grupo, mantiene vínculos estratégicos, comerciales y financieros, y transfiere flujos a sus empresas relacionadas a través de inversiones y/o préstamos, la capacidad de pago del emisor debe determinarse con base en los estados financieros consolidados.

La decisión del Comité de reducir la calificación se fundamenta en la caída estructural de las ventas del emisor durante el año 2013 y en la consecuente disminución del EBITDA, lo cual ha venido presionando los indicadores de endeudamiento y liquidez, y por lo tanto, la flexibilidad financiera y la capacidad de pago del emisor.

La expectativa de que los contratos de distribución cancelados sean reemplazados por otros no se ha cumplido en los niveles esperados, y la deuda que se redujo como se esperaba hacia finales del 2013, volvió a incrementarse durante el primer trimestre de este año, a pesar de la generación de flujos operativos positivos, que financiaron nuevas inversiones. La calificación de AA- asignada a la emisión de papel comercial, incorpora su característica de corto plazo y la perspectiva de que se mantengan los niveles actuales de liquidez al menos durante este año, luego de la reestructuración de pasivos de corto a largo plazo. La calificación reconoce las fortalezas del negocio al tener productos propios bien posicionados y una amplia cadena de distribución, que durante el año, y a juzgar por el desempeño del primer trimestre 2014, tendría capacidad de incorporar nuevos productos, lo cual junto con los esfuerzos por reducir los gastos operativos, permitiría alcanzar una recuperación del EBITDA.

Por otro lado, la liquidez en este año, se fortalecería ya que la variación del capital de trabajo sería positiva por la contracción del negocio y el cambio de productos a distribuirse. Se esperaría que en este año la deuda se reduzca y los indicadores tanto de deuda como de liquidez se vayan liberando. El comportamiento a mediano plazo es menos predecible en vista de que los productos nuevos recién se están incorporando a la distribución del grupo y que algunos compromisos no están respaldados por contratos que prometan estabilidad.

Así mismo, el desempeño del emisor y del grupo a mediano plazo dependerá de la respuesta del mercado a las nuevas estrategias y a los nuevos productos, de la consolidación de una estructura de gastos más liviana, de la definición de políticas de endeudamiento y dividendos, de las políticas de transferencia de fondos entre empresas del grupo y otras relacionadas y de las decisiones de inversión.

FECHA COMITE: 30/Mayo/2014

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Marzo/2014

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.

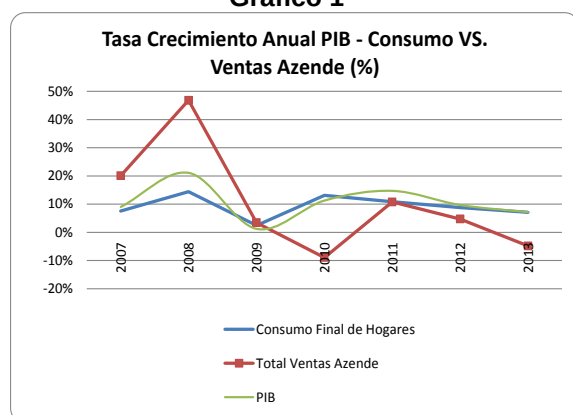


■ CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

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 2,315,000
No. Resolución:	SC-IMV-DJMV-DAYR-G-12-0007531
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

■ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

Gráfico 1



Fuente: BCE y Corporación Azende

Elaboración: BWR

*Variación de PIB en valores corrientes, variación de monto de ventas anuales de Corp. Azende.

El emisor opera en un mercado de productos de consumo masivo y bebidas alcohólicas e hidratantes. Las ventas de la empresa han tenido un comportamiento histórico similar al de la economía en general, con excepción de los años 2010 y 2013 que muestran una contracción de ventas mayor.

La economía ecuatoriana ha desacelerado su crecimiento en los últimos dos años, luego de un período 2011 cuando alcanzó un crecimiento de 14% (PIB en valores corrientes). En el 2013 el PIB creció 7.14%, con una perspectiva estable para el

2014, período en el que se espera un crecimiento similar.

El Consumo de Hogares, como componente del PIB, fue uno de los sectores más dinámicos de la economía hasta el año 2012, esto explicado por el incremento de la masa laboral en el sector público, mayor financiamiento para bienes de consumo y en general más liquidez de la economía. En el 2013, el Consumo creció en 7.07%, ligeramente por debajo de la tasa de incremento de la economía, de igual forma la perspectiva de crecimiento se mantiene estable para el 2014.

Una de las mayores preocupaciones del Gobierno Central fue el déficit de la Balanza Comercial, que se acentuó durante el año anterior, y cuyos efectos en la liquidez de la economía pueden ser importantes en especial en un sistema dolarizado como el ecuatoriano. De esta forma, se implementaron varias medidas regulatorias para controlar en algún porcentaje el movimiento de las importaciones, lo que se tradujo en menor dinamismo en las ventas de varias empresas comerciales, durante el último trimestre del 2013 y el primer trimestre del 2014.

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 cual no se ha recuperado en el último año.

La competencia es agresiva, no solo por la producción local de licores y por las 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, y en segmentos altos.

En cuanto a las bebidas no alcohólicas este es un mercado que también tiene alta competencia, es



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.

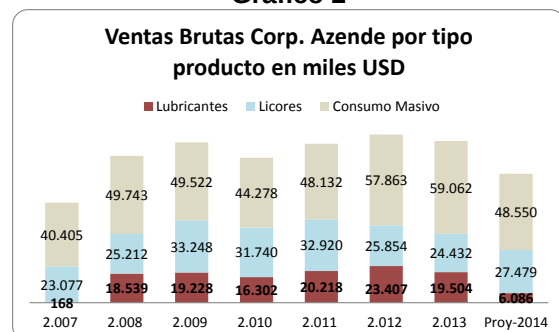
▪ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Corporación Azende es una empresa de larga trayectoria, que históricamente ha pasado por varios procesos de fusión y escisión, según las estrategias de sus administradores. Actualmente, es una empresa productora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, además de manejarse como una red de distribución para productos alimenticios de consumo masivo.

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.

Hasta el año 2013, Azende mantenía contratos de distribución exclusiva de dos marcas importantes y bien posicionadas. Si bien esta era una ventaja en relación al volumen de facturación, que le permitía a la empresa absorber los costos fijos, también existía un permanente riesgo de concentración, puesto que las ventas de estos productos representaban el 44% de las ventas totales de Azende. El contrato de distribución de Gatorade fue cancelado de forma anticipada durante el segundo semestre del 2013, cuando se realizó una venta de los derechos de distribución que Azende mantenía hasta el 2016, por lo que se generó un ingreso extraordinario como compensación. Este fue registrado en parte en el estado de pérdida de ganancias del 2013, más otros tres pagos en el período 2014-2016.

Gráfico 2



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

Los productos propios de Azende ganan participación en el total de ventas del grupo a partir de la cancelación de la distribución de Gatorade y lubricantes Shell. Las marcas propias Zhumir y Vivant mantienen una buena participación de mercado local, aunque se manejan en mercados de alta competencia.

De acuerdo a la última información proporcionada por el emisor, en el 2013 Zhumir cuenta con una participación de 30.2% en el mercado nacional, tomando en cuenta todo tipo de bebidas alcohólicas, esto significa un incremento de 3 puntos porcentuales en el último año. Si solamente se consideran las marcas de bebidas similares a Zhumir, la participación sube a 52.5% a nivel nacional. Mientras que Vivant, que opera en un mercado de mayor competencia, ha ido ganando participación, y sus ventas llegan a un 6% del total del mercado de agua embotellada, según datos del emisor.

El posicionamiento de la marca Zhumir 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, y se esperaría que se mantenga en el corto y mediano plazo, pues actualmente hay importantes barreras de entrada en el segmento de licores.

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 50% de la capacidad instalada, según datos de la Corporación. La planta es flexible para adaptarse a las necesidades del mercado sin mayores inversiones.

El grupo, a través de 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 del grupo 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 el grupo 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,



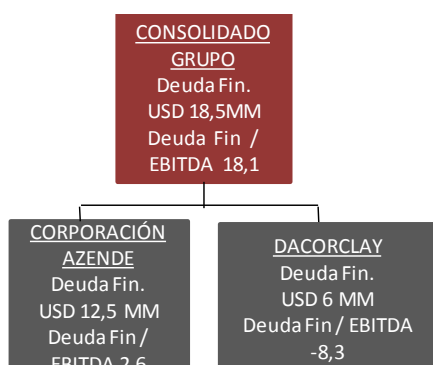
software administrativo, soporte técnico y administrativo.

Al mes de diciembre 2013, Azende cuenta con 343 empleados, 7 Directivos y el resto de empleados administrativos y de ventas, mientras que Dacorclay mantiene 665 empleados. El grupo 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.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Corporación Azende, es la cabeza del grupo empresarial. A continuación un cuadro con el endeudamiento del Grupo y de las dos principales empresas, con datos a marzo 2014:



Fuente: Corporación Azende
Elaboración: BWR

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%), ZJP productores Cía. Ltda (50%), y Proalicanic(fabricante de embutidos) (99.97%). Además una participación de 10% en la empresa Red Masdistribution S.A.

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 negocio de Dacorclay es vender los productos comprados a Corporación Azende y los adquiridos directamente de otros proveedores. Debido a la transferencia de flujos 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.

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 marzo 2014, la composición accionarial está conformada de la siguiente forma:

SOCIOS	Capital en miles USD	%
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%

Fuente: Corporación Azende
Elaboración: BWR

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 estrategia de negocio actual, luego de la finalización de los contratos de distribución con los productos más grandes por volumen de ventas, se dirige a potenciar las líneas propias mediante la diversificación de productos y mercados.

En el caso de las líneas de terceros, se busca productos de buena rotación con altos volúmenes y buen margen, para que puedan absorber los costos fijos con una mayor facturación. Actualmente, la empresa cuenta con algunos contratos nuevos de distribución que aún no se evidencian en las cifras de ventas del primer trimestre, pero cuentan con buenas perspectivas en el corto y mediano plazo.

Otra estrategia importante se refiere al manejo del gasto operativo, el cual se estima podría disminuir en el año 2014, luego de realizar una reestructura del área comercial, además de verificar procesos para disminuir desperdicios de inventarios. El objetivo es acoplar la estructura comercial a la actual realidad de la empresa y ganar eficiencia en la cadena de distribución.

En relación al 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, 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.

Históricamente, la empresa muestra cambios frecuentes en las estrategias corporativas del grupo, con diversos procesos de fusión y escisión entre las empresas del Grupo, motivadas por los cambios en el mercado y en las regulaciones. Se han realizado transferencias de flujos a empresas relacionadas por accionistas con fines de expansión del negocio, las cuales han sido reportadas y

algunas no han tenido los retornos esperados, lo que se refleja en cuentas por cobrar no comerciales en el balance de Corporación Azende, y en el consolidado. Como una sensibilidad en el análisis, estas cuentas han sido restadas al patrimonio para el cálculo del patrimonio tangible.

Durante el último trimestre 2013 y el primer trimestre 2014, se ha producido cambios de personal administrativo a nivel gerencial y cambios del sistema operativo. La transición ha influido en la calidad y puntualidad en la entrega de la información utilizada para el presente análisis. Debe mencionarse además, que las empresas del grupo han experimentado cambios frecuentes de auditor externo en los períodos analizados.

▪ 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, y estados financieros auditados de Corporación Azende individual y Corporación Azende más subsidiarias, por la firma OHM & CO. Cía. Ltda. Auditores y Consultores a diciembre 2013. La información interina a marzo 2014 se ha analizado individual y consolidada entre Azende y subsidiarias.

De la misma forma, la información proyectada considera cifras fusionadas entre las dos compañías relacionadas, en la proyección de los períodos 2014-2016.

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.

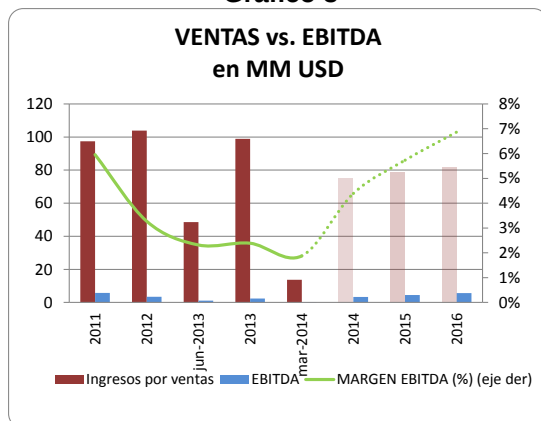
En el presente reporte, la información histórica antes del 2009 corresponde solamente a Distribuidora Jucremo, los períodos 2009 y 2010 considera estados financieros de Corporación Azende. Para el período 2011-marzo 2014 se han considerado cifras consolidadas Corporación Azende y sus subsidiarias, según cifras auditadas y balances interinos consolidados a marzo 2014.



En vista de que CORPORACIÓN AZENDE S.A. es la cabeza del Grupo y transfiere flujos a sus empresas relacionadas a través de inversiones y/o préstamos, la capacidad de pago del emisor se determina con base en los estados financieros históricos desde el 2011 y proyectados consolidados, aunque también se ha revisado los estados financieros individuales del emisor.

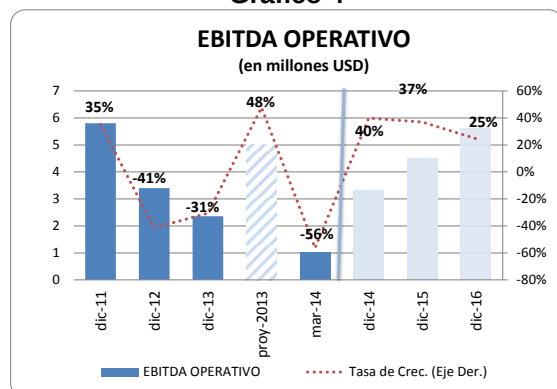
■ Gestión Operativa y Tendencias

Gráfico 3



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

Gráfico 4



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

*Datos proy-2013 corresponde a la proyección del EBITDA utilizada en el anterior seguimiento. Datos mar-14 EBITDA del primer trimestre anualizado sin considerar factores estacionales.

Corporación Azende es una empresa que ha pasado por varios procesos de cambio en su estructura y la de sus relacionadas. Su negocio está dividido entre la fabricación de productos propios, los cuales están bien posicionados en sus respectivos segmentos de mercado, y la distribución de productos de terceros, cuya venta en altos volúmenes le generaba un ingreso y margen importante.

No obstante, en los últimos 3 años analizados, la generación del EBITDA se ha visto afectada por diversas condiciones del negocio. En relación a la producción propia, esta es en general estable y

maneja los márgenes más altos. En cuanto a los productos de terceros, los más importantes que eran Gatorade y Shell, hasta el año 2013 generaban menores márgenes para Azende, pero su alto volumen de ventas permitía la absorción de parte del costo fijo. De forma que, hasta antes de la finalización de los contratos de distribución de estos dos productos, Azende manejaba un EBITDA positivo, con resultados operativos que cubrían el gasto financiero y de impuestos.

Otro factor importante que influyó en la volatilidad del EBITDA de los últimos períodos, fue la decisión estratégica de embotellar y distribuir las bebidas de marca Nestea. Cuando esta decisión se tomó, las perspectivas de crecimiento en volumen de ventas para Azende eran significativas, de forma que se esperó un aumento de hasta 40% en la facturación.

Sin embargo, por temas de mercado, el producto no alcanzó los objetivos esperados y muy rápidamente perdió su participación frente a una fuerte competencia. Azende realizó una inversión en infraestructura comercial para poder soportar el volumen esperado de ventas de Nestea, pero al no cumplirse las expectativas, tuvo que asumir una carga operativa mayor.

Se reconoce la fortaleza de la empresa, en relación a ser una comercializadora, con un nivel de flexibilidad en su estructura, que puede contraerse en un tiempo relativamente corto. Aun con esta condición, y luego de terminar con los contratos de los dos mayores productos distribuidos, Azende está pasado por un momento de transición en el 2014, en el cual por una parte requiere ser más eficiente y disminuir el gasto operativo frente al de años anteriores, y por otro lado, necesita reemplazar las líneas de productos para la distribución.

En ese sentido, la Administración actual ha buscado nuevas oportunidades a partir de la fortaleza de la empresa que es su cadena de distribución. Se han realizado ya algunos convenios para distribuir algunos productos que manejan alta rotación y un adecuado margen. Al mes de marzo 2014, esto todavía no se ve reflejado, y las ventas de este trimestre son bajas en relación a otros períodos. Si se anualiza, sin considerar factores estacionales ni estratégicos, las ventas del primer trimestre reflejarían una contracción de 44% en este año.

Si bien se estima que la empresa tiene capacidad de reemplazar los productos con alguna facilidad, según las proyecciones sensibilizadas que se utilizaron para este análisis, se espera que las

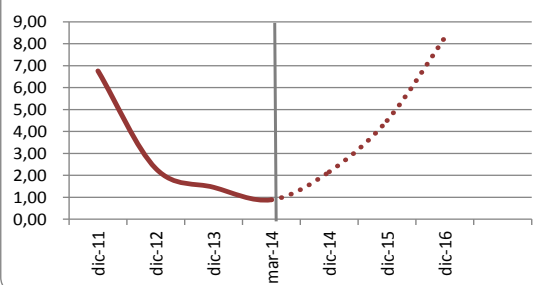


ventas de Azende (y subsidiarias) en el año 2014, tengan una disminución de 24% anual. Además, se espera que los productos propios vayan ganando más participación en el total de ventas de la empresa, y dado que estos manejan mayores márgenes, el margen bruto general de la compañía se incrementa en alrededor de 5 puntos porcentuales en comparación al del 2013.

Se estima también que la empresa podría disminuir los gastos operativos en un porcentaje de hasta 10% en el 2014, considerando que en el primer trimestre del año ya se refleja un gasto más bajo en relación al del año anterior.

Gráfico 5

EBITDA / Gasto Financiero del período



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

La relación del EBITDA frente al gasto financiero ha disminuido en los años analizados, a medida que la generación operativa ha sido menor, y el gasto financiero se ha mantenido porque la empresa no ha podido bajar el nivel de endeudamiento. Al mes de marzo 2014, el Grupo contrató una nueva deuda financiera a largo plazo, la cual genera un gasto mayor. La perspectiva según las proyecciones es más positiva a partir del 2015 cuando se espera una mayor recuperación del EBITDA.

En cuanto a los ingresos no operativos, el principal en el año 2013 correspondió al pago por compensación por el término anticipado del contrato de distribución de productos Gatorade, el cual se dividió en cuatro pagos que serán recibidos por Azende en el período 2013-2016.

El resultado neto al finalizar el año 2013 fue USD 1.8 MM, en balance consolidado, en parte soportado por el ingreso extraordinario explicado en el párrafo anterior. Bajo las premisas establecidas y considerando que el año 2014 será un período de ajuste para Azende, se estima que la empresa obtendría un resultado neto igual o menor al del 2013, en el presente año, y a partir del 2015 se puede esperar una mayor recuperación, aunque se cree difícil que la empresa en las condiciones

actuales, llegue a generar resultados similares a los históricos previos al año 2012.

■ Estructura del Balance

ACTIVOS

	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14
Total Activo Corriente	63%	65%	65%	60%
Fondos Disponibles e inversiones	7%	6%	7%	13%
CxC Comerciales	21%	21%	20%	11%
Inventarios Neto	24%	24%	22%	20%
Otras cuentas por cobrar	9%	11%	11%	13%
Gastos anticipados	0%	1%	4%	4%
Otros activos				
Total Activo No Corriente	37%	35%	35%	40%
Propiedades	33%	32%	32%	37%
Inversiones Emp. Relac.	1%	1%	1%	1%
Activos Intangibles	1%	0%	0%	0%
Total Activo	100%	100%	100%	100%

Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

PASIVOS

	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14
Total Pasivo Corriente	40%	45%	48%	40%
Deuda Financiera CP	12%	14%	13%	12%
Deuda Comercial	20%	24%	25%	19%
Otros Pasivos CP	8%	7%	10%	9%
Total Pasivo LP	18%	19%	12%	21%
PATRIMONIO	42%	36%	40%	38%

Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

FLUJO DE CAJA, ENDEUDAMIENTO Y TENDENCIAS

El Flujo de Caja Libre (FCL) generado por Azende al finalizar el 2013 fue de USD 500M, este flujo positivo estuvo apoyado en una variación de capital de trabajo positiva, además del ingreso no operativo de USD 3.5 MM por el contrato de Gatorade. Este es un período extraordinario en el que sucedieron temas que no son parte del giro normal del negocio. Para el año 2014, se espera que la empresa genere un EBITDA positivo que cubra los gastos financieros y de impuestos del período.

Además, con la perspectiva de una reducción de ventas, se espera que las necesidades de capital de trabajo disminuyan y la variación sea positiva en el año por una mayor utilización del inventario.

El pago acordado por el tema relacionado con Gatorade genera un flujo no operativo de USD 3.1 MM distribuidos en los siguientes tres años. De esta forma la empresa tendría un Flujo de Caja Operativo (CFO) positivo en los siguientes años que le permitirían cubrir sus necesidades de



CAPEX y un pago de dividendos similar al del año 2013.

Como se puede observar en el *gráfico 6*, en el 2011 la empresa tenía un flujo de fondos operativo positivo que fue suficiente para cubrir una variación de capital de trabajo negativa en un momento de crecimiento de ventas, no obstante, el pago de dividendos, las inversiones en CAPEX y el flujo hacia otros activos, requirió un incremento en la deuda financiera. Esto también ocurrió en el año 2012, y para el período 2013, con una variación de capital de trabajo positiva y el ingreso no operativo extraordinario, la empresa pudo cancelar USD 4.6 MM de deuda financiera.

Al mes de marzo 2014, si bien el EBITDA se contrajo, la variación de capital de trabajo positiva en USD 3.8 MM y un pago por ingreso no operativo de USD 700 M, le da un flujo importante a la Compañía. Este flujo positivo es utilizado para financiar nuevas inversiones. En este mismo período, la empresa decide obtener nuevo financiamiento a través de una deuda bancaria de largo plazo, la misma que servirá en parte para reemplazar deuda financiera de corto plazo, el papel comercial que está próximo a vencerse en el mes de noviembre, y para capital de trabajo que financiará cartera en mayor plazo. En un escenario con estrés, en el 2014 bajo las premisas de generación del EBITDA, el decrecimiento de ventas y mayores facilidades de financiamiento a la cartera, la compañía podría tener un requerimiento de capital de trabajo más alto.

corporativo, con garantías reales y en plazos entre 180 días y 6 años. En el mes de marzo 2014, la empresa adquirió un nuevo préstamo por USD 6 MM, el cual servirá para reemplazar parte del pasivo de corto plazo y para financiar capital de trabajo.

La deuda en mercado de valores asciende a marzo 2014 a USD 7.31 MM, que corresponde a USD 2.3 MM del programa de papel comercial sujeto de este estudio, USD 1.9 MM de la titularización de flujos futuros, donde Azende es el originador, y una emisión de obligaciones, calificada por otra firma, por USD 2.7 MM.

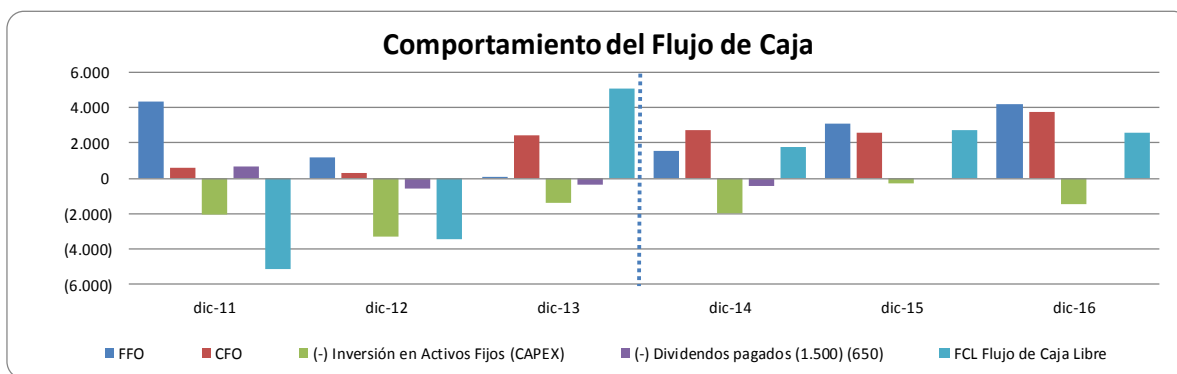
Otro pasivo de largo plazo lo constituyen las provisiones y reservas para jubilación patronal y desahucio, que significan el 6% del pasivo total. Según información del Auditor, la Compañía cuenta con estudios actuariales realizados por peritos independientes, y realiza el gasto de provisión en función de ellos.

Deuda Financiera: Vencimientos

al 31 de marzo del 2014	Miles USD
Pagos Corrientes	8.092
Dos Años	4.634
Tres Años	5.366
Cuatro Años	1.500
Cinco Años	375

Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

Gráfico 6



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

La deuda financiera de Azende al mes de marzo 2014 llegó a un monto de USD 18.6 MM, de los cuales el 40% está en el corto plazo y el 60% fue financiado a largo plazo.

La deuda bancaria fue otorgada por seis instituciones financieras, con tasas de interés similares al promedio del sistema en el segmento

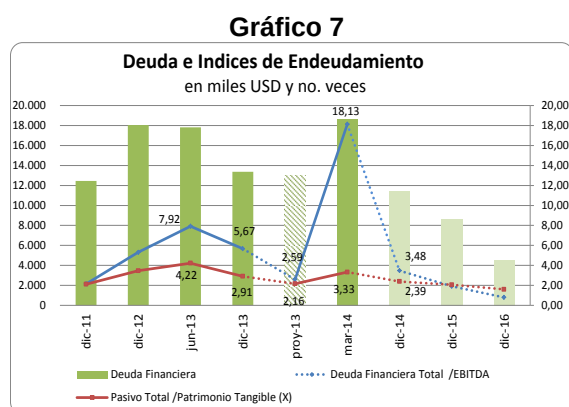
En cuanto a otros contingentes, según el informe de auditoría externa del 2013, existen contingentes tributarios y legales por un monto total de USD 2.1 MM, con cifras a diciembre 2013.

Azende es una empresa que históricamente mantuvo niveles bajos de endeudamiento sobre



EBITDA por su alta capacidad de generación de flujos y los bajos requerimientos de inversión en infraestructura; no obstante, en la actualidad la empresa genera un EBITDA menor y mantiene un volumen mayor de deuda frente a otros períodos.

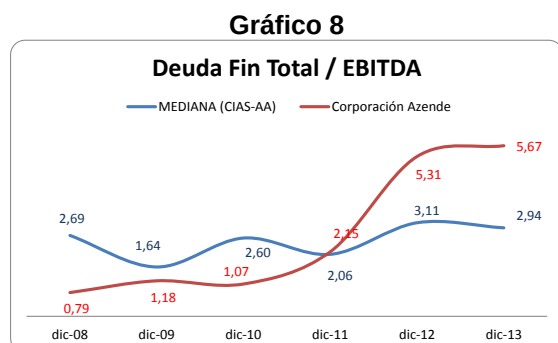
De esta forma, el índice de deuda financiera sobre EBITDA a diciembre 2013 fue 5.67 y a marzo 2014 fue 18.1 veces. En el *gráfico 7* se puede observar la tendencia del indicador, el cual bajo las premisas de proyección del EBITDA podría disminuir en el 2014 y, en los períodos siguientes, llegar a niveles menores a dos veces.



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

Se estima que el indicador del mes de marzo 2014 es coyuntural, al ser un período estacionalmente más bajo en ventas y resultados, además que el índice se afecta por el momento en el que incrementó la nueva deuda financiera que ingresó en ese mes.

Al finalizar el año 2014, se espera que la empresa llegue a un indicador de 3.5 veces, bajo las premisas analizadas, siempre que no existan nuevos requerimientos de financiamiento y se mantenga el nivel de EBITDA calculado.



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

*Mediana calculada de indicadores de empresas calificadas en escala AA por BWR

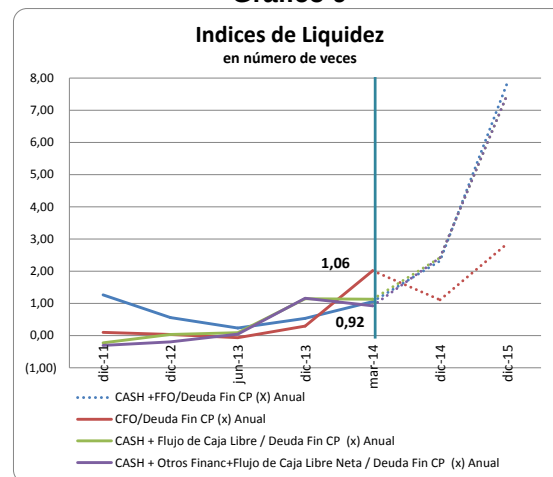
** Información 2008-2010 solo Corporación Azende, 2011-2013 Corporación Azende y relacionadas.

El índice de deuda frente al patrimonio tangible presenta un comportamiento histórico más estable,

el patrimonio se ha fortalecido con la incorporación del una parte de las utilidades generadas. No se conoce cuál será la política futura de reparto de dividendos, en las proyecciones se han considerado valores similares a los del año 2013.

Capacidad de Pago y Liquidez

Gráfico 9



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

El nivel de liquidez de Azende observado en el mes de diciembre 2013 y marzo 2014, es alto, dado que la empresa se encuentra en un momento de contracción del negocio en el que se están liberando recursos, y además, a partir de la contratación de nueva deuda, cuyo flujo ingresó al balance del Grupo en el mes de marzo y esos recursos todavía no han sido utilizados.

La estrategia de la Administración quiere dirigirse hacia la obtención de mayor plazo con los proveedores, que le permitan financiar a su vez mejores plazos para los clientes. Esto, más la inyección de recursos provenientes de la nueva deuda, permitirían a la empresa mantener una mayor liquidez.

Según los indicadores de liquidez al mes de diciembre 2013 la empresa alcanzó un flujo de caja libre (FCL) positivo que sumada la caja pudo cubrir el total de la deuda de corto plazo registrada en ese momento. Al mes de marzo 2014, este índice fue de 92%.

Según las proyecciones analizadas, y bajo un escenario de contracción de ventas, la empresa podría mantener en el corto y mediano plazo, una liquidez que le permita cubrir la deuda corriente en cerca del 100%, de forma que bajo tales condiciones, la empresa no requeriría refinanciamiento en los años 2014 y 2015.



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

Fecha de corte	mar-14
Activo Líquido (USD M)	1.281,43
Activo Ajustado (USD M)	48.616,27
Activo Total (USD M)	54.963,75

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gta General (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	6.965,32	6.965,32	0,18	6,98
2da	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	5.579,11	12.544,43	0,10	3,88
3era	Deuda sin garantía específica de balance	19.190,77	31.735,20	0,04	1,53
TOTAL		31.735,20	31.735,20	0,04	1,53

Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

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

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

Resguardos

A más de los resguardos de Ley, los cuales cumple el emisor, la emisión analizada en circulación no cuenta con resguardos adicionales.

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

Esta es la tercera experiencia del emisor en el mercado de valores ecuatoriano. El emisor ha cumplido en tiempo y forma con los pagos de todas sus obligaciones en mercado de valores. Las emisiones vigentes en el mercado de valores se detallan a continuación:

Papel Comercial			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Primera Emisión USD 3 MM	AA -	BankWatch Ratings S.A.	30-may-14

Emisión de Obligaciones			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Segunda Emisión USD 5 MM	AA+ en observación	Pacific Credit Rating	27-may-13

Titularización de Flujos Futuros Originados			
Título Valor	Calificación	Calificadora	Fecha Calificación
Primera Titularización Flujos Futuros USD 6 MM	AA -	BankWatch Ratings S.A.	30-may-14
*Corporación Azende Originador			

BWR no es responsable por las opiniones de otras calificadoras.

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.



CORPORACIÓN AZENDE Y SUBSIDIARIAS

(Miles de USD)	dic-11	dic-12	jun-13	dic-13	mar-14
Resumen de Resultados					
Ventas	97.399	103.878	48.518	98.858	13.723
% crecimiento	0,0%	6,7%	-6,6%	-4,8%	-44,5%
MARGEN BRUTO (%)	27%	29%	29%	29%	44%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.802	3.399	1.125	2.359	257
MARGEN EBITDA (%)	6,0%	3,3%	2,3%	2,4%	1,9%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	5.802	3.399	1.125	2.359	257
MARGEN EBITDAR (%)	6,0%	3,3%	2,3%	2,4%	1,9%
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	3.687	1.963	360	554	(45)
MARGEN EBIT (%)	3,8%	1,9%	0,7%	0,6%	-0,3%
Gasto Financiero del período	(858)	(1.471)	(900)	(1.620)	(290)
Impuestos a la renta	(617)	(766)	0	(635)	0
UTILIDAD NETA	1.864	(99)	(1.028)	1.846	228
Resumen Balance					
Caja y Equivalentes de Caja	3.680	3.782	2.365	4.281	8.044
Capital de Trabajo	13.455	12.663	12.311	10.449	7.338
Cuentas por Cobrar Comerciales	11.353	12.666	11.267	12.345	6.733
Inventarios	12.944	14.701	16.000	13.274	12.480
Cuentas por Pagar Proveedores	10.843	14.704	14.956	15.170	11.875
Deuda Financiera Total	12.448	18.052	17.811	13.372	18.652
Otros Pasivos	4.954	4.679	5.525	6.213	5.948
Patrimonio	22.876	21.915	21.446	24.386	24.061
Patrimonio Tangible	8.127	6.811	7.721	8.522	8.291
Resumen Flujo de Caja					
EBITDA OPERATIVO	5.802	3.399	1.124	2.359	257
(-) Gasto Financiero del período	-858	-1.471	-900	-1.620	-290
(-) Impuesto a la renta del período	-617	-766	0	-635	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	4.327	1.162	224	104	-33
(-) Variación Capital de Trabajo	-3.708	-874	-614	2.288	3.807
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	619	288	-390	2.392	3.774
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	0	174	27	3.546	722
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-348	0	-515	0	-159
(+) (-) Ajustes no operativos que no implican flujo	0	0	0	-97	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-1.500	-650	559	625	-553
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-2.031	-3.277	-324	-1.392	-3.675
(-) Activos Diferidos, Intangibles y otros	-1.845	0	0	0	-3
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-5.106	-3.464	-643	5.074	107
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	4.742	5.604	-242	-4.680	5.280
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-517	-2.042	-534	104	-1.558
OTRAS INVERSIONES NETO	196	0	0	0	-66
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	1.039	0	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	354	98	-1.418	499	3.763
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	2.409	3.680	3.782	3.782	4.281
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	2.763	3.782	2.365	4.281	8.044
Indicadores					
FFO/cargos fijos (intereses período + cuota leasing) flexibilidad financiera (x)	6,04	1,79	1,25	1,06	0,89
EBITDAR/cargos fijos (intereses y cuota leasing del período) (x)	6,76	2,31	1,25	1,46	0,89
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	6,76	2,31	1,25	1,46	0,89
Deuda Financiera Total AJUSTADA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual - flexibilidad	2,15	5,31	7,92	5,67	18,13
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA / EBITDA o EBITDAR OPERATIVO (x) Anual - fle	1,51	4,20	6,87	3,85	10,31
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	35%	45%	45%	35%	44%
CASH + FFO / Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	1,26	0,56	0,23	0,54	1,06
CFO / deuda financiera de corto plazo (x) Anual	0,10	0,03	(0,06)	0,29	2,01
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,22)	0,04	0,09	1,14	1,13
CASH + Flujo de Caja Libre NETO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	(0,31)	(0,20)	0,05	1,16	0,92