

Ecuador
 Emisión Obligaciones

CORPORACIÓN AZENDE CIA. LTDA.

Calificación – Tercer Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Última Revisión
Emisión de Obligaciones	AA	AA- (observación)	nov-09

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Corporación Azende Cía. Ltda.
Monto por Colocar:	USD 3.000.000
Fecha Aprobación SIC:	04-feb-09
Fecha Colocación:	12-mar-09
Monto Colocado:	USD 3.000.000
Monto en Circulación:	USD 2.252.000
Plazo:	1.080 días (3 años)
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial (BCE) más 2 puntos porcentuales, reajustables cada 90 días.
Pago de Interés:	Trimestral
Modalidad Cálculo Pago:	365 / 365
Amortización:	Pago de capital semestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución Pasivos y Capital de Trabajo
Calificadora de Riesgos:	BankWatch Ratings S.A.
Agente Estructurador:	Oblicorp Cía. Ltda.
Agente Colocador:	Combursatil Casa de Valores S.A.
Agente Pagador:	Lloyds TSB Bank sucursal Ecuador
Rep. Obligacionistas:	Polit & Polit Abogados S.C.C.

Contactos

Sebastián Baus
 (593 2) 254 83 93
sebastian.baus@bankwatchratings.com

Lorena Oliva
 (593 2) 254 83 93
l.oliva@bankwatchratings.com

Perfil

La compañía Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cía. Ltda. (JUCREMO) se constituyó en Cuenca en 1999, teniendo como objeto principal la compra venta, importación y exportación al por mayor y menor de productos de consumo y lubricantes. La red de distribución de la compañía abarca alrededor de 57.000 puntos de venta a nivel nacional a los cuales atiende en un 50% con canales propios y el resto son co-distribuidores terciarizados.

Distribuidora JCC y Destilería Zhumir decidieron emprender un proceso de fusión por absorción el cual culminó en diciembre 2009. La empresa fusionada cambió el nombre por Corporación Azende y su objeto social es tanto la producción de licor y bebidas no alcohólicas, como la distribución.

FECHA COMITE: Mayo/31/2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo, 2010

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de Bankwatch Ratings decidió retirar la calificación “en observación” y subir desde AA- (Doble A menos) a **AA (Doble A)** la calificación de riesgo de la emisión de obligaciones de Corporación Azende Cía. Ltda., antes Distribuidora Jucremo Cía. Ltda. De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores: **“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”**

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

La decisión del Comité se fundamenta en los siguientes argumentos:

En el último seguimiento de calificación realizado a la emisión de obligaciones de Distribuidora de Productos Jucremo Cía. Ltda., hoy Corporación Azende Cía. Ltda., el Comité decidió colocar la calificación de la emisión de obligaciones en observación debido a que la compañía emisora se encontraba inmersa en un proceso de fusión con Destilería Zhumir Cía. Ltda., que provocaría cambios significativos en aspectos administrativos, financieros, operativos e incluso en la misma naturaleza del negocio.

A partir de la entrega de balances auditados de la compañía fusionada e información financiera consolidada del primer trimestre 2010, se ha podido concluir que en todos los aspectos financieros existe un efecto positivo luego de la fusión de las dos compañías.

En cuanto a ventas consolidadas, se observa crecimiento en el 2009, a pesar de haber sido un período de crisis en el que pocas empresas del sector real lograron aumentar sus ventas. Se considera una fortaleza el hecho de que la Compañía se desenvuelve en un segmento de mercado de consumo que en general tiene una baja exposición a efectos de crisis macroeconómicas, comparativamente con otros sectores. Además, la empresa tiene bien posicionados sus productos, y su cadena de distribución tiene ventajas diferenciales que le permiten adaptarse a las necesidades de los productos que distribuye.

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



Corporación Azende cuenta con activos suficientes y de adecuada calidad para responder a sus pasivos. En su mayor parte estos activos están conformados por cartera e inventarios que se consideran de rápida realización en el mercado. Además, ahora cuenta con activos fijos, antes propiedad de la compañía industrial, que también sirven para respaldar los pasivos.

La estructura de apalancamiento mejora notablemente con la contribución de patrimonio de la empresa industrial. Si la Corporación mantiene esta estructura a futuro, generando resultados suficientes para continuar fortaleciendo su solvencia patrimonial, podría manejar niveles de endeudamiento adecuados y continuar creciendo en el negocio. El EBIDTA operativo generado en el 2009 y 1T10 cubre al menos el 60% de la deuda financiera.

El emisor es una empresa con alta capacidad de generación de flujos. El flujo de caja operativo generado a marzo 2010 podía cubrir la totalidad del monto en circulación de la emisión de obligaciones y 6 veces la deuda de corto plazo. La perspectiva de la calificación es positiva ya que se espera que se muestre en el tiempo la sostenibilidad de los indicadores y al menos se mantenga la actual estructura de apalancamiento y la generación de flujos en relación a las obligaciones.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Eficiencia en la red de distribución masiva reconocida por importantes empresas de consumo.
- Cobertura de 57.000 puntos de venta con una frecuencia de 2 veces por semana.
- Sistema de información centralizado y operaciones conectadas en línea que permiten generar reportes diarios (estadísticas) con gran detalle, para uso interno y proveedores.
- Productos distribuidos de gran aceptación y penetración en el mercado.
- Contratos de exclusividad para la distribución con importantes marcas.

OPORTUNIDADES

- Vigencia de política de aranceles para licores importados.
- Incremento de nuevos proveedores que desean participar de la cadena de distribución de la empresa.
- Aumento de ventas con proveedores actuales ("share of wallet").
- Demanda permanente de productos de consumo masivo.

DEBILIDADES

- Concentración de proveedores en el negocio de distribución.
- Inversión en empresas relacionadas todavía no generan utilidad.

- No existen políticas definidas en relación a prestamos e inversión en empresas relacionadas

AMENAZAS

- Inestabilidad macro económica.
- Inversión en empresas relacionadas que no generan utilidad.
- No existen políticas definidas en relación a prestamos e inversión en empresas relacionadas

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

Mediante Resolución No. SC-DIC-C-09-0765 8178 del 21 de diciembre del 2009, fue autorizada la fusión por absorción de la Compañía Distribuidora Jucremo JCC Cía. Ltda. con Destilería Zhumir Cía. Ltda.

Mediante Resolución No. SC.DIC.C.10.275 del 7 de Abril del 2010, fue autorizado el cambio de nombre de la Compañía Distribuidora Jucremo JCC Cía. Ltda. por Corporación Azende Cía. Ltda.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma C.P.A. Julio Campoverde M. Auditor & Consultor para los años 2005, 2006 y 2007, y HLB Consultores Moran Cedillo Cía. Ltda. para el año 2008 y 2009, e interinos a marzo 2010, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

Los estados financieros auditados del año 2009 así como los balances interinos con corte al 31 de marzo 2010, corresponden a la empresa fusionada Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cía. Ltda. y Destilería Zhumir Cía. Ltda. Los balances a marzo 2010 fueron presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

■ DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

Destilería Zhumir se fundó en el año 1966 en la ciudad de Cuenca, la cual comenzó produciendo licor destilado de caña de forma artesanal. La creciente popularidad del producto hizo que la empresa crezca hasta convertirse en la actualidad en una compañía con procesos totalmente industrializados.

La compañía Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cía. Ltda. (JUCREMO) se constituyó en Cuenca en 1999. Inicialmente JUCREMO se inició como un distribuidor de los productos Zhumir, sin embargo el rápido crecimiento y conocimiento del mercado le permitió a la empresa ganar un prestigio nacional con su cadena de distribución y así empresas nacionales y extranjeras optaron por acceder a distribuir sus productos a través de JUCREMO, en muchos casos con contratos de exclusividad.

A partir de la aprobación de la fusión por absorción de las dos compañías en diciembre 2009 y con el cambio de nombre aprobado en abril 2010, la nueva compañía Corporación Azende tiene como objeto principal según sus estatutos, la producción, compra venta, importación y



exportación al por mayor y menor de productos alimenticios y bebidas alcohólicas y no alcohólicas de consumo humano, así como maquinaria y repuestos para la industria alimenticia, destilería, importación y exportación de productos agrícolas. Así como la distribución, comercialización, conservación, almacenamiento, venta al por mayor y menor de lubricantes y/o grasas, derivados de petróleo. Además con la última reforma de estatutos la Corporación ha dejado abierta la posibilidad de incursionar en negocios como el inmobiliario, distribución de productos relacionados a la salud, derivados de polímeros y plásticos.

La fusión entre las dos empresas se produjo con el fin de volver más eficiente los procesos administrativos y comerciales pues Destilería Zhumir vendía la mayoría de su producción a JUCREMO. Así se ha integrado la producción con la distribución, convirtiéndose en una empresa industrial, sin embargo la mayor parte del negocio viene dada por el amplio canal de distribución.

La planta de producción de Zhumir ubicada en la zona austral del país tiene una capacidad instalada de producción promedio es de 13.750 botellas por hora. 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%.

Jucremo ha sido reconocida en el mercado por su asesoría en crédito, manejo de inventarios y cobertura a los puntos de venta atendidos. Tiene la capacidad de generar una amplia gama de información de mercado y estadísticas de consumo de productos por canal, territorio y zona. Esta fortaleza permite a la empresa convertirse en un aliado estratégico de sus proveedores, ofreciendo un portafolio de productos atractivo para el punto de venta.

Corporación Azende cuenta con tres centros de distribución principales en Quito, Cuenca, y Guayaquil (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 57.000 puntos de venta a nivel nacional a los cuales atiende alrededor de un 50% con canales propios y el resto mediante 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.

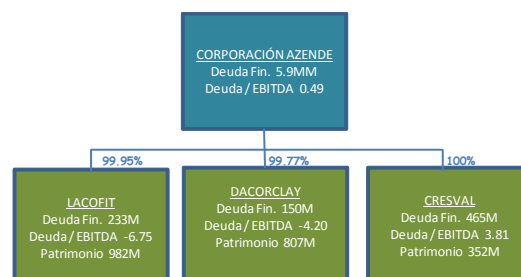
Además, tradicionalmente la empresa que sólo distribuía productos alimenticios y bebidas a nivel nacional, inició un contrato de distribución de lubricantes y grasas en el año 2007, el cual en la actualidad representa el tercer producto más importante en la cartera de distribución.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Corporación Azende, luego del proceso de fusión por absorción, mantiene la misma estructura de Grupo mencionada en informes anteriores.

De acuerdo al informe de auditoría la compañía mantiene una relación accionarial en las siguientes empresas: Lacofit Cía. Ltda. (99,95%), Dacorclay Cía. Ltda. (99,97%), Cresval Cía. Ltda. (100%).

Lacofit se creó en Cuenca como un “club de precios” en el 2007, Dacorclay es una cadena de licorerías a nivel nacional y CRESVAL es una empresa productora de envases plásticos.



*Datos a marzo 2010

Por otro lado, el grupo accionarial mayoritario tiene otras empresas que complementan la distribución en el exterior. Estas empresas son Cimca que se encarga de la distribución del producto Zhumir en Colombia y Rind que se encarga de la distribución del producto Sunny (Quicornac) en Perú.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL

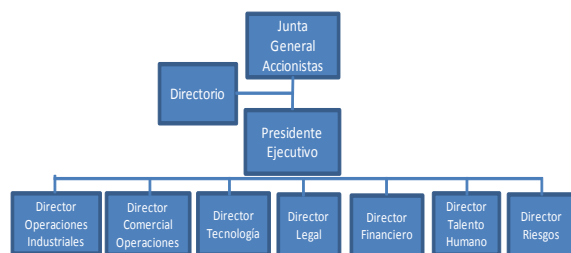
La estructura accionarial, luego de la fusión, quedó conformada de la siguiente forma:

SOCIOS	Capital JCC (en miles USD)	Aumento de Capital Por Fusión	Nuevo Capital	%
EL TAHUAL CIA. LTDA.	1,980	3,600	5,580	46.5%
COPREDI CIA. LTDA.	2,520	-	2,520	21.0%
GERMAN TORRES LEON	900	-	900	7.5%
PEDRO MIRANDA RIVADENEIRA	600	-	600	5.0%
JULIO UGALDE JERVES	-	600	600	5.0%
JOSE UGALDE JERVES	-	600	600	5.0%
MYRIAM MORENO LOPEZ	-	420	420	3.5%
IRINA CRESPO MORENO	-	300	300	2.5%
NATHALIE CRESPO MORENO	-	240	240	2.0%
JUAN CARLOS CRESPO MORENO	-	240	240	2.0%
TOTAL	6,000	6,000	12,000	100.0%

Con la nueva estructura, todas las empresas tienen nacionalidad ecuatoriana, ya no tienen participación las empresas panameñas. La razón social de El Tahual es ser tenedora de acciones e inmobiliaria. La familia Crespo representa la mayor accionista de El Tahual y Copredi.

ESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

La estructura organizacional principal de la empresa es la siguiente:



Luego de la fusión el organigrama quedó conformado por una estructura de siete Directores, quienes encabezan las diferentes áreas estratégicas y de soporte. Los nuevos estatutos contemplan la creación de un Directorio, que tiene las funciones de un Directorio con carácter consultivo de la Junta de Accionistas, según se observa el organigrama.

La plana gerencial es nombrada por la Junta General de socios, en la nueva estructura la representación legal recae sobre el Presidente Ejecutivo. La plana administrativa se compone de:

Juan Carlos Crespo	Presidente Ejecutivo
J.D. Castanier	Director Operaciones Industriales
Pedro Miranda R.	Director Comercial Operaciones
Iván Arízaga	Director Financiero
Esteban Jaramillo	Director Tecnología
Rafael Corral	Director Legal
Marco Cabrera	Director Desarrollo Humano
Gustavo Landívar	Director Riesgos

Ahora el negocio se encuentra dividido en operaciones industriales y operaciones comerciales. El área comercial está dividida en Lubricantes y Consumo debido a las necesidades específicas de cada negocio. Cada división cuenta con Gerentes Comerciales Zonales y en el caso de Lubricantes existe una Subgerencia Nacional que da soporte técnico a la división. La división de Consumo cuenta con Jefaturas Comerciales en todo el país y con un Jefe de Co-distribución que funciona similar a una franquicia. Esta franquicia tiene normas y procedimientos concretos que dan soporte en las áreas de cartera, inventarios y entrega.

La coordinación de la logística se la realiza desde la matriz mediante un software centralizado en donde todas las operaciones están conectadas en línea. El área de logística controla la entrega y recuperación de crédito a nivel nacional, así como el manejo de fletes e inventarios.

Con la reforma a la ley de tercerización, en el 2007, la empresa realizó reestructuraciones internas importantes para cumplir las disposiciones legales respectivas. En general, la mayoría de vendedores entraron en nómina, lo que resultó en un incremento de alrededor de 155 personas en nómina. Después de la fusión se integraron 275 empleados a la nómina de la Corporación así la empresa cuenta actualmente con 797 empleados distribuidos de la siguiente manera:

Personal	Número
Directores	7
Administración/Ventas	653
Operarios	137
Total	797

Corporación Azende no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales significativos.

ANÁLISIS ECONÓMICO Y RIESGO SECTORIAL

Luego del crecimiento importante que mostró el Ecuador en el 2008, durante el 2009 éste se reduce significativamente influenciado por la crisis mundial y por un menor impulso por parte del Gobierno comparado con años anteriores.

Indicadores de la economía ecuatoriana:

	2006	2007	2008	2009
PIB (Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. % PIB (Mill. 2000)	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda Públ. Ext. /PIB	24,7	23,9	19,2	14,4
Cta. Cte. /PIB	3,9	3,6	2,3	-3,1
Resultado Global /PIB	3,3	2,1	-0,4	-3 prov.

Algunas perspectivas de crecimiento para el 2010:

AÑO	BCE	CEPAL	FMI	BM	Fitch
2010	3,4	2,5	2,5	1,8	2,5

La inversión se desaceleró al mismo tiempo que las exportaciones se contrajeron como consecuencia, principalmente, de la participación del petróleo en las exportaciones ecuatorianas.

También se ha podido apreciar en el 2009, que el consumo se ha desacelerado en relación a los mismos períodos del 2008, por el creciente desempleo, reducción de las remesas enviadas por los emigrantes ecuatorianos y el debilitamiento de la liquidez en la economía doméstica, lo cual se refleja en el magro crecimiento del 0,36% en el 2009.

Fitch considera que la economía ecuatoriana reasumirá su crecimiento en el 2010 pero a un ritmo muy lento quizás de 2,5%. La opinión en cuanto a ese crecimiento, se respalda en la débil estructura de inversión privada con la que cuenta el país, un marco institucional también muy debilitado y una producción petrolera en declive.

La incertidumbre en cuanto al desenvolvimiento de las políticas económicas y la creciente intervención del Gobierno en la economía, presionarán a la baja la disponibilidad de crédito y nuevas inversiones.



El consumo interno seguirá apretándose en relación al creciente desempleo y menores remesas. Las exportaciones del sector privado podrían verse afectadas por la pérdida de competitividad del país frente a los otros países de Latinoamérica que han firmado los Tratados de Libre Comercio con los socios comerciales más importantes.

Sin embargo, la opinión actual del FMI es que la economía ecuatoriana crecerá en el 2010, en 2,5%, por encima de lo previsto hace seis meses. La opinión de este organismo se sustenta en la recuperación de la economía mundial y por lo tanto de los precios del petróleo.

Lamentablemente, la crisis europea desatada en los últimos días constituye un limitante para la recuperación de la economía mundial, lo cual está presionando a la baja los precios del petróleo y por tanto amenaza el crecimiento esperado de la economía ecuatoriana que es cada vez más dependiente de los precios de esta materia prima.

Tomando en cuenta el comportamiento de los precios del petróleo y que, de todos modos, éstos ya no están en los niveles que alcanzaron en el 2008, el punto de estímulo a la economía por parte del estado, a través de inversión pública, dependerá de su capacidad para acceder a fuentes de financiamiento.

La decisión de este Gobierno de haber caído en mora en el pago de la deuda, contrae el limitado acceso a mercados financieros internacionales y reduce las posibilidades en cuanto a flujos que no provengan de deuda.

Siendo una economía dolarizada, el ingreso limitado de flujos de capital podría presionar la oferta de dinero en el mercado doméstico con efectos negativos para el consumo y el crédito. Finalmente, el ingreso limitado de flujos de capital, especialmente frente al gasto, representa una amenaza al sistema monetario actual.

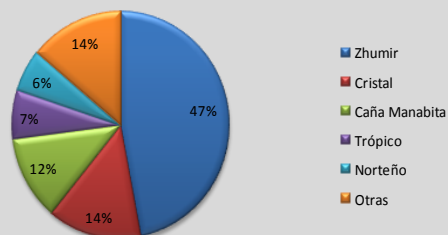
POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

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.

En cuanto a los productos Zhumir, de acuerdo a información proporcionada por el emisor, a diciembre 2009 el producto cuenta con una participación de mercado nacional de 23%, tomando en cuenta todo tipo de marcas de bebidas similares a Zhumir, la participación sube a 47% a nivel nacional. Según el estudio, la empresa ha pasado de tener un 14% de participación de mercado en el año 2000 a casi cubrir el 50% de la demanda actualmente.

Este importante crecimiento da cuenta del posicionamiento de la marca, principalmente por las continuas renovaciones del producto en presentación, nombre, diversidad de opciones y calidad.

Participación de Mercado



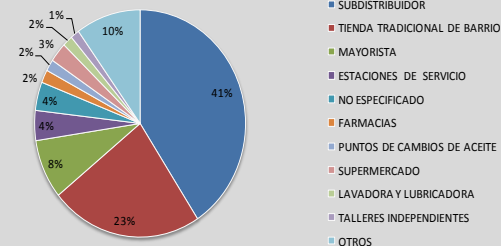
Por otra parte, la experiencia, especialización y escala de operaciones de la Corporación (antes Distribuidora JCC) como cadena de distribución, ha hecho que la empresa sea reconocida por los proveedores como un aliado estratégico para sus ventas. El objetivo es conseguir volumen de ventas a sus proveedores 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 tres marcas se concentra el 55% de las ventas (sin considerar los productos Zhumir). En cierta manera este riesgo es mitigado 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 conviene la forma en que el fabricante o productor responderá por la calidad de los productos o defectos de fabricación.

Las ventas están diversificadas tanto por tipo de clientes como por zonas geográficas. El siguiente grafico muestra la participación de los diferentes tipos de canales que la Corporación atiende:

Ventas por tipo de distribuidor





Actualmente, la empresa cuenta con contratos con sus principales proveedores. El contrato con Shell vence en el año 2010, sin embargo se espera que el mismo sea renovado. 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.

Corporación Azende cuenta con una base de datos de contactos de alrededor de 100.000 puntos de venta, de los cuales en promedio 60.000 son cuentas activas. Se considera que tiene una alta penetración en Quito y Guayaquil; de los 20.000 puntos de venta en estas ciudades, la empresa cubre el 65% directamente y el 75% incluyendo sub distribuidores.

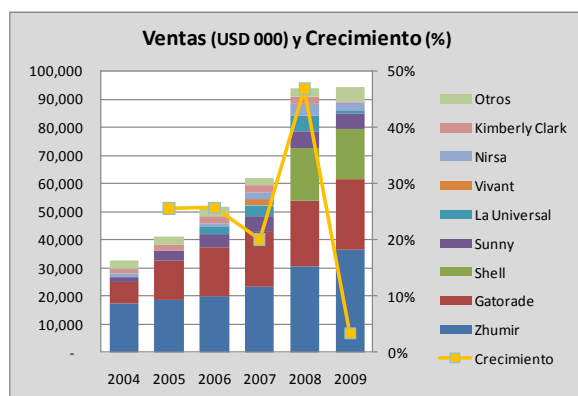
Se considera que la empresa ahora fusionada tiene un negocio más diversificado y ha mitigado el riesgo de la concentración de los proveedores. Además, tanto en el negocio de venta de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, como en el negocio de la distribución se encuentra bien posicionada con productos de alta aceptación en el mercado y con potencial de crecimiento.

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

■ GESTION OPERATIVA

Las ventas netas de Corporación Azende al cierre del 2009 ascendieron a USD 94.320 M, que representó un crecimiento anual de 3,4%. Si bien el ritmo de crecimiento de las ventas es menor al de periodos anteriores, cuando se observó un crecimiento promedio de 30% anual en los últimos 4 años, se debe considerar que el año 2009 fue un período de contracción económica general a nivel nacional e internacional. A mar-2010 las ventas ascendieron a USD 21.557 M.

De acuerdo a las proyecciones presentadas por el emisor, en el período 2010 se espera que las ventas sean menores en 2,5% en relación a las alcanzadas en el 2009, puesto que la empresa es conservadora frente a la reactivación de la economía y el incremento de los volúmenes de consumo. Para los siguientes períodos se estima que se acelerará el ritmo de crecimiento de ventas (6% anual promedio).



La fusión no afectó el nivel de ventas pues el 97% de las ventas que generaba Destilería Zhumir se las realizaba directamente a Distribuidora Jucremo que funcionaba como su brazo comercial, cuando las dos empresas tenían actividades separadas. Sin embargo, sí se puede observar un efecto positivo en los márgenes brutos y operativos, con un incremento de 10 y 3 puntos porcentuales respectivamente. La empresa actualmente maneja un margen bruto de 29%, y proyecta un incremento de 2 puntos porcentuales adicionales, basada en la perspectiva de continuar concretando las sinergias con la Destilería.

Históricamente los gastos operacionales de Distribuidora Jucremo absorbían en promedio el 12% de las ventas. Después de la fusión, y considerando el cambio de la naturaleza de la empresa y del tamaño de la misma, el gasto operativo representa el 20% del ingreso por ventas. Principalmente hay un importante incremento en el gasto de depreciación, provisiones para jubilación patronal y sueldos, debido a la integración de propiedad, planta y equipo y empleados de la Destilería.

A pesar de ello, el mayor margen bruto obtenido es suficiente para absorber el incremento del peso del gasto y no se ve afectado el margen operativo, el cual a mar-10 fue 7,6% (sep-09 3,3% sólo Distribuidora Jucremo). La empresa ha mencionado que espera un incremento del gasto de publicidad y promoción, el cual es un rubro importante dentro del negocio, además que esperan realizar campañas para posicionar el nuevo nombre de Corporación Azende.

El peso del gasto financiero sobre las ventas no cambia significativamente luego de la fusión, y mantiene un porcentaje similar al que se observaba en Distribuidora Jucremo, constituyendo el 0.5% de las ventas netas. El costo del financiamiento promedio se mantiene cercano al 12% que es ligeramente menor al promedio que manejaba Jucremo por sí sola.

El resultado antes de participación a empleados e impuestos a las utilidades en relación a ventas de Distribuidora Jucremo al mes de septiembre 2009, previo a la fusión, fue 2,7%. Al mes de marzo 2010 el margen sube a 5,7%.

La utilidad neta obtenida en el 2009, considerando información luego de la fusión, fue USD 2.267M, con un margen neto sobre ventas de 2,4% ligeramente menor al obtenido por Distribuidora Jucremo en diciembre 2008. Se debe considerar que la empresa fusionada es una compañía industrial que tiene mayores requerimientos de participación de utilidades y pago de impuestos.

En general, se puede observar un efecto positivo en el estado de resultados de la compañía luego de la fusión con Destilería Zhumir. Si bien los gastos operativos son mayores en relación a lo que manejaba Jucremo, el incremento del margen logra absorberlos y genera resultados positivos. La empresa fusionada aun atraviesa por un período de transición, sin embargo a partir de los resultados de dic-09 y mar-10 se estima que será capaz de generar los resultados al menos similares a los



obtenidos por Distribuidora Jucremo, con perspectivas positivas.

■ ESTRUCTURA DEL BALANCE

El presente informe de seguimiento de calificación se basa en información auditada entregada por el emisor con corte al 31 de diciembre del 2009. De acuerdo al informe auditado los estados financieros están conforme a las Normas Ecuatorianas de Contabilidad (NEC). Dicho informe no tiene como propósito presentar la posición financiera de la empresa según normas contables aceptadas en otros países. Sin embargo, mediante Resolución No.08.G-DCS.010 del 20 de noviembre del 2008 y No. SC.DS.G.09.006 del 17 de diciembre del 2009, la Superintendencia estableció un cronograma para implementación obligatoria de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para todas las compañías, comenzando por las que participan en mercado de valores.

Corporación Azende ha presentado la información financiera del año 2009 según las NEC y estados financieros interinos al mes de marzo 2010 según las NIIF. De esta forma se puede observar que existen algunas diferencias en montos en el balance general producto de las valoraciones y movimientos contables, que responden al cambio de normativa contable y no a un cambio efectivo de los activos. Al ser el año 2009 un período de transición, se estima que los efectos reales del cambio contable podrán ser medidos de mejor manera al finalizar el año 2010.

A marzo 2010, el monto de activos totales de la Corporación ascendió a USD 45.446 M, lo que representó un incremento del 56% en relación al balance del Distribuidora Jucremo de septiembre 2009 (efecto fusión) y un incremento de 18% con respecto al balance de diciembre 2009 (efecto NIIF).

La estructura de activos ha cambiado, tomando en cuenta la fusión y las normas NIIF, básicamente por la revalorización de los activos fijos los cuales han pasado a ser los más importantes versus el total. Además, es consistente con la naturaleza del negocio de ser una empresa industrial. Los activos fijos (propiedad, planta y equipo) ascienden a USD 14.576M y representan el 32% del activo total a marzo 2010.

Luego, se encuentran los activos corrientes: cuentas por cobrar comerciales (25%) e inventarios (24%). Otros activos de menor importancia representan el restante 17%.

Los días de rotación de las cuentas por cobrar están en torno a los 50 días y no cambiaron con la fusión, considerando que Distribuidora Jucremo siempre se ha dedicado a la comercialización de Zhumir. Las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas en el segmento consumo y lubricantes y se mantienen estadísticas detalladas sobre el número de deudores, plazo y monto en cada uno de los segmentos.

En ambos casos, la mayor parte de cuentas por cobrar están atomizadas, siendo que la mayor parte de deudores

son minoristas, en general con crédito menor a los 45 días (21 días para consumo) por montos menores a USD1.000. Los deudores más grandes, que influyen en el promedio total, son empresas estatales en la sección de lubricantes y mayoristas en la sección de consumo, los cuales no representan más del 5% de las cuentas por cobrar totales. La morosidad de la cartera comercial es baja debido a los varios controles apoyados en la estadística generada para recuperación de cartera. En caso de existir una factura vencida, no se entrega el producto. La cartera Judicial y Prejudicial representa el 5% de la cartera total.

Otra cuenta importante del activo, son los inventarios, los cuales a partir de la fusión ya no solo comprenden producto terminado sino también materia prima e insumos. A marzo 2010, los inventarios ascendieron a USD 11.093M. La rotación de inventarios es ligeramente más lenta pasando de 44 días promedio que manejaba Jucremo a 65 días en Corporación Azende, por efecto del cambio en la composición del inventario. Dado el tipo de productos que la empresa produce y comercializa se estima que podrían ser de fácil liquidación.

Además, la empresa mantiene inversiones en empresas relacionadas que en la actualidad representan el 5% del activo total. Las inversiones corresponden a las empresas: Lacofit, Dacorclay y Cresval. La empresa no cuenta con políticas escritas sobre préstamos e inversiones entre compañías relacionadas.

ENDEUDAMIENTO

La estructura de apalancamiento cambió significativamente después de la fusión. A septiembre 2009 el activo total de Distribuidora Jucremo se financiaba con 30% patrimonio y 70% pasivo. Actualmente, Corporación Azende financia un 42% del activo con patrimonio y el restante 58% con pasivos. El aporte al patrimonio de Destilería Zhumir fue relativamente más importante que el peso de los pasivos que debió asumir Corporación Azende.

El pasivo de la Corporación es esencialmente corriente, constituyendo el 70% del pasivo total. Dentro del total de pasivos, los de corto plazo (USD 18.350 M) están constituidos principalmente por proveedores comerciales que significan el 64%, y obligaciones financieras de corto plazo con el 13%. Los pasivos de largo plazo corresponden en su mayor parte a deuda financiera de largo plazo. A partir de la fusión y de la aplicación de las normas NIIF, la empresa registra como pasivos de largo plazo los Impuestos Diferidos generados por la valoración de activos y la provisión para jubilación patronal.

A mar-10 la Corporación tiene un indicador de endeudamiento de 1,65:1, relación pasivo total sobre patrimonio tangible. Aún al sensibilizar el índice, considerando cuentas por cobrar a empresas relacionadas restadas del patrimonio, el indicador se mantiene por debajo del promedio histórico de Jucremo. La deuda financiera sobre el patrimonio tangible es 0,37:1 a marzo 2010. Jucremo manejaba unos indicadores de endeudamiento más altos pues, por su naturaleza de



comercializadora, tenía mayores necesidades de financiamiento de capital de trabajo que no avanzaban a ser cubiertas por el financiamiento comercial con los proveedores.

La deuda financiera neta respecto del EBITDA a marzo 2010 es de 0,46. Históricamente Distribuidora Jucremo ha tenido una alta capacidad de generar flujos, y la deuda financiera no ha sido representativa frente al EBITDA. El indicador de la empresa fusionada es aún menor al promedio histórico de Jucremo (0,82).

El patrimonio de Corporación Azende a mar-10 ascendió a USD 19.132M. El capital social representa el 63% del patrimonio, el cual creció en 100% con la fusión con la Destilería. En marzo 2010, se registran USD 4.303M en el patrimonio por revalorización del activo, como efecto de la aplicación de las normas NIIF. La empresa no tiene una política fija de reparto de dividendos.

En general se observa un efecto positivo en la estructura de apalancamiento de la Corporación luego de la fusión. Se considera adecuada la actual estructura, la cual podría mantenerse a futuro a medida que la empresa continúe generando resultados y los capitalice. De acuerdo a las proyecciones de la empresa, no se espera realizar inversiones importantes en CAPEX en el corto plazo, que les pueda impulsar a obtener mayores niveles de endeudamiento.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

Históricamente Distribuidora Jucremo fue generadora de flujos operativos positivos suficientes e incluso excedentarios, para cubrir sus necesidades de capital de trabajo. La relación de flujo de fondos operativo (antes de la variación de capital de trabajo) sobre deuda de corto plazo fue mayor a 1 en todos los períodos analizados. El flujo de caja operativo ha sido eventualmente negativo en períodos en los que la empresa ha tenido estacionalmente mayores requerimientos de capital de trabajo.

En el caso de Corporación Azende, a marzo 2010, tanto el flujo de fondos operativo como el flujo de caja operativo son positivos y avanzarían a cubrir 5 y 6 veces la deuda financiera de corto plazo, respectivamente. Este importante flujo responde en gran parte a los cambios que ha experimentado la empresa en el proceso de fusión. Primeramente, la Corporación tiene un gasto importante de depreciación por el volumen de activos fijos que maneja que incrementa su flujo, lo cual no se presentaba en Distribuidora Jucremo.

Además, Corporación Azende al tener más de 700 empleados en nómina con varios años de trabajo en la empresa tiene la obligación de hacer provisiones por jubilación patronal, es un monto importante que se suma al flujo de efectivo.

Si bien en el trimestre analizado la empresa presenta una importante capacidad de generación de flujos de efectivo, se considera que todavía se encuentra en un proceso de transición. Se espera que en próximos seguimientos se

pueda observar la continuidad y consistencia de la generación de estos flujos.

■ ANALISIS DE LA GARANTIA Y RESGUARDOS

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa. Según la regulación vigente: “El monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen. Para este efecto no se consideran los activos diferidos. Para el cálculo de la proporción antedicha deberán considerarse el monto no redimido de cada emisión de obligaciones. La relación porcentual determinada en los incisos anteriores deberá mantenerse hasta la total redención de las correspondientes obligaciones”.

A mar-2010 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 45.446 M. De este valor, USD 17.754 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 1.506M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 29.785M. La emisión fue de USD 3.000M y el monto en circulación al mes de marzo fue USD 2.252M, con lo cual existiría una cobertura de 13,23 veces sobre el monto en circulación.

ACTIVOS	Activos Marzo-2010	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	425		425		425
Cuentas por Cobrar	11,559		11,559		11,559
Inversiones Temporales	0		0		0
Inventarios	11,093	5,981	5,111		5,111
Impuestos Anticipados	1,373		1,373		1,373
Pagos Anticipados	1,014		1,014		1,014
Otros Activos Corrientes	1,502		1,502		1,502
Propiedades	14,576	11,773	2,803		2,803
Inversiones Permanentes	2,398		2,398		2,398
Activos Diferidos	699	0	699	699	0
Activo Intangible	807		807	807	0
Otros Activos	0		0		0
ACTIVO TOTAL	45,446	17,754	27,692	1,506	29,785
Monto de la Emisión	3,000				
Monto en Circulación	2,252				
				Garantía General / Monto de Emisión	9.93
				Garantía General / Monto en Circulación	13.23

RESGUARDOS

De acuerdo a la escritura pública de la emisión de obligaciones, la compañía ha establecido para esta emisión los resguardos de ley. Adicionalmente, CORPORACIÓN AZENDE estableció los siguientes resguardos:

1. **Resguardo:** Índice de endeudamiento neto máximo: **3.2 : 1**

Para el cálculo de este índice se considerará en el numerador todos los pasivos más garantías solidarias otorgadas por la Corporación a terceros, y en el denominador el patrimonio, en el cual se incluirá la utilidad neta menos activos intangibles, diferidos y gastos pagados por anticipado.

2. **Resguardo:** Índice de endeudamiento financiero neto máximo: **0.60 : 1**



Para el cálculo de este índice se considerará en el numerador toda la deuda financiera (incluida deuda con mercado de valores) más garantías solidarias otorgadas por la Corporación a terceros, y en el denominador el patrimonio, en el cual se incluirá la utilidad neta menos activos intangibles, diferidos y gastos por anticipado.

Este compromiso, consta expresamente dentro de la escritura pública del Contrato de Emisión de Obligaciones, así como también en el Prospecto de Oferta Pública.

A marzo del 2010, el indicador de endeudamiento neto máximo fue 1.65:1, es decir la empresa cumple con el resguardo establecido. Aun si se realiza un mayor estrés y al cálculo de patrimonio tangible se incluyen las cuentas por cobrar no comerciales a relacionadas y cuentas por cobrar a accionistas, el resultado indicador sería es de 2.19:1, todavía por debajo del resguardo.

Por otra parte, el índice de endeudamiento financiero neto máximo a marzo 2010 se ubicó en 0,37:1, aplicando el estrés aumenta hasta 0,49:1. Es decir la empresa cumple con el resguardo en los dos escenarios.

Es importante destacar que la empresa emisora luego de la fusión ha cambiado su naturaleza de empresa comercializadora a productora y distribuidora, lo que podría significar menores necesidades de apalancamiento a futuro, por tanto menores indicadores de endeudamiento en relación a los establecidos en los resguardos iniciales de Distribuidora Jucremo.

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

La emisión de obligaciones objeto de esta calificación, es la primera experiencia de la empresa en el mercado de valores. La emisión de obligaciones fue colocada en su totalidad.

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-06	dic-07	dic-08	abr-09	sep-09	dic-09	mar-10
RESULTADOS					(a)	(b)	(c)
Ventas	51,741	62,123	91,212	29,821	68,892	94,320	21,557
% crecimiento	25.7%	20.1%	46.8%	-1.9%	0.7%	3.4%	-8.6%
MARGEN BRUTO (%)	16%	16%	16%	16%	15%	26%	29%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,735	2,255	4,211	863	2,196	6,647	3,508
MARGEN EBITDA (%)	3.4%	3.6%	4.6%	2.9%	3.2%	7.0%	16.3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,735	2,255	4,211	863	2,196	6,647	3,508
MARGEN EBITDAR (%)	3.4%	3.6%	4.6%	2.9%	3.2%	7.0%	16.3%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	537	321	316	-219	-88	2,094	1,864
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,197	1,934	3,895	1,082	2,284	4,553	1,644
Gasto Financiero del período	-113	-152	-373	-141	-360	-727	-206
Impuestos a la renta	-164	-329	-916	0	0	-1,055	0
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11.1%	11.1%	17.1%	12.0%	10.9%	13.4%	12.2%
UTILIDAD NETA	913	1,494	2,712	941	1,847	2,267	1,224
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	47.6%	49.5%	50.3%	37.6%	30.9%	19.6%	28.5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	7.3%	9.5%	11.4%	9.6%	8.3%	6.8%	11.7%
FLUJO DE CAJA							
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1,450	1,815	3,028	722	1,759	4,361	3,088
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	-2,504	175	-1,738	-746	-2,864	-6,219	498
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1,054	1,990	1,290	-23	-1,104	-1,859	3,586
Inversión en Activos Fijos	-45	0	-2,731	-321	-2,162	-6,366	-36
Otras Inversiones, Neto	0	75	-1,515	-270	415	-1,405	-1,317
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	-1,099	2,065	-2,957	-614	-2,852	-9,629	2,233
Variación Neta de Deuda Financiera	1,456	-755	2,400	254	2,035	4,121	-1,566
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	0	0	5,868	0
Pago de Dividendos	-117	-92	642	-77	-77	0	-1,603
Otros Financiamientos, Neto	-80	-700	-376	-26	415	-381	364
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Periodo	160	519	-291	-462	-479	-22	-571
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH							
EBITDA OPERATIVO	1,735	2,255	4,211	863	2,196	6,647	3,508
(-) Gasto Financiero del período	-113	-152	-373	-141	-360	-727	-206
(-) Impuesto a la renta del período	-164	-329	-916	0	0	-1,055	0
(-) Dividendos " preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,458	1,774	2,922	722	1,836	4,865	3,302
(-) Variación Capital de Trabajo	-2,504	175	-1,738	-746	-2,864	-6,219	498
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	-1,046	1,949	1,183	-23	-1,028	-1,355	3,800
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	3	41	106	0	16	427	15
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	-11	0	0	0	-93	-931	-229
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-117	-92	642	-77	-77	0	-1,603
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	-45	0	-2,731	-321	-2,162	-6,366	-36
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	-1,216	1,898	-799	-421	-3,343	-8,225	1,947
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2.82%	2.86%	3.20%	2.42%	2.67%	5.16%	15.32%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	1,735	2,255	4,211	863	2,196	6,647	3,508
BALANCE							
Caja e Inversiones Corrientes	791	1,319	1,018	555	540	996	425
Activos Totales	14,397	17,179	30,401	28,264	29,137	38,392	45,446
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	1,741	986	2,555	1,169	2,673	3,674	2,429
Pasivo financiero Largo Plazo	0	0	831	2,471	2,747	3,833	3,511
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	1,741	986	3,386	3,640	5,421	7,506	5,941
Pasivos con Proveedores	9,591	11,136	18,652	14,945	14,326	12,418	11,821
Otros Pasivos	749	1,339	1,291	1,743	547	3,260	8,552
Pasivos Totales	12,081	13,462	23,329	20,328	20,294	23,184	26,314
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	2,315	3,718	7,072	7,937	8,843	15,208	19,132
Patrimonio Tangible	1,095	1,879	2,292	2,872	5,714	9,002	11,339
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1,221	1,839	4,780	5,065	3,129	6,205	7,793
Capitalización ****	4,056	4,704	10,458	11,577	14,263	22,714	25,073
Pasivos contingente	0	0	7,935	8,476	8,476	330	330
ACTIVO PIGNORADO	0	0	5,688	7,638	6,630	17,754	17,754
Activos Diferidos	200	0	1,506	1,785	178	522	699
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	14,197	17,179	23,208	18,842	22,328	20,115	26,993
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	3,000	3,000	3,000	2,502	2,252
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)			7.74	6.28	7.44	8.04	11.99
Límite Legal para Emitir Obligaciones	11,357	13,744	18,566	15,074	17,863	16,092	21,594

(x) Índice expresado en número de veces

* EBITDA = Resultado de Operación incluyendo en gastos administrativos la participación empleados + Depreciación y Amortización

** Costo de Financiamiento Estimado= Intereses pagados/ Deuda Bancos+Mercado valores+comercial financiera+terceros, relacionados o accionistas Promedio (no ajustada a leasing)

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

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

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

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



EMPRESA: CORPORACIÓN AZENDE

(Miles de USD)

	dic-06	dic-07	dic-08	abr-09	sep-09	dic-09	mar-10
INDICADORES FINANCIEROS					(a)	(b)	(c)
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	15.41	14.86	11.28	6.12	6.10	9.14	17.05
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	15.01	14.86	3.96	3.85	0.09	0.39	16.87
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	15.41	14.86	11.28	6.12	6.10	9.14	17.05
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	1.00	0.44	0.80	1.41	1.85	1.13	0.42
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.55	-0.15	0.56	1.19	1.67	0.98	0.39
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	1.19	0.56	1.16	1.68	2.21	1.54	0.45
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	-70%	192%	-24%	-35%	-82%	-110%	131%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	42.9%	21.0%	32.4%	31.4%	38.0%	33.0%	23.7%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	0%	3%	29%	0%	27%	2%	0%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	14%	7%	15%	18%	27%	32%	23%
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	5.22	3.62	3.30	2.56	2.30	1.52	1.38
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	6.49	3.93	5.51	3.72	2.47	1.69	1.58
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	11.04	7.17	10.18	7.08	3.55	2.58	2.32
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible	1.16	0.33	0.89	0.83	0.70	0.57	0.39
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	1.59	0.53	1.48	1.27	0.95	0.83	0.52
LIQUIDEZ							
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.0%	100.0%	75.5%	32.1%	49.3%	48.9%	40.9%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	45.4%	133.7%	39.9%	47.5%	20.2%	27.1%	17.5%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1395.2%	1269.4%	882.9%	612.2%	610.2%	769.0%	1704.6%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	-828.9%	1384.7%	417.1%	83.4%	-185.5%	-86.3%	1946.5%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1395.2%	1269.4%	882.9%	612.2%	610.2%	769.0%	1704.6%
CFO / cargos fijos	-828.9%	1384.7%	417.1%	83.4%	-185.5%	-86.3%	1946.5%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	0.84	1.80	1.14	1.85	0.92	1.32	5.44
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.60	1.98	0.46	-0.06	-0.51	-0.37	6.26
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual			4.15		1.75	1.98	7.36
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual			1.68		-0.98	-0.55	8.47
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	1.00	2.29	1.65	2.21	1.10	1.81	5.78
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero período) (x)	1.07	2.70	1.93	3.47	1.33	2.26	8.73
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	15.41	14.86	3.91	6.12	1.56	2.09	5.36
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	-0.70	1.92	-0.31	-1.08	-1.67	-2.24	3.21
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual			-2.27		-4.23	-5.57	6.12
OTROS INDICES							
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	1,611	3,381	3,501	5,516	5,678	8,769	8,615
Liquidez Ácida (x)	0.76	0.92	0.81	0.79	0.78	0.92	0.87
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.65	0.78	0.66	0.61	0.67	0.74	0.65
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.13	1.25	1.11	1.15	1.14	1.17	1.02
Patrimonio / Activo Total (x)	0.15	0.20	0.23	0.28	0.30	0.37	0.40
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	7	6	9	8	7	7
Días de cuentas por cobrar	50	54	56	41	44	50	50
Rotación de inventarios (x)	10	12	10	8	8	7	6
Días de inventarios	37	31	37	44	44	53	65
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	5	4	5	5	6	4
Días de cuentas por pagar	79	77	88	71	66	64	83
Rotación Capital de Trabajo	27	15	22	14	14	8	7
Días de Capital de Trabajo	13	23	16	26	26	45	50
Días de Ciclo de Operación	5	15	12	12	5	7	18

(x) Índice expresado en número de veces

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

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

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