

Ecuador
 Emisión Obligaciones

CORPORACIÓN AZENDE CIA. LTDA.

Calificación – Cuarto Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calificación Actual	Calificación Anterior	Última Revisión
Emisión de Obligaciones	AA	AA- (observación)	31-may-10

Características de la Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Corporación Azende Cia. 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
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 Cia. 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

Sonia Rodas
 (593 2) 254 83 93
 sonia.rodas@bankwatchratings.com

Perfil

La compañía Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cia. 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 65.000 puntos de venta a nivel nacional a los cuales atiende aproximadamente la mitad son 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.

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Luego de analizar los estados financieros al 30 de Septiembre del 2010 y la información adicional presentada, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de AA (**Doble A**) a la emisión de obligaciones de Corporación Azende Cia. Ltda., antes Distribuidora Jucremo Cia. 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:

La empresa mantiene la tendencia positiva esperada, luego de los cambios administrativos, financieros y de la naturaleza del negocio que ocurrieron luego de la fusión, de Jucremo con Destilería Zhumir.

Los cambios contables por la aplicación de las NIIFs ocurridos en los estados financieros de Corporación Azende revelaron un mayor fortalecimiento patrimonial, lo que implicó un mayor soporte para el nivel de deuda que mantiene.

Los niveles de endeudamiento y los niveles de cobertura con liquidez frente a las obligaciones de corto plazo y en general en todos los aspectos financieros se mantienen en una mejor posición luego de la fusión de las dos compañías.

Si bien se advierte una disminución de ventas en la comparación anual, esta obedece a la decisión planificada de la empresa para seleccionar sus proveedores y buscar una mayor eficiencia en su operación. Se espera que a fin de año se acorte la diferencia por las mayores ventas cíclicas esperadas para el cuarto trimestre.

No obstante, se debe señalar que la reducción en las ventas es compensada con el incremento del margen

FECHA COMITE: 5/Noviembre/2010

ESTADOS FINANCIEROS A: 30/Sept/2010

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.



bruto derivado de la optimización de costos de ventas, luego de la fusión.

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.

Una de las ventajas competitivas de la empresa es su cadena de distribución que tiene ventajas diferenciales y le permiten adaptarse a las necesidades de los productos que distribuye, los cuales han alcanzado muy buen posicionamiento en el mercado

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 que mejoró notablemente con la contribución de patrimonio de la empresa industrial se mantiene en los niveles adecuados esperados. Además, continúa generando resultados suficientes para mantener el fortalecimiento patrimonial, y manejar niveles de endeudamiento adecuados. El EBIDTA operativo generado al 3T10 cubre el 81% de la deuda financiera total. Se espera que la capacidad de generación de resultados al menos se mantenga en el tiempo.

El emisor es una empresa con alta capacidad de generación de flujos, los mismos que cubren con holgura los compromisos financieros de corto plazo incluyendo la emisión de obligaciones. La perspectiva de la calificación sigue siendo positiva. Se espera que se muestre en el tiempo la sostenibilidad de la liquidez y de la fortaleza patrimonial.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Eficiencia en la red de distribución masiva reconocida por importantes empresas de consumo.
- Cobertura de 65.000 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.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros interinos a septiembre 2010, los cuales no presentan salvedades ni limitaciones.

Los estados financieros auditados del año 2009 así como los balances interinos del 2010, corresponden a la empresa fusionada Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cía. Ltda. y Destilería Zhumir Cía. Ltda. Los balances interinos del 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 aceptación del producto le permitió 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. Inició como un distribuidor de los productos Zhumir, sin embargo el rápido crecimiento y conocimiento del mercado le permitió ganar un prestigio nacional con su cadena de distribución y así empresas nacionales y extranjeras optaron por 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% de la capacidad instalada.

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 65.000 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.

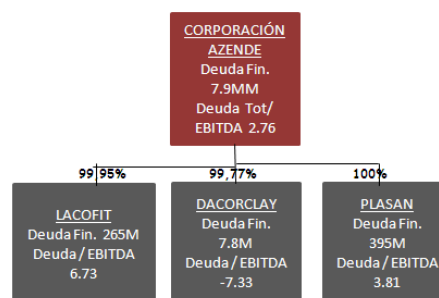
Como parte de su estrategia de negocios se ha emprendido en un proceso de selección de clientes buscando mayor eficiencia y rentabilidad, por lo que se ha privilegiado a productos del grupo relacionado, y a clientes que estén de acuerdo con las políticas, como la exclusividad. Al momento los principales clientes tienen relaciones firmes con contratos de mediano y largo plazos.

■ 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%), Plasan 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 PLASAN es una empresa productora de envases plásticos.



*Datos a Sept-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	%	Capital al 30 Sept-2010	%
EL TAHUAL CIA. LTDA.	1.900	3.600	5.500	46,5%	5.952	46,5%
COPREDI CIA. LTDA.	2.520	-	2.520	21,0%	2.688	21,0%
GERMAN TORRES LEON	900	-	900	7,5%	960	7,5%
PEDRO MIRANDA RIVADENEIR	600	-	600	5,0%	640	5,0%
JULIO UGALDE JERVES	-	600	600	5,0%	640	5,0%
JOSE UGALDE JERVES	-	600	600	5,0%	640	5,0%
MYRIAM MORENO LOPEZ	-	420	420	3,5%	448	3,5%
IRINA CRESPO MORENO	-	300	300	2,5%	320	2,5%
NATHALIE CRESPO MORENO	-	240	240	2,0%	256	2,0%
JUAN CARLOS CRESPO MOR	-	240	240	2,0%	256	2,0%
TOTAL	6.000	6.000	12.000	100,0%	12.800	100,0%

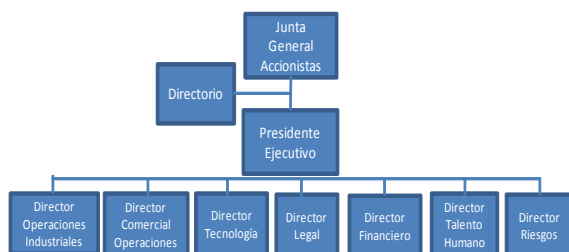
Con la nueva estructura, todas las empresas tienen nacionalidad ecuatoriana. La razón social de El Tahual es ser tenedora de acciones e inmobiliaria. La familia



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 tiene experiencia y formación técnica en cada una de las áreas que maneja.

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 con todas las operaciones 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 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 781 empleados distribuidos de la siguiente manera:

Personal	Número
Directores	7
Administración/Ventas	623
Operarios	151
Total	781

En este año se realizó un proceso de análisis para mejorar la eficiencia del proceso en cuanto a rutas y a frecuencias de visita a clientes, en base a lo cual se decidió relocalizar y reducir 50 vendedores.

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

ANÁLISIS ECONÓMICO Y RIESGO SECTORIAL

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.

crecimiento PIB 2010	enero-marzo
	0,33%

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2010	julio de 2010
IPC	3.4%	3.4%
IPP	5.2%	6%

A pesar de que tener cifras del segundo semestre del año, las perspectivas de crecimiento de la economía para el 2010 siguen siendo inciertas. Las estimaciones actuales oficiales se han reducido del 6% al 3.7%, lo cual parecería ser una proyección más realista pero todavía optimista en relación a las expectativas de la CEPAL y del FMI que calculan el crecimiento en un 2.5%. Nuestro criterio coincide con el de algunos analistas económicos que prevén un crecimiento de alrededor del 3%.

Las expectativas de un crecimiento más conservador de la economía ecuatoriana se fundamenta en varios factores:

1. La economía mundial en el segundo semestre del 2010 no se reactivará al mismo ritmo que en el primer semestre, limitando la demanda de nuestros productos y el aumento de las remesas; Las exportaciones tendrán que respaldarse en productos no tradicionales ya que la producción petrolera se espera que caiga un poco en menor proporción que en el 2009. En este sentido, el nivel de competitividad de los productos ecuatorianos no tradicionales sigue siendo un desafío.
2. En el primer semestre del 2010, la producción petrolera cae en -4.2% en relación al mismo período del año anterior y la producción de combustible en -12,8% (obras de rehabilitación de la refinería de



Esmeraldas). Si bien se ha logrado detener la caída del PIB petrolero, para lograr el crecimiento esperado por el gobierno, se requiere incrementar la producción petrolera y de combustibles, no solo detener su caída, lo cual todavía es un tema incierto.

- La estructura de inversión privada no ha logrado fortalecerse y el marco institucional sigue siendo débil, no se ha logrado generar las fuentes necesarias de empleo y el gasto de capital está por debajo de lo que requieren las expectativas oficiales;

Factores que pudieran influenciar positivamente al crecimiento económico de la economía son:

- El precio del petróleo todavía se mantiene alto. Si baja a menos de USD65/b, sería un factor negativo.
- El gobierno ha logrado obtener el financiamiento para la ejecución de al menos una parte de la inversión pública que llegará a ser el 80% de lo presupuestado (préstamos de China y Fondos del IESS).
- El consumo de los hogares se seguirá beneficiando de las inyecciones de dinero a la economía a través de subsidios y del permanente crecimiento del gasto en la administración pública.

Según “Análisis Semanal”, las industrias que resultarán beneficiadas del crecimiento en el 2010 serán las que alimenten el consumo interno, entre ellas : manufactura, servicios , agricultura. Según la misma fuente, el fomento al consumo interno resultará también en el crecimiento de las importaciones en un 9% luego de la contracción del -11% en 2009. La demanda interna crecerá en 6%, y el 30% de esta sería satisfecha por importaciones. Si se estima que las exportaciones crecerán en 3%, significa que la demanda interna crecerá el doble que la economía.

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación. La estrategia de crecimiento económico a través de los fondos del IESS, de crédito externo (que es limitado) y de impuestos adicionales no constituyen fuentes estables ni necesariamente recurrentes para el futuro, por lo que tanto la CEPAL como el FMI y analistas económicos ecuatorianos estiman que el crecimiento económico del Ecuador se desacelerará desde el 2011.

Fuente: BCE y Ecuador Análisis

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaboración: BWR

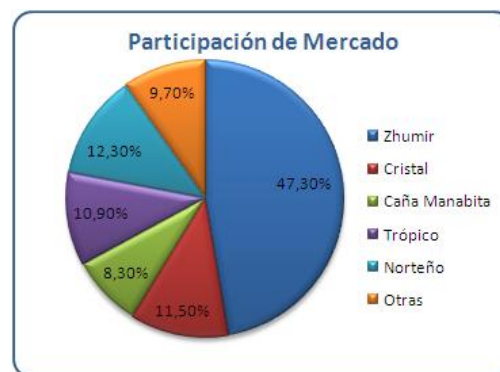
POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

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 Mayo del 2010 el producto cuenta con una participación de mercado nacional de 23%, tomando en cuenta todo tipo

de bebidas alcohólicas. Si solamente se consideran las marcas de bebidas similares a Zhumir, la participación sube a 47.3% 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.

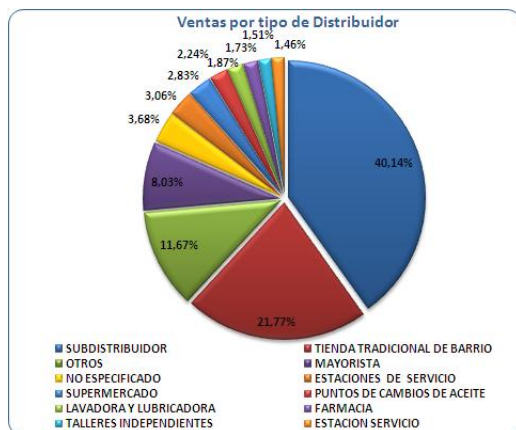


Por otra parte, la experiencia, especialización y escala de operaciones de la Corporación (antes Distribuidora JCC) como cadena de distribución, ha hecho que la empresa sea reconocida por los proveedores como un aliado estratégico para sus ventas. El objetivo es conseguir volumen de ventas a sus proveedores 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 las dos marcas más grandes se concentra el 50.5% de las ventas (sin considerar los productos Zhumir). Este riesgo es mitigado parcialmente mediante contratos en donde se estipulan las condiciones generales de ventas; en las cuales se hace referencia al plazo, la exclusividad de distribución, formas de pago, límites del crédito, si así fuere acordado; del mismo modo se conviene la forma en que el fabricante o productor responderá por la calidad de los productos o defectos de fabricación.

En cuanto al tipo de canales de ventas en el siguiente gráfico se muestra la participación de cada uno en el total de ventas de la Corporación a Sep-2010:



Actualmente, la empresa cuenta con contratos con sus principales proveedores. El contrato con Shell venció en el mes de Octubre, sin embargo la Administración nos ha informado que se ha acordado ya la renovación del mismo para los siguientes tres años y que el proceso terminará en los próximos días. Mientras que el contrato con Delisoda S.A. quien es el franquiciante oficial en el Ecuador de los productos Gatorade, se renovó en el 2009 y tiene una duración de 7 años hasta el 2016.

Corporación Azende cuenta con una base de datos de contactos de alrededor de 100.000 puntos de venta, de los cuales en promedio 65.000 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.

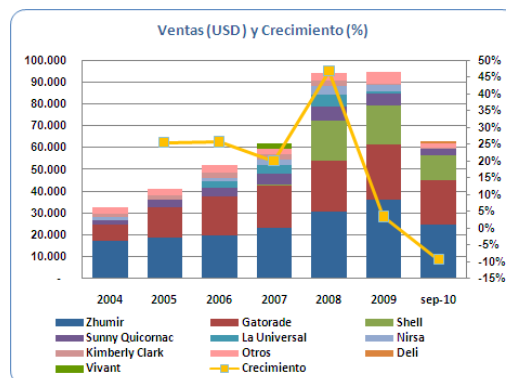
Se destaca la versatilidad de la empresa para poder adaptarse a las necesidades del mercado de forma proactiva, sea en la producción de bebidas como en la capacidad de cambiar de líneas de distribución menos rentables por aquellas que tienen mayor venta.

■ GESTION OPERATIVA

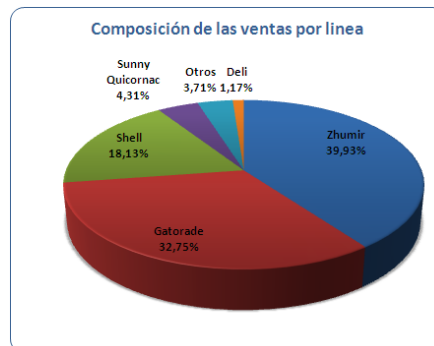
Las ventas netas de Corporación Azende a Sep-10 alcanzan a USD 62.7MM y muestran una disminución de 9.3% respecto de Sep-09 (balances consolidados), sin embargo, si se excluye el efecto del ICE de las bebidas alcohólicas la disminución es únicamente de 4.58%, que obedece básicamente a las decisiones planificadas como políticas en la selección de proveedores, con un mayor peso para productos del grupo económico y para proveedores que acepten las condiciones de exclusividad y estabilidad que permitan mejorar la eficiencia y rentabilidad de la gestión.

El ritmo de crecimiento de las ventas se ha reducido desde el 2009, ya que en los cuatro años anteriores habían alcanzado un crecimiento promedio de 30%.

De acuerdo a las proyecciones presentadas por el emisor, en el período 2010 se espera que las ventas sean menores en 5.7% en relación a las alcanzadas en el 2009, de acuerdo con lo observado a Sep-10 y el lento incremento de los volúmenes de crecimiento de la economía y del consumo interno. Para los siguientes períodos hasta Dic-2010 se estima que se acelerará el ritmo de crecimiento de ventas (4.3% anual promedio), manteniendo una composición que eleva ligeramente la participación de los productos del Grupo frente a los demás proveedores.



A Septiembre del 2010 la composición de las ventas mantiene una alta concentración en las ventas del Grupo (Zhumir y Vivant) observándose ya la política adoptada de selección de proveedores por lo que algunos productos reducen su participación en el total de ventas y otros desaparecen.



La fusión ha significado un incremento del margen bruto, y margen productivo, ya que las ventas del Grupo que anteriormente dejaban un margen tanto en la etapa de producción como en la distribución y ventas, al fusionarse el margen total se visibiliza ya en Azende. El 97% de la producción de Destilería Zhumir se las realizaba a través de Jucremo que desarrollaba la fase de comercialización.

La integración de las fases de producción y de distribución de la empresa ha significado el incremento del margen bruto que ha sido suficiente para absorber el incremento de la mayor carga operacional proveniente de la fase de producción, por lo que el efecto es un crecimiento del margen operativo.

Los márgenes brutos y operativos se incrementan en 16 y 7 puntos porcentuales respectivamente entre Sep-09



(antes de la fusión) y Sep-10 (luego de la fusión). La empresa actualmente maneja un margen bruto de 31.5%, y proyecta un incremento paulatino de 2 puntos porcentuales adicionales hasta el 2015, basada en el proceso de mejoras en la eficiencia y del proceso de distribución, en las rutas, líneas y demás; y en la profundización de las sinergias con las empresas del Grupo.

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 24.9% 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.

El peso del gasto financiero sobre las ventas se incrementa aunque no significativamente luego de la fusión. A Sep-10 mantiene un porcentaje de 0.8% de las ventas netas cercano al que se observaba en Distribuidora Jucremo (0.5% a Sep-09).

Se incrementa también el costo del financiamiento promedio pasando del 12.8% promedio que manejaba Jucremo a 13.4% en Dic-09 y a 17.5% en Sep-2010.

En el período Dic-09 a Sep-10, mejora 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, 2,7% a dic-09 luego de la fusión y 4.14% y a Sep-10 5.22%. Sin embargo, se considera que luego de la contabilización de participaciones e impuestos, la rentabilidad final se reducirá y podría estar cercana a la utilidad planificada para fin de año, ya que la utilidad antes de impuestos a sep-10 es el 61% de la planificada y el cuarto trimestre es cíclicamente de mayores ventas que los demás.

En general, se puede observar un efecto positivo en el estado de resultados de la compañía luego de la fusión con Destilería Zhumir, y en lo que va del año 2010, aunque las ventas de fin de año serán menores a las del año anterior.

▪ ESTRUCTURA DEL BALANCE

La información utilizada para este seguimiento son Estados Financieros interinos directos a Sep-2010 que se realizan bajo las normas internacionales de información financiera que da cumplimiento a la norma legal vigente. 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.

Por lo que 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. Los efectos reales del cambio contable se verificarán en su totalidad al finalizar el año 2010.

A sep-10, el monto de activos totales de la Corporación ascendió a USD 44.942M, lo que representó un incremento del 14.9% en relación con el balance consolidado de Sep-09 y un incremento de 17.1% con respecto al balance de dic-09 que sería el efecto por la aplicación de las NIIF ya que desde el 1 de enero la empresa mantiene sus estados financieros con esa normativa.

La estructura de activos ha cambiado, cambió por la aplicación de las normas NIIF, básicamente por la revalorización de los activos fijos y por la fusión con Zhumir, con lo cual son los más importantes del balance. Lo cual es consistente con la naturaleza del negocio por ser ahora empresa industrial. Los activos fijos (propiedad, planta y equipo) ascienden a USD 14.820M y representan el 33% del activo total a septiembre 2010.

En segundo lugar están los activos corrientes: inventarios (27.2%) y cuentas por cobrar comerciales (21.4%). Mantienen también Inversiones en Acciones que representan el 6.7% de los activos, son Inversiones Las inversiones corresponden a las empresas: Lacofit, Dacorclay y Plasan. La empresa no cuenta con políticas escritas sobre préstamos e inversiones entre compañías relacionadas.

El resto de activos de menor participación constituyen el 11.8% entre los que están gastos anticipados, activos diferidos, activos intangibles.

Los días de rotación de las cuentas por cobrar están en torno a los 47 días y no se vieron afectados por 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 sept-10, los inventarios ascendieron a USD 12.210M. La rotación de inventarios se reduce, los días de inventarios pasan de un promedio de 37 días 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.

ENDEUDAMIENTO

A Sep-10 se mantiene la estructura de apalancamiento observada luego de la fusión, el activo total de Corporación Azende se financia con un 47.1% con patrimonio y el restante 52.9% con pasivos. La fusión significó el fortalecimiento patrimonial de la empresa ya que Distribuidora Jucremo se financiaba con 30% patrimonio y 70% pasivo. 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 72.1% del pasivo total. Dentro del total de pasivos, los de corto plazo (USD 17.139M) están constituidos principalmente por proveedores comerciales que significan el 39.5%, y obligaciones financieras de corto plazo el 24.4%. Los pasivos de largo plazo corresponden en su mayor parte a deuda financiera de largo plazo.

Luego 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 jun-10 la Corporación tiene un indicador de endeudamiento de 1,23:1, relación pasivo total sobre patrimonio tangible. Aún al sensibilizar el índice, considerando cuentas por cobrar a empresas relacionadas restadas del patrimonio, el indicador (1,72:1) se mantiene por debajo del promedio histórico de Jucremo (4,34:1). La deuda financiera sobre el patrimonio tangible es 0,41:1 a Septiembre 2010 y se mantiene en niveles inferiores a los que tenía la Jucremo antes de la fusión (0,72:1 promedio 2007- sep-09) debido a su actividad comercial requería un mayor financiamiento de capital de trabajo que el provisto por sus proveedores. Por lo que con la fusión se incrementó el soporte patrimonial en mayor proporción que la deuda.

Históricamente Distribuidora Jucremo y ahora la Corporación Azende tiene una alta capacidad de generar flujos y la deuda financiera no es superior frente al EBITDA. La deuda financiera total respecto del EBITDA a sep-10 es de 0.92 (0.82 la deuda financiera neta).

El patrimonio de Corporación Azende a sep-10 ascendió a USD 21.182M. El capital social representa el 60.4% del patrimonio, y en este período se capitalizaron USD 800M de aportes para futuras capitalizaciones, con lo que el capital social pasó a USD 12.800M.

A sep-10 se registran además USD 4.303M en el patrimonio por revalorización del activo, como efecto de la aplicación de las normas NIIF.

Los resultados del período (USD 3.27MM) constituyen el 15.5% del patrimonio. La empresa no tiene una política fija de reparto de dividendos.

La Compañía mantiene una estructura saludable de activos con niveles de endeudamiento manejables y en niveles menores a los analizados para Jucremo es decir antes de la fusión.

Se considera que la estructura financiera sólida de la empresa podría mantenerse en el futuro, tanto por la estabilidad en la generación de resultados, como por la acumulación de parte de los mismos en cada período dentro del balance ya que se ha planificado el reparto de dividendos del 40% de las utilidades generadas en cada período.

Si bien la empresa proyecta en los siguientes años inversiones anuales en CAPEX, la deuda total crece en los siguientes dos años, pero los niveles de endeudamiento en relación con el EBITDA no se afectan significativamente y mantienen más bien una tendencia a reducir paulatinamente.

■ CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ

Históricamente Jucremo fue generadora de flujos operativos positivos, que sin embargo, no fueron suficientes para financiar su crecimiento del negocio por lo que en los últimos dos años requirieron de financiamiento externo para cubrir parte del capital de trabajo en expansión.

No obstante, luego de la fusión con la Destilería Zhumir y especialmente en lo que va de este año, los flujos generados son suficientes e incluso excedentarios, para cubrir sus necesidades de capital de trabajo y sus necesidades de Inversión.

Sin embargo, se requirió de una refinanciación parcial de la deuda financiera para cancelar parte de la deuda de corto plazo y realizar el pago de dividendos a los accionistas.

Es importante mencionar que se advierte una disminución coyuntural de días de cuentas por cobrar que podría revertirse en los siguientes meses por el incremento de ventas que se espera para fin de año.

La relación de flujo de fondos operativo (antes de la variación de capital de trabajo) sobre deuda de corto plazo es mayor a 1 en todos los períodos analizados hasta Sep-10.

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, pero en sep-10 la empresa no requirió un incremento fuerte incremento de capital de trabajo por el financiamiento menor de clientes lo que permitió que el flujo de caja operativo sea suficiente para financiar el



capital de trabajo con un excedente de 8% respecto de deuda financiera de corto plazo.

El flujo de fondos operativo como el flujo de caja operativo son positivos y avanzarían a cubrir la deuda financiera de corto plazo, pero los niveles de excedente se reducen drásticamente en relación con lo analizado a Mar-10, esto de debe al incremento de deuda pero también el menor ritmo de ventas que ha experimentado en los dos trimestres anteriores. Es de esperar sin embargo, que en el cuarto trimestre mejore la generación de ingresos y también los niveles de liquidez.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA 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 sep-10 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 44.942M. De este valor, USD 16.223M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 1.417M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 30.902M. La emisión fue de USD 3.000M y el monto en circulación al 30 de septiembre fue USD 1751.5M, con lo cual existiría una cobertura de 17.65 veces sobre el monto en circulación de la emisión más el monto por emitir en la Titularización de Flujos Futuros que se ha planificado.

ACTIVOS	Activos Sep-2010	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	897		897		897
Cuentas por Cobrar	11.134		11.134		11.134
Inversiones Largo Plazo	3.013		3.013		3.013
Inventarios	12.210	5.165	7.045		7.045
Impuestos Anticipados	929		929		929
Pagos Anticipados	393		393		393
Propiedades	9.653	9.122	531		531
Otros Activos Fijos	5.168	1.936	3.232		3.232
Construcciones en curso	673		673	673	0
Activos Intangibles	743		743	743	0
Otros Activos	127		127	0	127
ACTIVO TOTAL	44.942	16.223	28.719	1.417	30.902
Monto de la Emisión Colocado	3.000				
Monto Emisión en Circulación	1.751				
Titularización Flujos Futuros por emitir	6.000				
TOTAL OBLIGACIONES MERCADO	7.751				
Garantía General / Monto Emisión en Circulación					17,65
Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización por Emitir					3,99

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 sep-10, el indicador de endeudamiento neto máximo fue 1.23:1, 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 1.72:1, todavía por debajo del resguardo.

Por otra parte, el índice de endeudamiento financiero máximo a septiembre 2010 se ubicó en 0,41:1, aplicando el estrés aumenta hasta 0,58:1. 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	Preliminar Fusión							PROYECTADOS		
	HISTORICOS							dic-10	dic-11	dic-12
(Miles de USD)	dic-07	dic-08	sep-09	sep-09	dic-09	mar-10	sep-10			
RESULTADOS			(a)		(b)	(c)	(c)			
Ventas	62.123	91.212	68.892	69.220	94.320	21.557	62.751	88.932	92.990	96.865
% crecimiento	20.1%	46.8%	0.7%	1.2%	3.4%	-8.6%	-11.3%	-5.7%	4.6%	4.2%
MARGEN BRUTO (%)	16%	16%	15%	26%	26%	29%	32%	31%	32%	32%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.211	2.196	5.120	6.647	3.508	6.468	7.458	7.776	8.685
MARGEN EBITDA (%)	3.6%	4.6%	3.2%	7.4%	7.0%	16.3%	10.3%	8.4%	8.4%	9.0%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.211	2.196	5.120	6.647	3.508	6.468	7.458	7.776	8.685
MARGEN EBITDAR (%)	3.6%	4.6%	3.2%	7.4%	7.0%	16.3%	10.3%	8.4%	8.4%	9.0%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos)	321	316	-88	856	2.094	1.864	2.339	1.938	1.209	1.492
EBIT (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.934	3.895	2.284	4.264	4.553	1.644	4.128	5.520	6.566	7.194
Gasto Financiero del período	-152	-373	-360	-553	-727	-206	-523	-604	-479	-381
Impuestos a la renta	-329	-916	0	0	-1.055	0	0	-1.187	-1.597	-1.828
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11.1%	17.1%	10.9%	12.4%	13.4%	12.2%	17.5%	8.8%	7.7%	6.8%
UTILIDAD NETA	1.494	2.712	1.847	3.321	2.267	1.224	3.275	3.362	4.491	4.984
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	49.5%	50.3%	30.9%	39.0%	19.6%	28.5%	41.2%	18.4%	19.7%	19.3%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.5%	11.4%	8.3%	12.7%	6.8%	11.7%	19.4%	7.7%	8.8%	9.1%
FLUJO DE CAJA										
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1.815	3.028	1.759	4.176	4.361	3.088	5.614	5.299	5.700	6.476
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	175	-1.738	-2.864	-7.685	-6.219	498	-1.260	2.829	-558	-1.240
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	1.990	1.290	-1.104	-3.509	-1.859	3.586	4.354	8.129	5.142	5.236
Inversión en Activos Fijos	0	-2.731	-2.162	-5.822	-6.366	-36	-662	-662	-3.070	-2.477
Otras Inversiones, Neto	75	-1.515	415	-988	-1.405	-1.317	-2.064	-2.064	120	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.065	-2.957	-2.852	-10.319	-9.629	2.233	1.628	5.403	2.192	2.760
Variación Neta de Deuda Financiera	-755	2.400	2.035	5.081	4.121	-1.566	467	-1.280	-76	-1.067
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	0	5.258	5.868	0	0	0	0	0
Pago de Dividendos	-92	642	-77	0	0	-1.603	-1.603	-1.603	-1.500	-1.800
Otros Financiamientos, Neto	-700	-376	415	-9	-381	364	-592	-1.745	-165	-157
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	519	-291	-479	12	-22	-571	-99	775	451	-285
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH										
EBITDA OPERATIVO	2.255	4.211	2.196	5.120	6.647	3.508	6.468	7.458	7.776	8.685
(-) Gasto Financiero del período	-152	-373	-360	-553	-727	-206	-523	-604	-479	-381
(-) Impuesto a la renta del período	-329	-916	0	0	-1.055	0	0	-1.187	-1.597	-1.828
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div p	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.774	2.922	1.836	4.567	4.865	3.302	5.945	5.667	5.700	6.476
(-) Variación Capital de Trabajo	175	-1.738	-2.864	-7.685	-6.219	498	-1.260	2.829	-558	-1.240
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.949	1.183	-1.028	-3.118	-1.355	3.800	4.685	8.496	5.142	5.236
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	41	106	16	147	427	15	81	81	0	0
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-93	-538	-931	-229	-411	-448	0	0
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-92	642	-77	0	0	-1.603	-1.603	-1.603	-1.500	-1.800
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-2.731	-2.162	-5.822	-6.366	-36	-662	-662	-3.070	-2.477
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.898	-799	-3.343	-9.331	-8.225	1.947	2.089	5.864	572	960
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2.86%	3.20%	2.67%	6.60%	5.16%	15.32%	9.47%	6.37%	6.13%	6.69%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2.255	4.211	2.196	5.120	6.647	3.508	6.468	7.458	7.776	8.685
BALANCE										
Caja e Inversiones Corrientes	1.319	1.018	540	1.030	996	425	897	1.772	2.223	1.959
Activos Totales	17.179	30.401	29.137	39.130	38.392	45.446	44.942	48.561	53.046	56.375
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	986	2.555	2.673	4.605	3.674	2.429	5.805	5.101	2.301	1.823
Pasivo financiero Largo Plazo	0	831	2.747	3.862	3.833	3.511	2.169	1.126	3.850	3.260
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	986	3.386	5.421	8.467	7.506	5.941	7.974	6.227	6.151	5.084
Pasivos con Proveedores	11.136	18.652	14.326	11.862	12.418	11.821	9.388	11.547	11.990	12.402
Otros Pasivos	1.339	1.291	547	3.150	3.260	8.552	6.397	9.518	10.645	11.444
Pasivos Totales	13.462	23.329	20.294	23.479	23.184	26.314	23.759	27.292	28.786	28.930
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	3.718	7.072	8.843	15.651	15.208	19.132	21.182	21.269	24.260	27.444
Patrimonio Tangible	1.879	2.292	5.714	10.235	9.002	11.339	13.775	12.118	15.711	18.714
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.839	4.780	3.129	5.416	6.205	7.793	7.408	9.152	8.549	8.730
Capitalización ****	4.704	10.458	14.263	24.119	22.714	25.073	29.156	27.496	30.411	32.528
Pasivos contingente	0	0	0	0	330	330	0	0	0	0
ACTIVO PIGNORADO	0	5.688	6.630	12.186	17.754	17.754	16.223	0	0	0
Activos Diferidos	0	1.506	178	185	522	699	801	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	17.179	23.208	22.328	26.759	20.115	26.993	27.918	48.561	53.046	56.375
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	3.000	3.000	3.000	2.502	2.252	1.751	1.500	5.525	3.725
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x)		7.74	7.44	8.92	8.04	11.99	15.95	32.37	9.60	15.13
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13.744	18.566	17.863	21.407	16.092	21.594	22.334	38.849	42.437	45.100

(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	Preliminar Fusión							PROYECTADOS		
	dic-07	dic-08	sep-09	sep-09	dic-09	mar-10	sep-10	dic-10	dic-11	dic-12
(Miles de USD)										
INDICADORES FINANCIEROS			(a)		(b)	(c)	(c)			
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	14.86	11.28	6.10	9.25	9.14	17.05	12.36	12.36	16.24	22.77
(EBITDA - Inver.en Activo Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	14.86	3.96	0.09	-1.27	0.39	16.87	11.10	11.26	9.83	16.28
EBITDAR / cargos fijos (intereses y cuota leasing del período)	14.86	11.28	6.10	9.25	9.14	17.05	12.36	12.36	16.24	22.77
Deuda Financiera Total / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	0.44	0.80	1.85	1.24	1.13	0.42	0.92	0.83	0.79	0.59
Deuda Financiera Neta / EBITDA o EBITDAR (x) Anual	-0.15	0.56	1.67	1.09	0.98	0.39	0.82	0.60	0.51	0.36
Deuda Financiera Total (ajustada a leasing) / FFO (x)	0.56	1.16	2.21	1.39	1.54	0.45	1.01	1.10	1.08	0.79
(FCF) Flujo de caja libre/ deuda financiera total (ajustada al leasing) (%)	192%	-24%	-82%	-147%	-110%	131%	35%	94%	9%	19%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Capitalización (%)	21.0%	32.4%	38.0%	35.1%	33.0%	23.7%	27.3%	22.6%	20.2%	15.6%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	3%	29%	27%	4%	2%	0%	3%	2%	0%	0%
Deuda Financiera Total ajustada leasing / Pasivo Total (%)	7%	15%	27%	36%	32%	23%	34%	23%	21%	18%
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio (x)	3.62	3.30	2.30	1.50	1.52	1.38	1.12	1.28	1.19	1.05
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible	3.93	5.51	2.47	1.62	1.69	1.58	1.23	1.46	1.28	1.13
Pasivo Total ajustado leasing / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	7.17	10.18	3.55	2.29	2.58	2.32	1.72	2.25	1.83	1.55
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible	0.33	0.89	0.70	0.60	0.57	0.39	0.41	0.33	0.27	0.20
Deuda Financiera / Patrimonio Tangible (BWR estresado)	0.53	1.48	0.95	0.83	0.83	0.52	0.58	0.51	0.39	0.27
LIQUIDEZ										
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (ajustado a leasing)	100.0%	75.5%	49.3%	54.4%	48.9%	40.9%	72.8%	81.9%	37.4%	35.9%
Caja e Inv. Corrientes / Deuda Financiera Corto Plazo (incluyendo cuota leasing)	133.7%	39.9%	20.2%	22.4%	27.1%	17.5%	15.5%	34.7%	96.6%	107.4%
FFO / intereses del período (FFO/interest cover)	1269.4%	882.9%	610.2%	925.4%	769.0%	1704.6%	1236.2%	1038.9%	1290.4%	1797.6%
CFO / intereses del período (CFO/interest cover)	1384.7%	417.1%	-185.5%	-463.6%	-86.3%	1946.5%	995.4%	1507.8%	1173.9%	1472.6%
FFO / cargos fijos (intereses periodo+cuota leasing)	1269.4%	882.9%	610.2%	925.4%	769.0%	1704.6%	1236.2%	1038.9%	1290.4%	1797.6%
CFO / cargos fijos	1384.7%	417.1%	-185.5%	-463.6%	-86.3%	1946.5%	995.4%	1507.8%	1173.9%	1372.6%
FFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.80	1.14	0.92	1.32	1.32	5.44	1.37	1.11	2.48	3.55
CFO / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.98	0.46	-0.51	-0.90	-0.37	6.26	1.08	1.67	2.23	2.87
FFO / Porción Corriente LP (x) Anual		4.15	1.75	4.34	1.98	7.36	2.29	2.76	2.03	2.76
CFO / Porción Corriente LP (x) Anual		1.68	-0.98	-2.96	-0.55	8.47	1.80	4.13	1.84	2.23
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período) (x) Anual	2.29	1.65	1.10	1.48	1.81	5.78	1.49	1.46	3.38	4.76
EBITDAR / (Deuda Financiera Corto Plazo + Cuota leasing período + Gasto financiero perío	2.70	1.93	1.33	1.76	2.26	8.73	1.69	1.66	4.27	6.02
EBITDAR / (Porción Corriente Deuda LP + Cuota leasing + Gastos Financieros) (x) Anual	14.86	3.91	1.56	3.19	2.09	5.36	2.07	2.80	2.37	3.18
Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.92	-0.31	-1.67	-2.70	-2.24	3.21	0.48	1.15	0.25	0.53
Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual		-2.27	-4.23	-11.81	-5.57	6.12	1.25	3.84	0.25	0.53
OTROS INDICES										
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3.381	3.501	5.678	9.481	8.769	8.615	8.425	7.549	11.523	13.133
Liquidez Acida (x)	0.92	0.81	0.78	0.83	0.92	0.87	0.78	0.92	1.09	1.11
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales) / Pasivo Corriente (x)	0.78	0.66	0.67	0.66	0.74	0.65	0.61	0.68	0.83	0.84
Activo corriente / Pasivo Total (x)	1.25	1.11	1.14	1.21	1.17	1.02	1.08	1.06	1.09	1.15
Patrimonio / Activo Total (x)	0.20	0.23	0.30	0.40	0.37	0.40	0.47	0.44	0.46	0.49
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	6	8	8	7	7	8	7	7	6
Días de cuentas por cobrar	54	56	44	45	50	50	43	52	55	56
Rotación de inventarios (x)	12	10	8	5	7	6	5	7	7	6
Días de inventarios	31	37	44	66	53	65	77	55	55	60
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	4	5	6	6	4	5	4	4	4
Días de cuentas por pagar	77	88	66	62	64	83	74	82	82	82
Rotación Capital de Trabajo	15	22	14	7	8	7	7	8	5	5
Días de Capital de Trabajo	23	16	26	50	45	50	53	45	66	72
Días de Ciclo de Operación	15	12	5	1	7	18	7	20	37	38

(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.

