

Ecuador
 Emisión Obligaciones

CORPORACIÓN
AZENDE CIA. LTDA.

Calificación – Quinto Seguimiento

Tipo de Instrumento	Calif. Actual	Calif. Anterior	Último Cambio
Emisión de Obligaciones	AA+	AA	may-11

Resumen Financiero

(Millones USD)	2007	2008	2009*	2010*
Activos	17.1	30.4	46.4	47.9
Ventas	62.1	91.2	94.2	85.8
Margen EBITDA (%)	3.63	4.67	6.58	7.26
ROA (%)	9.4	11.4	5.9	6.3
Capitalización (%)	21	32	27	24
Deuda Financiera Total /FFO (x)	0.56	1.11	1.70	1.54

*La información financiera 2009 y 2010 corresponde a información auditada de las empresas fusionadas Distribuidora Jucremos Cía. Ltda. y Destilería Zhumir, ahora Corporación Azende. La información 2007 y 2008 corresponde solamente a Distribuidora Jucremo, que fue la empresa emisora original.

Características de la 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 1.500.000
Plazo:	1.080 días (3 años)
Cupón de Interés:	TPR (BCE) más 2 puntos porcentuales
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

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador
 (593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Lorena Oliva, Ecuador
 (593 2) 222 23 23
l.oliva@bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros auditados 2009 y 2010 según normas NIIF y estados financieros internos e información adicional con corte a Febrero 2011, de **Corporación Azende Cía. Ltda., antes Distribuidora Jucremo Cía. Ltda.**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió subir la calificación a **“AA+” (Doble A Más)** a la Emisión de Obligaciones Generales que se analiza en este estudio.

De acuerdo a la descripción de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la calificación de **“AA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía en general”**.

La calificación otorgada es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del emisor y /o de la transacción.

La calificación incorpora la alta capacidad de la empresa para generar flujos y retornos, con productos y servicios bien posicionados e importantes barreras de entrada.

La empresa está administrada por profesionales con experiencia y conocimiento del mercado. Los accionistas participan de la dirección y mantienen políticas consistentes con la realidad de la empresa y la experiencia de 45 años de trayectoria.

Corporación Azende se encuentra bien posicionada en las dos líneas principales de negocio que maneja, por una parte la producción de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, cuya participación de mercado ha crecido significativamente en los últimos años. Por otro lado, la capacidad desarrollada como una eficiente cadena de distribución de productos de consumo masivo, que es considerada como su principal fortaleza.

El reciente reemplazo del total de la deuda financiera por deuda de largo plazo en mercado de valores ha mejorado la posición de liquidez de la Corporación

FECHA COMITE: 13/Mayo/2011

ESTADOS FINANCIEROS A: 28/Feb/2011

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.



cubriendo la totalidad de la deuda de corto plazo con los flujos generados.

Se considera que la empresa está en capacidad de continuar generando al menos el nivel de flujos actuales, los cuales cubren de manera holgada el endeudamiento registrado. La empresa mantiene actualmente una adecuada estructura de apalancamiento que le permite continuar creciendo y respalda los potenciales riesgos del negocio.

Se espera que tanto la liquidez como el endeudamiento mantengan su tendencia holgada y positiva ya que no se prevé endeudamiento adicional a mediano plazo. Tanto el capital de trabajo como las inversiones en CAPEX estarían cubiertos con el flujo propio de la empresa.

Uno de los principales riesgos observados es la concentración en dos proveedores de productos importados. Dado el actual esquema de dolarización que mantiene el país y frente a un eventual cambio de moneda podría existir un riesgo de tipo de cambio, en el caso de la desdolarización de la economía, para lo cual la concentración de proveedores externos es un factor desfavorable.

El riesgo de concentración y los riesgos propios de la industria, especialmente en relación a intervenciones del Gobierno para limitar importaciones, se mitigan por la alta flexibilidad del negocio y de la cadena de distribución que ha demostrado puede reemplazar los productos distribuidos con relativa facilidad. Además, los altos márgenes que maneja actualmente el negocio podrían soportar eventuales cambios en los costos de los productos importados en relación al riesgo de tipo de cambio.

■ ANALISIS FODA

FORTALEZAS

- Administración profesional, con conocimiento del mercado y experiencia.
- 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 y producidos localmente, 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.
- Incremento general del sector consumo en la economía.

DEBILIDADES

- Concentración de proveedores en el negocio de distribución.
- Inversión en empresas relacionadas todavía no generan utilidad que aun requieren de flujo por parte de la Corporación.

AMENAZAS

- Volatilidad en precios internacionales de las materias primas.
- Déficit comercial estructural de la balanza no petrolera que a futuro podría presionar las reservas de liquidez de la economía.
- Vulnerabilidad de la economía ecuatoriana por alta dependencia de la producción y exportación petrolera.

■ 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. De acuerdo al informe auditado esta transacción generó un aumento de activos por USD 11,475,082, pasivo por USD 3,631,916 y patrimonio por USD 7,843,166.

Mediante Resolución No. SC.DIC.C.10.275 del 7 de abril 2010, la Superintendencia de Compañías aprobó el cambio de nombre de la Compañía Distribuidora Jucremo JCC Cía. Ltda. por Corporación Azende Cía. Ltda.

Mediante Resolución del 10 de enero 2011 la Superintendencia de Compañías autorizó la oferta pública de la Primera Titularización de Flujos Futuros de Corporación Azende. La emisión fue de USD 6,000,000 la totalidad de los títulos fue colocada durante los meses de enero y febrero del 2011.

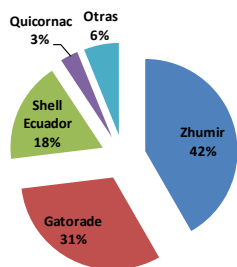
■ DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

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 permitió que la empresa crezca hasta convertirse en la actualidad en una compañía con procesos totalmente industrializados y líder del mercado en el segmento de licores del mismo tipo.

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.



Ingresos por línea de Negocios 2010



Fuente: Corporación Azende
Elaboración: BWR

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 funciona como una empresa industrial pero con un importante componente comercial que continua manejando la distribución de varios productos de consumo masivo.

La planta de producción de Zhumir ubicada en la zona austral del país tiene una capacidad instalada de producción promedio es de 35.600 botellas por mes. La producción está dividida en tres líneas principales que son: bebidas alcohólicas, bebidas no alcohólicas y agua embotellada. La producción real promedio es del 73% de la capacidad instalada.

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 70.000 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.

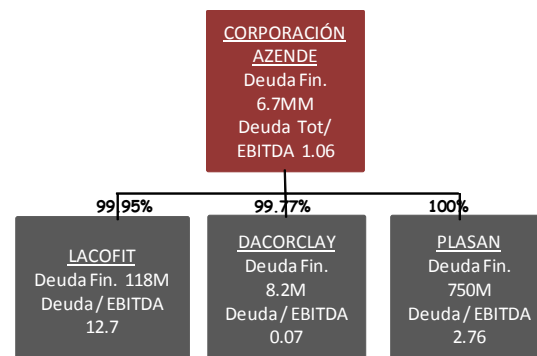
Como parte de su estrategia de negocios, durante el 2010 la empresa emprendió una selección de proveedores en busca de los productos que generen mayores márgenes de rentabilidad y permitan mejorar la eficiencia en la cadena de distribución. Además en ese año, la empresa firmó contratos con dos de los principales proveedores con los que se mantendría la relación comercial a mediano plazo.

■ ESTRUCTURA DEL GRUPO

Corporación Azende, es la cabeza del grupo empresarial.

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 Dic-2010

Por otro lado, el grupo accionarial mayoritario tiene otras empresas que complementan la distribución en el exterior. Estas empresas son Inversiones RIND y Distribuidora PROFIT en Perú. Estas empresas están operando desde el año 2003

Distribuidora PROFIT, empresa del grupo, ha recibido préstamos que podrían capitalizarse con la finalidad de impulsar el crecimiento de la capacidad de distribución del Grupo en Perú, considerando el fuerte crecimiento del segmento de bebidas en ese mercado.

ACCIONISTAS Y SOPORTE

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

SOCIOS	Capital al 31 Dic 2010	%
EL TAHUAL CIA. LTDA.	5,952	46.5%
COPREDI CIA. LTDA.	2,688	21.0%
GERMAN TORRES LEON	960	7.5%
PEDRO MIRANDA RIVADENEIRA	640	5.0%
JULIO UGALDE JERVES	640	5.0%
JOSE UGALDE JERVES	640	5.0%
MYRIAM MORENO LOPEZ	448	3.5%
IRINA CRESPO MORENO	320	2.5%
NATHALIE CRESPO MORENO	256	2.0%
JUAN CARLOS CRESPO MORENO	256	2.0%
TOTAL	12,800	100.0%

Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

Con la nueva estructura, todos los accionistas tienen nacionalidad ecuatoriana. La razón social de El Tahual es la tenencia de acciones e inmobiliaria. Copredi es fabricante de envases plásticos. La familia Crespo representa la mayor accionista de El Tahual y Copredi.

El soporte de los accionistas de Corporación Azende se refleja en el incremento constante del Patrimonio por las utilidades retenidas.



■ ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

El nivel más alto de decisión es la Junta General de Socios a cuyo cargo está el nombrar a la plana gerencial, incluido el Presidente Ejecutivo. La empresa cuenta con un directorio nombrado de entre los accionistas quienes ejercen funciones de consultores. El Presidente ejecutivo (representante legal de la empresa) también es uno de los accionistas mayoritarios del grupo y cuenta con formación profesional y experiencia.

Existe un protocolo familiar en cuanto a la sucesión de mandos gerenciales, ocupación de posiciones estratégicas, etc de los miembros de la familia.

Así mismo, cuentan con políticas establecidas e implementadas en cuanto a las transacciones con empresas relacionadas y/o con accionistas.

La estructura administrativa cuenta con siete áreas estratégicas y de soporte dirigidas por personas capacitadas y con experiencia para ejercer adecuadamente sus funciones.

Una fortaleza de la empresa es la calidad gerencial comprometida con altos principios de integridad y transparencia.

Por otro lado, la empresa cuenta con una estructura operacional y comercial adecuada con normas y controles establecidos y eficientes.

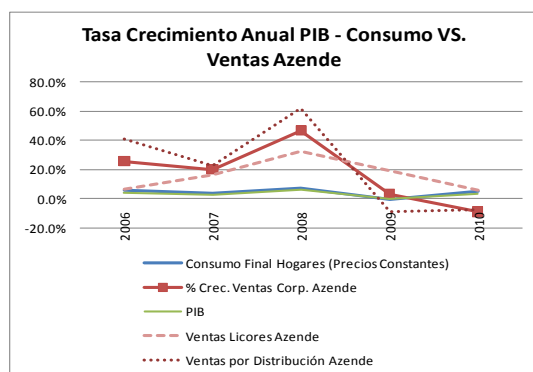
La coordinación de la logística comercial se la realiza desde la matriz mediante un software centralizado con todas las operaciones conectadas en línea. El área de logística controla la entrega y recuperación de crédito a nivel nacional, así como el manejo de fletes e inventarios.

Al mes de febrero 2011 la empresa cuenta con 809 empleados, 7 Directivos, 656 empleados administrativos y de ventas, y 146 operarios. Corporación Azende no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales significativos. La provisión para jubilación patronal se encuentra al día, se la realiza con base en un estudio actuarial.

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



El comportamiento de las industrias dirigidas al consumo masivo está directamente relacionado a la capacidad de consumo de los hogares. Esta capacidad a partir del último trimestre del 2009, ha mostrado recuperación, la misma que se mantendría mientras el gobierno siga inyectando recursos a la economía y mientras el precio del petróleo lo permita.

En cuanto a los productos de consumo masivo que distribuye la empresa en su mayor parte son importados. Si bien no se observa un riesgo de desaceleración del consumo en el corto plazo por los niveles actuales de liquidez en la economía, sí existe un potencial riesgo sistémico y de eventuales limitaciones en las importaciones.

Además, se considera que existe un riesgo de tipo de cambio y transferencia con los proveedores externos en el caso de que se produjera el cambio de la moneda en la economía ecuatoriana. El riesgo de concentración en proveedores externos que maneja Corporación Azende se mitiga con los altos márgenes que podrían absorber costos adicionales en relación al tipo de cambio. No se observa un potencial riesgo de desdolarización de la economía en el corto plazo.

La tasa de crecimiento de este segmento se mueve consistentemente con el consumo de los hogares.

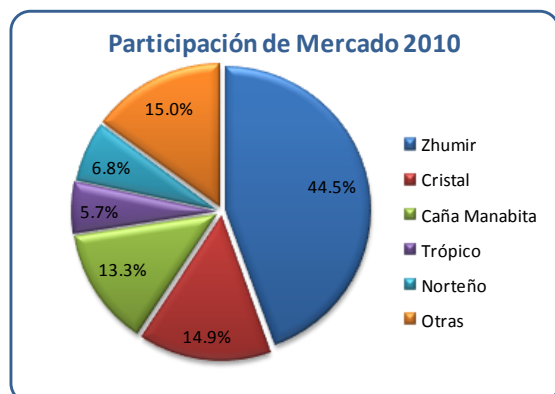
Por otra parte, el sector licorero en Ecuador enfrenta un estancamiento en sus ventas en los últimos cuatro años, con ventas anuales aproximadas de US\$40 millones, montos similares a los registrados en 2006. Entre las principales razones está el régimen de aranceles impuesto por el Gobierno desde el año 2009 y el alto nivel de productos de contrabando en el mercado. Pese a que la Corporación debe enfrentar regulaciones por manejar un producto que puede ser sujeto a control por parte del Gobierno además incrementos de impuestos para regular el consumo, también se ha beneficiado por ser producido localmente lo que ha generado barreras de entrada para el producto importado.

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, lo cual es considerado su principal fortaleza.

En cuanto a los productos Zhumir, de acuerdo a información proporcionada por el emisor, a Diciembre del 2010 el producto cuenta con una participación de mercado nacional de 22%, tomando en cuenta todo tipo de bebidas alcohólicas. Si solamente se consideran las marcas de bebidas similares a Zhumir, la participación sube a 44.5% 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.



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

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%).

Como ya se mencionó, 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 49% 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.

Actualmente, la empresa cuenta con contratos con sus principales proveedores. El contrato con Shell se renovó en el 2010 por un período de tres años. Mientras que el contrato con Delisoda S.A. quien es el franquiciante oficial en el Ecuador de los productos Gatorade, se renovó en el 2009 y tiene una duración de 7 años hasta el 2016.

Se considera que la empresa tanto en el negocio de venta de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, como en el negocio de la distribución se encuentra bien posicionada con productos de alta aceptación en el mercado y con potencial de crecimiento.

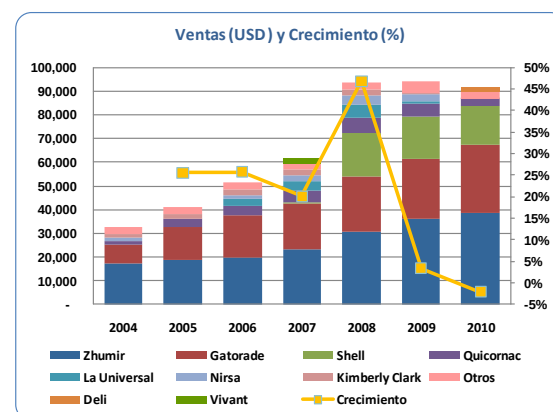
Se destaca la versatilidad de la empresa para poder adaptarse a las necesidades del mercado de forma proactiva, sea en la producción de bebidas como en la capacidad de cambiar de líneas de distribución menos rentables por aquellas que tienen mayor venta.

ANÁLISIS FINANCIERO

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados al 2009 y 2010 por firma PKF Accountants & Business Advisers presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), e información interina a febrero 2011 también bajo normas NIIF.

En el año 2009 las empresas Distribuidora Jucremo (emisor original) y Destilería Zhumir, pertenecientes al mismo grupo económico decidieron fusionarse. En el presente reporte, la información histórica antes del 2009 corresponde solamente a Distribuidora Jucremo, los períodos 2009, 2010 y febrero 2011 así como la información proyectada considera estados financieros de las empresas fusionadas, hoy llamada Corporación Azende.

GESTION OPERATIVA



Las ventas netas de Corporación Azende a Dic-10 alcanzaron un monto de USD 85.8MM y muestran una disminución de 8.9% respecto al año 2009. Sin embargo, si se excluye el efecto del ICE de las bebidas alcohólicas la disminución es únicamente de -3.8%, 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%.

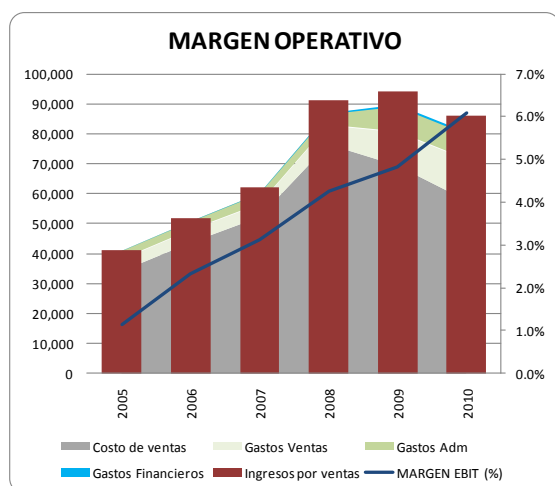
De acuerdo a las proyecciones presentadas por el emisor, en el período 2011 se espera que las ventas recuperen su ritmo de crecimiento después del cambio en las líneas de proveedores y la estabilidad en el consumo. La proyección considera un crecimiento esperado de las ventas de 7% en el 2011 y 4.3% en el período 2012-



2015. Hasta el mes de marzo 2011 la empresa ha cumplido con el presupuesto de ventas.

La fusión significó 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 en Corporación Azende.

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. El margen bruto tuvo un crecimiento de 6 puntos porcentuales en el último período (dic-09 26.3%, dic-10 32.6%), lo que compensó el decrecimiento de los ingresos por ventas. El cambio de proveedores en el 2010 por líneas más rentables aportó también al incremento del margen.



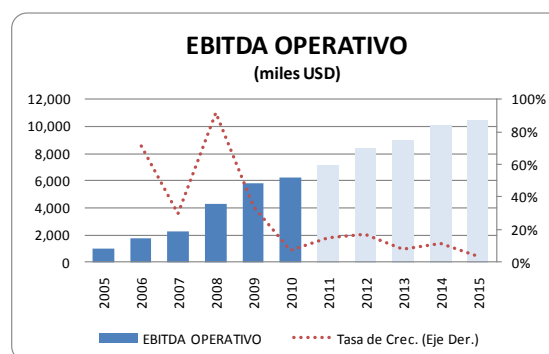
Históricamente los gastos operacionales de Distribuidora Jucremo absorbían en promedio el 12% de las ventas. Después de la fusión, y considerando el cambio de la naturaleza de la empresa y del tamaño de la misma, el gasto operativo representa el 25.6% del ingreso por ventas. El peso del gasto operativo en el 2010 es mayor en comparación al 2009 por un crecimiento más acelerado del gasto operativo en relación al incremento de los ingresos.

El aumento de gasto operativo corresponde principalmente a gastos de ventas (publicidad, sueldos vendedores). A feb-11 el crecimiento anual del gasto de ventas es de 72%. La proyección considera que se mantendrá un peso de gasto operativo promedio de 25% de los ingresos netos.

El peso del gasto financiero sobre las ventas se incrementó ligeramente en el 2010, sin embargo el costo financiero en relación a la deuda financiera ha disminuido con el nuevo financiamiento en mercado de valores.

En el período 2010, mejora el resultado neto comparativamente al resultado del 2009 tanto en monto como en la relación de la utilidad neta frente al ingreso.

Los márgenes operativo y neto de Corporación Azende mantienen una curva creciente que se acentuó después de la fusión de las compañías, mostrando la alta capacidad de la empresa para la generación de flujos operativos. El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento volátil de los flujos antes de la fusión de las compañías, a partir del 2009 se observa un comportamiento más estable. En el 2010, el EBITDA creció en 7%, en el período 2011-2015 se espera un crecimiento promedio del 11%.



La empresa se encuentra bien posicionada tanto con productos propios como con su cadena de distribución. De continuar las actuales condiciones macroeconómicas se estima que la Corporación tiene la capacidad de continuar generando flujos de acuerdo a las proyecciones presentadas.

ESTRUCTURA DEL BALANCE

ACTIVOS

A feb-10, el monto de activos totales de la Corporación ascendió a USD 49.264M. Los activos líquidos representan el 60% del balance, de los cuales los más importantes por participación son las Cuentas por cobrar y los inventarios.

Al mes de febrero 2011, se observa un monto alto en Caja e Inversiones temporales que se explica por la reciente colocación de los títulos de la Titularización de Flujos Futuros que se realizó en ese mes. Se espera que en el corto plazo esta liquidez sea utilizada en inversiones de activo fijo. Sin embargo, una parte de esos recursos se mantendrán líquidos siguiendo la política de liquidez actual de la empresa.

Las cuentas por cobrar son el 20% del activo, en su mayor parte son cuentas a terceros y una pequeña fracción corresponde a cuentas con relacionadas. La cartera es diversificada, el mayor cliente representa el 7% de la cartera total. Los días de rotación promedio de la cartera comercial a febrero 2011 fue de 44 días, ligeramente menor al promedio histórico por efecto estacional de ese mes. Las políticas de cuentas por cobrar comerciales están divididas en el segmento consumo y lubricantes y se mantienen estadísticas

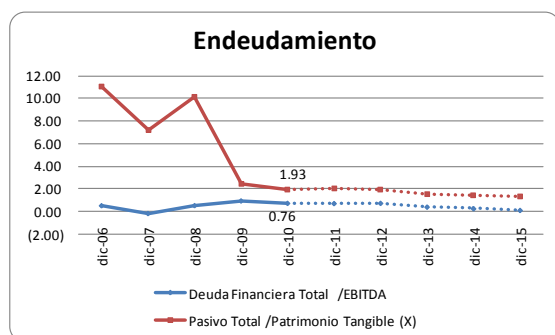


detalladas sobre el número de deudores, plazo y monto en cada uno de los segmentos.

Los inventarios representan el 21% del activo. El 70% corresponde a producto terminado que en su mayoría no tiene caducidad. Los productos son de consumo masivo y la Administración considera que son de fácil realización. La rotación de inventarios se redujo a partir de la fusión, los días de inventarios pasaron de un promedio de 37 días que manejaba Jucremo a 65 días en Corporación Azende, por efecto del cambio en la composición del inventario.

El activo no corriente está conformado principalmente por la Propiedad, Planta y Equipo que a feb-10 ascendió a USD 16 MM y corresponde al 32% del activo. La fábrica de producción está dividida en tres líneas por el tipo de producto entre bebidas alcohólicas y no alcohólicas. En las tres líneas la producción real actual utiliza el 87% y 66% de la capacidad instalada. La fábrica tiene capacidad de continuar creciendo y es flexible a cambios en los productos, lo que les ha permitido innovar las presentaciones y sabores de los productos en los últimos años.

ENDEUDAMIENTO



Al mes de febrero 2011 el pasivo de Corporación Azende financia el 57% del activo. El pasivo financiero a esta fecha consta únicamente de endeudamiento con mercado de valores una vez que fueron colocados los títulos de la Titularización de Flujos Futuros. Uno de los objetivos de esta emisión fue la sustitución de pasivos, hecho que se hace evidente al mes de febrero, obteniendo la empresa un financiamiento mayoritario de largo plazo.

El cambio en la composición del pasivo a partir de la emisión, beneficia a la liquidez de la empresa y permite además disminuir el costo financiero a corto y mediano plazo.

El pasivo corriente actualmente corresponde en su mayor parte a proveedores comerciales. Corporación Azende cuenta con financiamiento de proveedores de materia prima para la producción de la Destilería y además con proveedores de producto terminado para la distribución. Los días de rotación promedio de las cuentas por pagar comerciales a febrero 2011 es 70 días. Este indicador es superior a los promedios históricos, en parte por un efecto estacional de los dos primeros meses del año pero también responde a una renegociación de plazos con los

proveedores. La proyección considera 68 días de financiamiento promedio anual hasta el 2015.

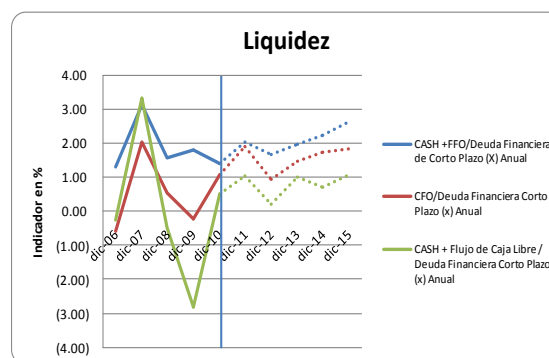
Luego de la fusión y de la aplicación de las normas NIIF, la empresa registra como pasivos de largo plazo los Impuestos Diferidos generados por la valoración de activos por un monto de USD 2,421M de acuerdo al informe auditado.

En general los niveles de endeudamiento de Corporación Azende han mostrado una tendencia decreciente y son menores a los indicadores históricos de Distribuidora Jucremo. Se considera que la Compañía mantiene una estructura saludable de endeudamiento en relación a su patrimonio y también en relación a los flujos generados. Al mes de diciembre 2010 el EBITDA generado podría pagar la Deuda Financiera Total en un año.

Se considera a la actual estructura financiera de Corporación Azende sólida y con posibilidad de mantenerse en el corto y mediano plazo, tanto por la estabilidad en la generación de resultados, como por la acumulación de parte de los mismos en cada período dentro del balance. De acuerdo a las proyecciones la compañía mantendría estables los indicadores de endeudamiento en relación al patrimonio y a su capacidad de generación.

La proyección considera financiamiento para inversiones en CAPEX en niveles similares a los del año 2010, y el pago de dividendos del 50% promedio de las utilidades del período. No existe una política escrita de pago de dividendos, en el 2010 se repartió el 40% de la utilidad generada en el 2009.

CAPACIDAD DE PAGO Y LIQUIDEZ



Históricamente Jucremo fue generadora de flujos operativos positivos, que sin embargo, tenían un comportamiento volátil dependiendo de la necesidad de capital de trabajo para financiar cuentas por cobrar e inventarios dependiendo del crecimiento de las ventas.

A partir de la fusión con la Destilería Zhumir y especialmente en el año 2010, los flujos generados son suficientes e incluso excedentarios, para cubrir sus necesidades de capital de trabajo y sus necesidades de Inversión.

Al mes de diciembre 2010, el flujo de fondos operativo (FFO) permite cubrir la totalidad de la variación de capital de trabajo, las inversiones en CAPEX y el pago



de dividendos, dejando un flujo de caja libre positivo. A febrero 2011 con la sustitución de pasivos realizada a través de mercado de valores la relación entre el flujo de fondos y la deuda de corto plazo mejora considerablemente dado que el financiamiento en su mayor parte se trasladó al largo plazo.

Las proyecciones consideran flujos de fondos más estables y crecientes para los siguientes cuatro períodos apoyados en la actual capacidad de generación de resultados y el financiamiento de obtenido de largo plazo.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA Y RESGUARDOS

Las emisiones tienen garantía general, por tanto están garantizadas con los activos de la empresa. Los activos libres que se constituyen en garantía, de acuerdo a la regulación vigente, corresponden a los activos totales de la compañía, excluidos los activos diferidos, pignorados, y desde junio del año 2010, tampoco se considerarán los inventarios “perecibles”.

A feb-11 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 49,264M. De este valor, USD 20,640 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 680M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 31,544 M. La emisión fue de USD 3.000 M y el monto en circulación al mes de febrero 2011 fue USD 1,500M, con lo cual existiría una cobertura de 21.03 veces sobre el monto en circulación de la emisión. Al mes de febrero 2011 fueron colocados los títulos de la Primera Titularización de Flujos Futuros de Corporación Azende por un monto de USD 6,000M. Incluyendo este monto los activos cubren 4.21 veces los títulos que están en circulación en el mercado.

ACTIVOS	Activos Feb-2011	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	4,335		4,335		4,335
Cuentas por Cobrar	10,011		10,011		10,011
Inversiones Largo Plazo	3,013		3,013		3,013
Inventarios	10,513	9,582	931		931
Impuestos Anticipados	1,215		1,215		1,215
Pagos Anticipados	605		605		605
Propiedades	16,007	11,058	4,949		4,949
Otras Cuentas por Cobrar	1,960		1,960		1,960
Derechos Fiduciarios	778		778		778
Activos Intangibles	680			680	0
Otros Activos	148		148		148
ACTIVO TOTAL	49,264	20,640	28,624	680	31,544
Monto de la Emisión Colocado	3,000				
Monto Emisión en Circulación	1,500				
Titularización Flujos Futuros emitida	6,000				
TOTAL OBLIGACIONES MERCADO	7,500				
Garantía General / Monto Emisión Oblig. en Circulación					21.03
Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización					4.21

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

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 feb-11, el indicador de endeudamiento neto máximo fue 1.50:1, 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 e inversiones en relacionadas, el resultado indicador sería de 2.05:1, todavía por debajo del resguardo.

Por otra parte, el índice de endeudamiento financiero máximo a febrero 2011 se ubicó en 0.40:1, aplicando el estrés aumenta hasta 0.55:1. 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 ha significado menores necesidades de apalancamiento 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-07	dic-08	dic-09	dic-10	feb-11
RESULTADOS					
Ventas	62,123	91,212	94,320	85,890	14,153
% crecimiento	20.1%	46.8%	3.4%	-8.9%	-1.1%
Costos	-52,244	-76,585	-69,490	-57,865	-10,001
% crecimiento	19.5%	46.6%	-9.3%	-16.7%	3.7%
MARGEN BRUTO (%)	15.9%	16.0%	26.3%	32.6%	29.3%
Otros Ingresos Operativos	0	0	0	0	0
% crecimiento	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,255	4,326	5,805	6,238	784
MARGEN EBITDA (%)	3.6%	4.7%	6.2%	7.3%	5.5%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2,255	4,326	5,805	6,238	784
MARGEN EBITDAR (%)	3.6%	4.7%	6.2%	7.3%	5.5%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	321	431	1,252	1,006	487
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1,934	3,895	4,553	5,232	296
MARGEN EBIT (%)	3.1%	4.3%	4.8%	6.1%	2.1%
Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-112
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0.2%	0.4%	0.8%	0.9%	0.8%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11.1%	17.1%	14.2%	11.2%	9.5%
Impuestos a la renta	-329	-916	-1,055	-1,134	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	18.1%	25.2%	31.8%	27.5%	0.0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	1.9%	2.5%	10.9%	8.7%	11.6%
UTILIDAD NETA	1,494	2,712	2,267	2,989	152
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2.4%	3.0%	2.4%	3.5%	1.1%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	49.5%	50.3%	17.4%	14.9%	4.3%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9.5%	11.4%	5.9%	6.3%	1.9%
FLUJO DE CAJA A PARTIR DEL RESULTADO NETO (FLUJO UR)					
Resultado Neto de la Gestión Ajustado (Depreciación, Amortización; Provisiones)	1,815	3,143	3,519	3,995	639
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	175	-1,805	-5,462	46	1,630
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	2,065	-2,957	-8,859	1,170	1,869
Inversión en Activos Fijos	0	-2,780	-6,366	-2,134	-69
Otras Inversiones, Neto	75	-1,515	-551	-738	-332
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	2,065	-2,957	-8,859	1,170	1,869
Variación Neta de Deuda Financiera	-755	2,400	3,466	-150	799
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	6,474	0	0
Pago de Dividendos	-92	642	-77	-900	0
Otros Financiamientos, Neto	-690	-386	-1,202	1,049	-322
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	529	-301	-198	1,169	2,346
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH					
EBITDA OPERATIVO	2,255	4,326	5,805	6,238	784
(-) Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-112
(-) Impuesto a la renta del período	-329	-916	-1,055	-1,134	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	0
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1,774	3,037	4,024	4,344	672
(-) Variación Capital de Trabajo	175	-1,805	-5,462	46	1,630
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1,949	1,232	-1,438	4,391	2,302
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	41	106	427	423	18
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-931	-772	-50
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-92	642	-77	-900	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-2,780	-6,366	-2,134	-69
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1,973	-2,315	-8,935	270	1,869
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-755	2,400	3,466	-150	799
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-690	-386	-1,202	1,049	-322
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	6,474	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	529	-301	-198	1,169	2,346
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	791	1,319	1,018	821	1,989
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	1,320	1,018	821	1,989	4,335
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1,319	1,018	821	1,989	4,335
COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	0	0	0	0
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2.86%	3.33%	4.27%	5.06%	4.74%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2,255	4,326	5,805	6,238	784
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	1,319	1,018	821	1,989	4,335
Activos Totales	17,179	30,401	46,449	47,984	49,264
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	986	2,555	2,895	4,533	2,216
Pasivo financiero Largo Plazo	0	831	3,957	2,169	5,284
Financiamiento Leasing	0	0	0	0	0
Contingentes que deban ser considerados como deuda financiera	0	0	0	0	0
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	986	3,386	6,852	6,701	7,501
Pasivos con Proveedores	11,136	18,652	11,571	10,137	11,713
Otros Pasivos	1,339	1,291	9,071	10,101	8,854
Pasivos Totales	13,462	23,329	27,493	26,940	28,068
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	3,718	7,072	18,954	21,044	21,196
Patrimonio Tangible	1,879	2,292	11,459	13,926	13,723
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1,839	4,780	7,495	7,118	7,473
Capitalización ****	4,704	10,458	25,806	27,745	28,696
Pasivos contingente	0	0	0	5,933	5,933
Pasivos fuera de Balance	0	0	0	0	0
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignorados	0	0	16,223	16,223	16,223
Activos diferidos	0	1,506	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	4,726	4,417
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	17,179	28,896	30,226	31,761	33,041
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	17,179	28,896	30,226	27,035	28,624
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	2,447	1,497	1,501
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	12	21	22
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13,744	23,117	24,180	25,409	26,433

EMPRESA: CORPORACIÓN AZENDE

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	feb-11
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA/ Gasto Financiero del período (x)	14.86	11.59	7.98	8.21	6.99
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	14.86	4.14	-0.77	5.40	6.38
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	14.86	11.59	7.98	8.21	6.99
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	12.69	9.14	6.53	6.72	6.99
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	13.85	4.30	-0.98	6.78	21.54
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12.69	9.14	6.53	6.72	6.99
CFO/cargos fijos	12.85	3.30	-1.98	5.78	20.54
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA /EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0.44	0.78	1.18	1.07	1.60
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	-0.15	0.55	1.04	0.76	0.67
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	0.56	1.11	1.70	1.54	1.86
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	21%	32%	27%	24%	26%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	2.7%	29.3%	3.9%	3.4%	21.4%
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Pasivo Total (x)	0.07	0.15	0.25	0.25	0.27
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	7.17	10.18	2.40	1.93	2.05
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (x)	7.17	10.18	2.40	1.93	2.05
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (x)	0.53	1.48	0.60	0.48	0.55
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	10%	-38%	3%	40%	0%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1.00	0.75	0.42	0.68	0.30
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1.80	1.19	1.39	0.96	1.82
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	4.32	2.52	1.92	1.82
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (X) Anual	3.14	1.59	1.67	1.40	3.77
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2.02	0.52	(0.35)	1.06	6.28
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	1.75	-0.90	1.94	6.23
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	3.34	(0.51)	(2.80)	0.50	7.01
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	-3.68	-6.25	1.38	7.01
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3,381	3,501	8,915	8,015	11,347
Liquidez Ácida (x)	92%	81%	93%	87%	105%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	78%	66%	71%	68%	79%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	125%	111%	102%	104%	105%
Patrimonio / Activo Total (x)	22%	23%	41%	44%	43%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	6	7	7	8
Días de cuentas por cobrar	54	56	51	50	44
Rotación de inventarios (x)	12	10	7	5	6
Días de inventarios	31	37	53	66	63
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	4	6	6	5
Días de cuentas por pagar	77	88	60	63	70
Rotación Capital de Trabajo	15	22	8	7	5
Días de Capital de Trabajo	23	16	46	50	68
Días de Ciclo de Operación	15	11	3	(3)	32
Activo corriente / Pasivo corriente	125%	116%	147%	140%	163%

(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.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran desestabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USD Mill 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (M III.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB%	32.3	30.2	25.2	19.2	15.3
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.6	prov3.71
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.2	-0.1	-1.1	-4.8	-1.50
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinería de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITC	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el Gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

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

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100.00) y los desembolsos de los créditos externos.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador
Elaboración: BWR