

Ecuador
 Emisión Obligaciones

CORPORACIÓN
AZENDE CIA. LTDA.

Calificación – Sexto Seguimiento

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

Resumen Financiero

(Millones USD)	2008	2009*	2010*	Ago.11
Activos	30.4	46.4	47.9	51.5
Ventas	91.2	94.2	85.8	61.6
Margen EBITDA(%)	4.7	6.1	7.2	6.3
ROA (%)	11.4	5.9	6.3	6.9
Deuda Finan / Capitalización (%)	32	27	24	28
Deuda Financiera Total /FFO (x)	1.1	1.7	1.5	1.8

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

Emisión de Obligaciones	
Emisor:	Corporación Azende Cia. Ltda.
Monto Emitido:	USD 3,000,000
Fecha Aprobación SIC:	04-feb-09
Fecha Colocación:	12-mar-09
Fecha de Vencimiento:	feb-12 ; mar-12
Monto en Circulación:	USD 750,900
Plazo Original:	1.080 días (3 años)
	Tasa Pasiva Referencial (BCE) más 2
Cupón de Interés:	puntos porcentuales, reajustables cada 90 días.
Pago de Interés:	Trimestral
Modalidad Cálculo Pago:	365 / 365
Amortización:	Pago de capital semestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución Pasivos y Capital de Trabajo

Actividad del Emisor:

Producción de licores y comercialización y distribución de productos de consumo masivo.

Contactos

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

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

FECHA COMITE: 31/Octubre/2011

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Agosto/2011

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 Agosto 2011, de **Corporación Azende Cía. Ltda., (antes Distribuidora Jucremo Cía. Ltda.)**, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings S.A. decidió mantener 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 decisión del Comité incorpora las fortalezas propias del negocio y su mercado, su capacidad de generación de flujos y un manejo conservador del endeudamiento con adecuada estructura patrimonial.

El nivel de deuda sobre capitalización observado en los últimos períodos, muestra que la empresa ha podido financiar la mayor parte del crecimiento de su activo con su patrimonio.

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.

Las proyecciones consideradas para el análisis estiman mayores crecimientos operativos basados en los nuevos productos que serán comercializados a partir del 2012 y que ya cuentan con contratos de distribución.

Uno de los principales riesgos observados es la concentración de las ventas en productos de dos

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.



proveedores externos. Este factor hace más vulnerable a la empresa en función de las políticas que adopten las mismas, sin que la Corporación tenga ninguna injerencia en ellas. Como se ha observado al mes de agosto 2011, un cambio en una política del proveedor puede significar mayores requerimientos de capital de trabajo, cambios en la distribución que generan mayores gastos operativos, lo que derivó en una disminución coyuntural de la liquidez de la empresa.

El riesgo de concentración de proveedores se mitiga por la fortaleza de su red nacional de distribución que le permite a Azende cambiar de proveedores con relativa facilidad y que es considerada como una barrera de entrada para la competencia.

Al mes de agosto 2011, también se ha podido comprobar la capacidad de refinanciación de la empresa que tiene líneas abiertas y disponibles en el sistema bancario.

Por otra parte, el segmento de licores es un mercado sujeto a controles e impuestos por parte del Gobierno. Está pendiente una nueva reforma tributaria que podría incrementar el impuesto a bebidas alcohólicas y no alcohólicas, lo que encarecerían los productos.

Los riesgos mencionados pueden ser mitigados por Azende gracias a la alta flexibilidad del negocio de distribución y los altos márgenes que maneja la empresa, que podrían absorber eventuales cambios en los costos de los productos y en el gasto operativo. Además, tanto el mercado de licores como el de productos de consumo masivo y lubricantes han demostrado que aceptan los incrementos de precio.

A pesar de los riesgos propios del negocio y del mercado, se considera que el emisor estaría 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 tanto en relación a la generación como en relación al patrimonio lo que le permitiría continuar creciendo y soportar los potenciales cambios en el negocio.

Cabe señalar que la presente emisión vence en febrero y marzo 2012, constituyéndose actualmente en un pasivo de corto plazo.

■ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

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 a través de dicho proceso de titularización fue de USD 6,000,000, la fecha de colocación fue el 8/febrero/2011. Al 31 de agosto 2011 hay un monto en circulación de USD 5,666,666 luego de los dos primeros pagos de dividendos de capital.

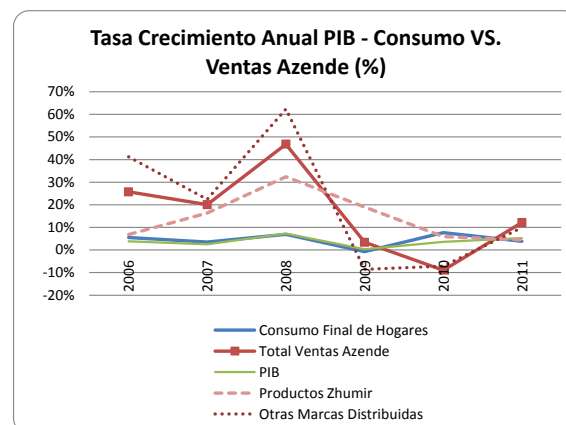
De acuerdo a últimas declaraciones del Servicio de Rentas Internas (SRI) estaría prevista una reforma tributaria que deberá ser aprobada por la Asamblea

Nacional y por el Ejecutivo, en la cual se establece un impuesto de USD 0.02 a cada botella plástica no degradable y no retornable. Además, en junio del 2011 se estableció ya un incremento del Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) para los licores, el cual está en un proceso de unificación a USD 6 por litro (antes tenía una escala de USD 2.5 a USD 5.6 dependiendo del tipo de licor).

■ ENTORNO MACROECONÓMICO

Ver Anexo 2.

■ RIESGO DE LA INDUSTRIA



El mercado de Corporación Azende se lo podría dividir en tres grandes ramas en función del tipo de productos que la compañía comercializa. El mercado de productos alimenticios de consumo masivo que representa para la compañía el mayor porcentaje de ventas (50%), y que es menos sensible a cambios macroeconómicos. El sector de licores que tiene sus propias características y regulaciones por el tipo de producto, y representa un 30% de las ventas de Azende. Por último, el sector de combustibles, dado que un 20% de las ventas de la Corporación se refiere a la comercialización de aditivos marca Shell.

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. Según las previsiones publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE) para el 2011, el Consumo de hogares como componente del PIB, crecería a un ritmo anual de 3.82%. Dadas las condiciones actuales de liquidez del mercado se estima que en el corto plazo se podría mantener el ritmo de crecimiento del consumo observado en los últimos dos periodos.

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 creciente volumen de aranceles e impuestos establecidos por el Gobierno desde



el año 2009, y el alto nivel de productos de contrabando en el mercado.

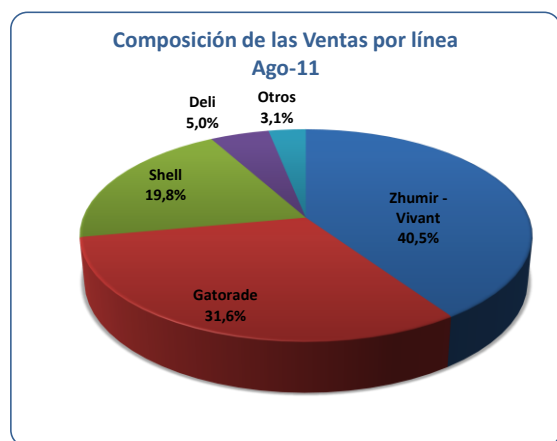
La industria licorera debe enfrentar el control por parte del Gobierno tanto a través de impuestos para regular el consumo, como a través de aranceles e impuestos a la salida de divisas, para limitar las importaciones. La producción nacional de licores se beneficiaría frente a la importada por la política de aranceles que en general significa una barrera de entrada para el producto importado.

En cuanto a los lubricantes, al ser derivados del petróleo sus precios se mueven en función de la cotización internacional del crudo, la cual durante el último año se ha mostrado altamente volátil. Este segmento es más vulnerable a factores externos. Sin embargo, dado el crecimiento de la industria automotriz en el Ecuador en los últimos años se estima que existe un amplio mercado de mantenimiento de vehículos.

El mayor riesgo observado en la industria en el corto plazo son los potenciales incrementos de precios producto de nuevas reformas tributarias en el país. De acuerdo a últimas declaraciones del Servicio de Rentas Internas (SRI) estaría previsto que se grave a botellas plásticas y se incremente el impuesto de consumos especiales a los licores. Se estima que el traslado del impuesto al precio al consumidor desestimularía la demanda en alguna medida.

■ PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Corporación Azende participa en el mercado como una empresa industrial productora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, además funciona como una eficiente cadena de distribución, lo cual es considerado su principal fortaleza y barrera de entrada para la competencia.



Fuente: Corporación Azende
Elaboración: BWR

La planta de producción de Zhumir ubicada en la zona austral del país tiene una capacidad instalada de producción promedio 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 74% de la capacidad instalada, según datos de la Corporación al mes de agosto 2011. La planta es flexible para adaptarse a las necesidades del mercado sin mayores inversiones.

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. Mantiene un sistema en el cual el 50% son canales propios y el resto corresponde a sub-distribuidores, por medio de un concepto similar al de una franquicia.

Mediante el modelo de sub distribución la empresa comparte una porción del margen con los franquiciados, el cual es compensado con menores gastos de ventas. Así puede mantener control de los vendedores y supervisores de cada agencia y provee a cada franquiciado: manuales de operación, software administrativo, soporte técnico y administrativo.

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

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. Los contratos actuales tienen vigencia de 3 y 5 años.

Al mes de agosto 2011 la empresa cuenta con 846 empleados, 7 Directivos, 675 empleados administrativos y de ventas, y 164 operarios. Corporación Azende no tiene un Comité de Empresa y nunca ha experimentado problemas laborales significativos.

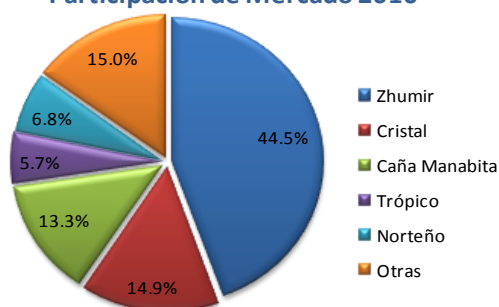
POSICIONAMIENTO DE LA EMPRESA

Los productos Zhumir, de acuerdo a la última información proporcionada por el emisor, a Diciembre del 2010 cuentan 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.

El posicionamiento de la marca se ha dado principalmente por las continuas renovaciones del producto en presentación, nombre, diversidad de opciones y calidad, de gran aceptación en el mercado local.



Participación de Mercado 2010



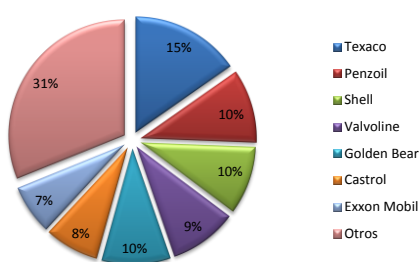
Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

En cuanto a la comercialización y distribución de otros productos, su cadena de distribución es considerada como una de las fortalezas importantes de la empresa, ésta es reconocida por los proveedores como un aliado estratégico para sus ventas.

El objetivo es conseguir volumen de ventas a sus proveedores a través de una cobertura masiva. Si bien en el mercado existen varias empresas dedicadas a distribuir en forma masiva, la mayoría de ellas son dueñas de sus propias marcas, las cuales se enfocan normalmente sólo en las ciudades de Quito y Guayaquil, que representan apenas el 50% del mercado nacional.

La generalidad de los productos distribuidos por Corporación Azende son artículos de compra frecuente (abarrotes y comida), los cuales necesitan de una distribución y comercialización intensiva. Su red llega a diversas categorías de canales, siendo el 51% puntos de venta que atienden a clientes finales (mayoristas y sub distribuidores representan 49%).

Participación en Lubricantes Jul-11



Fuente: Corporación Azende Elaboración: BWR

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 50% 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.

Sin embargo, la concentración incrementa la vulnerabilidad de la empresa hacia los cambios de políticas de los proveedores sobre lo cual no tiene injerencia la empresa, y que se ha observado puede generar a Azende mayores requerimientos de capital de trabajo o aumentos de gastos operativos.

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.

En relación a Shell, se estima que existe un potencial riesgo de tipo de cambio y transferencia en el caso de que se produjera un cambio de la moneda en la economía ecuatoriana. No se observa que exista un riesgo de este tipo en el corto plazo.

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.

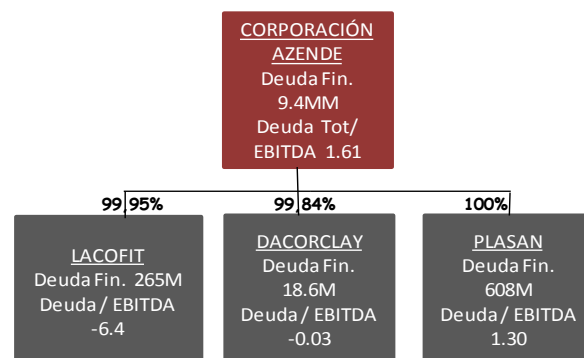
Se destaca la versatilidad de la empresa para poder adaptarse a las necesidades del mercado de forma proactiva, sea en la producción de bebidas como en la capacidad de cambiar de líneas de distribución menos rentables por aquellas que tienen mayor venta, lo que mitiga los riesgos propios del negocio.

ESTRUCTURA DEL GRUPO

Corporación Azende, es la cabeza del grupo empresarial.

La compañía mantiene una relación accionarial en las siguientes empresas: Lacofit Cía. Ltda. (99,95%), Dacorclay Cía. Ltda. (99,84%), 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 Ago-2011

Del gráfico anterior se desprende que LACOFIT Y DECORCLAY generan EBITDA negativo y que, siendo



Corporación Azende prácticamente su propietaria, sería ésta última la que deba asumir su deuda financiera que es de aproximadamente USD285M, monto que es marginal en el balance de la Corporación. De acuerdo a los datos del gráfico se esperaría que PLAZAN asuma su propia deuda.

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

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

ACCIONISTAS Y SOPORTE

Corporación Azende es una compañía limitada con una estructura de capital cerrada. Actualmente, la composición accionarial está 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

*Datos a Ago-2011. No hubo cambios en la estructura accionarial en el 2011.

Los mayores accionistas son dos personas jurídicas con nacionalidad ecuatoriana, cuya propiedad se concentra en el mismo grupo familiar. La razón social de El Tahual es la tenencia de acciones e inmobiliaria. Copredi es fabricante de envases plásticos.

El soporte de los accionistas de Corporación Azende se refleja en el incremento constante del patrimonio por las utilidades retenidas. Desde el año 2010, a raíz de la fusión, se ha retenido entre un 60 y un 50% de las utilidades generadas en el año anterior. Según las proyecciones el porcentaje de retención disminuirá a un 25% los próximos períodos, lo cual frente a la importante generación de la empresa no afectará el flujo para sostener el negocio, hacer las inversiones planificadas y mantener niveles adecuados de endeudamiento.

■ ESTRATEGIAS DE ADMINISTRACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO

La estructura de gobierno corporativo de Azende, como es frecuente en las empresas del Ecuador, responde a la visión del grupo familiar que es dueño de la mayoría de acciones de la compañía.

En el caso de Corporación, a medida que la empresa ha crecido, la Administración ha tratado de crear mecanismos para el manejo independiente entre accionistas y gerencias. Existe un protocolo familiar en cuanto a la sucesión de mandos gerenciales y ocupación de posiciones estratégicas de los miembros de la familia.

Así mismo, cuentan con políticas establecidas e implementadas para transacciones con empresas relacionadas y/o con accionistas.

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.

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

Por otro lado, la empresa tiene 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.

La provisión para jubilación patronal se encuentra al día, se la realiza en función de un estudio actuarial.

Las políticas de endeudamiento de la administración son más bien conservadoras y su capitalización proviene principalmente del patrimonio de los accionistas. Históricamente, la empresa fusionada ha mantenido un índice de deuda financiera sobre capitalización de hasta 28%. No se esperan incrementos en este indicador.

■ PERFIL 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 agosto 2011 también bajo normas NIIF.



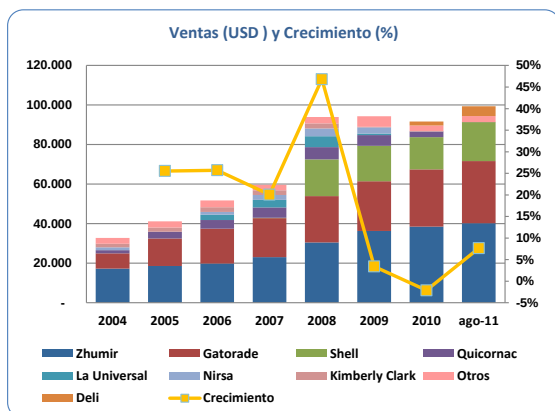
En el año 2009 las empresas Distribuidora Jucremo (emisor original) y Destilería Zhumir, pertenecientes al mismo grupo económico decidieron fusionarse. En el presente reporte, la información histórica antes del 2009 corresponde solamente a Distribuidora Jucremo, los períodos 2009, 2010 y agosto 2011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

■ Gestión Operativa

Las ventas netas de Corporación Azende al mes de agosto 2011 ascendieron a USD 61,677 M, si este monto se anualiza sin considerar factores estacionales, el crecimiento anual de las ventas en el 2011 sería 7.71%.

El ritmo de crecimiento de las ventas se recupera en este último período impulsado principalmente por las principales líneas de distribución de terceros más que los productos propios de Azende.

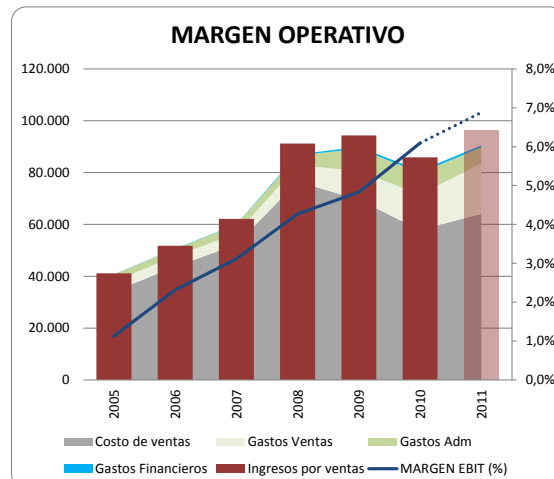
De acuerdo a las proyecciones analizadas, considerando que el último trimestre del año es estacionalmente de mayores ventas, se espera un monto total al final de año de USD 96,337M que representaría un crecimiento anual de 12.16%. Debido a las actuales condiciones de liquidez y consumo, el emisor revisó sus proyecciones de ventas al alza para los períodos 2012 y 2013 (promedio 13% crecimiento anual).



*Al mes de Agosto 2011 se anualizan las ventas sin considerar factores estacionales.

La fusión significó un incremento del margen bruto, 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. El incremento del margen bruto 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 al mes de agosto 2011 es de 32.21%, la empresa proyecta mantener este nivel de ganancia bruta para los siguientes cinco períodos, estimando que las condiciones actuales con sus proveedores externos se mantengan, o que se traslade el incremento de costos a los precios, lo cual en el mercado del caso es posible.

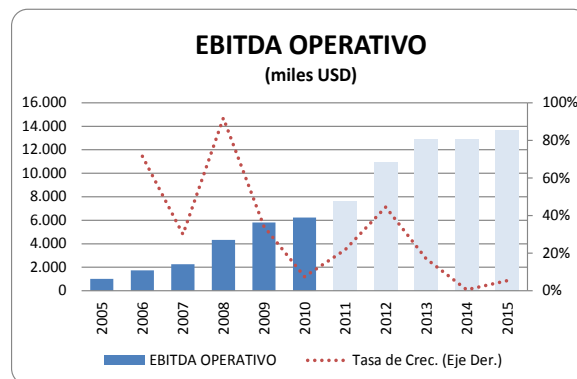


*Datos proyectados 2011 entregados por Corporación Azende.

El gasto operativo absorbe el 27% de las ventas al mes de agosto 2011, observándose una tendencia creciente en el peso del gasto, siendo el gasto de comercialización el que crece de forma más acelerada. El crecimiento anual del gasto de ventas es de 39% en el 2011, el fuerte incremento responde a un mayor gasto de mercadeo en las marcas propias de Azende para mantener el posicionamiento y a un incremento en gasto de fletes por la redistribución de algunas rutas. Estos gastos han sido extraordinarios y no se espera que se incurran en el próximo año. La proyección estima que se mantendrá un peso de gasto operativo promedio de 23% de los ingresos netos en los próximos cinco años.

El indicador de costo financiero (gasto financiero en relación a la deuda financiera) mejora al mes de agosto después de que la empresa consiguió reemplazar la deuda con endeudamiento de mercado de valores y en general las tasas de interés al sector corporativo, han mostrado una tendencia a la baja.

El EBITDA operativo de Azende al mes de agosto 2011 ascendió a USD 3.8 MM. Tanto el margen EBITDA como el margen neto mejoran en este período. La empresa ha sido históricamente generadora de flujos positivos.



El gráfico de la curva del EBITDA OPERATIVO muestra el comportamiento volátil de los mismos antes de la fusión de las compañías. A partir de la fusión se



esperaría un comportamiento más estable con la ciclicidad propia del negocio.

En el 2010, el EBITDA creció en 7%, en el período 2011-2015 se espera un crecimiento promedio del 18%, basado en el crecimiento en ventas por las nuevas líneas de productos para distribución y el mantenimiento del gasto operativo.

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 en el corto plazo.

▪ Estructura del Balance

ACTIVOS

Al mes de agosto 2011 los Activos Totales de Corporación Azende ascendieron a USD 51.538M. Los activos de corto plazo representan el 60.3% del balance, de los cuales los más importantes por participación son las Cuentas por cobrar y los Inventarios.

Las cuentas por cobrar son el 19% 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 agosto 2011 fue de 39 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 al mes de agosto 2011 representan el 28% del activo. En este mes se incrementa la participación de los mismos debido a un aumento coyuntural de los inventarios de lubricantes. Según información del emisor se dio como medida preventiva frente a posibles cambios de precios. Se espera que esos inventarios se realicen hasta el mes de diciembre 2011.

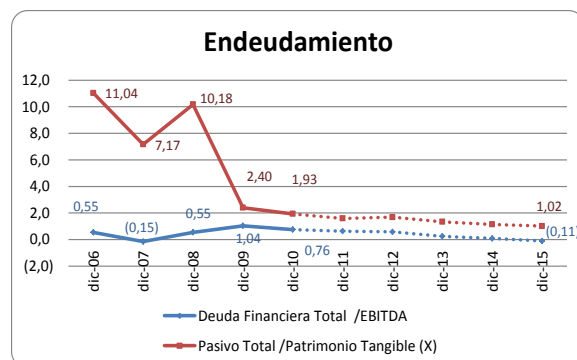
En general los inventarios constan en un 70% de producto terminado que en su mayoría no tiene caducidad. Los productos son de consumo masivo y la Administración considera que son de fácil realización. La rotación de inventarios al mes de agosto aumenta por la influencia de los lubricantes y es de 83 días promedio.

Existen otras cuentas por cobrar con empresas relacionadas que muestran una tendencia creciente y representan el 6.4% del activo total.

El activo de largo plazo está conformado principalmente por la Propiedad, Planta y Equipo que representa el 32.5% del activo.

Además, la Corporación mantiene acciones en empresas relacionadas por USD 2.9 MM, correspondiente a las empresas detallas anteriormente en este informe.

ENDEUDAMIENTO



El pasivo total del emisor financia el 53.4% del activo al mes de agosto 2011. El 66% del pasivo corriente corresponde a proveedores comerciales. Los proveedores otorgan financiamiento de materia prima para la producción de la Destilería y además al producto terminado para la distribución.

Los días de rotación promedio de las cuentas por pagar comerciales a agosto 2011 es 76 días. La proyección considera 68 días de financiamiento promedio anual hasta el 2015.

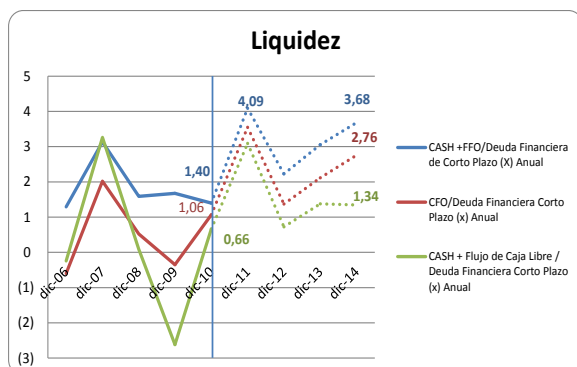
El pasivo financiero a esta fecha consta de endeudamiento con mercado de valores una vez que fueron colocados los títulos de la Titularización de Flujos Futuros y endeudamiento en el sistema bancario donde la empresa mantiene líneas abiertas y disponibles de crédito. A partir de la colocación de los títulos en mercado de valores, la mayor parte del endeudamiento se encuentra en el largo plazo lo que ha favorecido la liquidez de la empresa.

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. Al mes de agosto 2011 se observa una disminución de la provisión del impuesto contra la revalorización del patrimonio, por recomendación de la firma auditora y con aprobación de la Superintendencia de Compañías.

En general, los niveles de endeudamiento de Corporación Azende mantienen indicadores adecuados. Tanto el endeudamiento en relación a la generación como en la estructura del balance en función del patrimonio, mantiene indicadores que se consideran adecuados. La empresa mantiene un índice de deuda sobre capitalización de 28%, que significa que la mayor parte del activo ha sido financiada con el patrimonio.

De acuerdo a las proyecciones la Compañía mantendrá estables los indicadores e incluso proyectan una tendencia decreciente hasta el año 2015 en función del crecimiento de los flujos proyectados.

Capacidad de Pago y Liquidez



Al mes de agosto 2011, la empresa tuvo un requerimiento adicional de flujo de fondos por el aumento de los inventarios de lubricantes, lo que generó una variación de capital de trabajo negativa.

El flujo de fondos operativo (FFO) generado en el período le permitió a la empresa cubrir la totalidad de la variación de capital de trabajo, sin embargo no fue suficiente para cubrir las necesidades de inversión en CAPEX y el pago de dividendos, dejando un flujo de caja libre negativo. A esta fecha la empresa tendría que refinanciar toda la deuda de corto plazo.

Como se mencionó anteriormente, al mes de agosto 2011 la empresa muestra una situación de estrecha liquidez por la necesidad de adquirir mayor inventario. Si bien esta situación es coyuntural, el riesgo de liquidez que se puede presentar se mitiga por la capacidad de la empresa de obtener financiamiento en el sistema.

La necesidad adicional de inventario no programada muestra en alguna medida la vulnerabilidad del emisor frente a las políticas de los mayores proveedores, donde se hace más evidente el riesgo de concentración.

En general la empresa es generadora de flujos positivos suficientes para cubrir la deuda de corto plazo. Los flujos se aprietan dependiendo de las necesidades coyunturales de capital de trabajo, como las explicadas anteriormente, lo cual exige que la compañía se endeude para financiar pago de dividendos en inversiones en CAPEX.

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 "percebles".

A ago-11 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 51,538M. De este valor, USD 10,076 M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 593 M. Así los activos libres que sirven para

garantía general de la emisión de obligaciones vigente ascendieron a USD 44,470 M.

La emisión fue de USD 3,000 M y el monto en circulación al mes de agosto 2011 fue USD 751M, con lo cual existiría una cobertura de 59 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 y existe un monto en circulación de la emisión de USD 5,666M. Incluyendo este monto los activos cubren 6.93 veces los títulos que están en circulación en el mercado.

ACTIVOS	Activos Ago-2011	Activos Pignorados	Activos Libres	Activos Diferidos o Intangibles	Activos Garantía General
Activos Líquidos	1.328		1.328		1.328
Cuentas por Cobrar	9.787		9.787		9.787
Inversiones Largo Plazo	2.939		2.939		2.939
Inventarios	14.447	5.165	9.282		9.282
Impuestos Anticipados	744		744		744
Pagos Anticipados	969		969		969
Propiedades	16.766	4.910	11.856		11.856
Otras Cuentas por Cobrar	2.904		2.904		2.904
Derechos Fiduciarios	911		911		911
Activos Intangibles	593		593	593	0
Otros Activos	148		148		148
					0
ACTIVO TOTAL	51.538	10.075	41.463	593	44.470
Monto de la Emisión Colocado	3.000				
Monto Emisión en Circulación	751				
Titularización Flujos Futuros circulación	5.666				
TOTAL OBLIGACIONES MERCADO	6.417				
Garantía General / Monto Emisión Oblig. en Circulación					59,22
Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización					6,93

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:

- 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.

- 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.

Al mes de agosto 2011, el indicador de endeudamiento neto máximo fue 1.27:1, 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 1.73:1, todavía por debajo del resguardo.

Por otra parte, el índice de endeudamiento financiero máximo a agosto 2011 se ubicó en 0.43:1, aplicando el estrés aumenta hasta 0.59:1. Es decir la empresa cumple con el resguardo en los dos escenarios.

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	ago-11
RESULTADOS					
Ventas	62.123	91.212	94.320	85.890	61.677
% crecimiento	20,1%	46,8%	3,4%	-8,9%	7,7%
Costos	-52.244	-76.585	-69.490	-57.865	-41.811
% crecimiento	19,5%	46,6%	-9,3%	-16,7%	8,4%
MARGEN BRUTO (%)	15,9%	16,0%	26,3%	32,6%	32,2%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.326	5.805	6.238	3.894
MARGEN EBITDA (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.326	5.805	6.238	3.894
MARGEN EBITDAR (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,3%
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	724
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.934	3.895	4.553	5.232	3.170
MARGEN EBIT (%)	3,1%	4,3%	4,8%	6,1%	5,1%
Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-422
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,2%	0,4%	0,8%	0,9%	0,7%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11,1%	17,1%	14,2%	11,2%	7,5%
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%	3,0%
UTILIDAD NETA	1.494	2.712	2.267	2.989	2.338
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2,4%	3,0%	2,4%	3,5%	3,8%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	49,5%	50,3%	17,4%	14,9%	15,5%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9,5%	11,4%	5,9%	6,3%	7,0%
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	3.062
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	175	-1.805	-5.462	46	-2.291
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-224
Inversión en Activos Fijos	0	-2.780	-6.366	-2.134	-1.228
Otras Inversiones, Neto	75	-1.515	-551	-738	232
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-224
Variación Neta de Deuda Financiera	-755	2.400	3.466	-150	2.698
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	6.474	0	0
Pago de Dividendos	-92	642	-77	-900	-1.500
Otros Financiamientos, Neto	-690	-386	-1.202	1.049	-1.636
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	529	-301	-198	1.169	-662
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FTCH					
EBITDA OPERATIVO	2.255	4.326	5.805	6.238	3.894
(-) Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-422
(-) 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	3.472
(-) Variación Capital de Trabajo	175	-1.805	-5.462	46	-2.291
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.949	1.232	-1.438	4.391	1.181
(+) Ingresos no operativos que impliquen flujo	41	106	427	423	70
(-) Egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-931	-772	-479
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-92	642	-77	-900	-1.500
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-2.780	-6.366	-2.134	-1.228
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.898	-799	-8.385	1.008	-1.956
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-755	2.400	3.466	-150	2.698
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-690	-386	-1.202	1.049	-1.636
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	-662
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	1.327
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1.319	1.018	821	1.989	1.327
COMPROBACION CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	0	0	0	0
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2,86%	3,33%	4,27%	5,06%	5,63%
(-) 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	3.894
BALANCE					
Caja e Inversiones Corrientes	1.319	1.018	821	1.989	1.327
Activos Totales	17.179	30.401	46.449	47.984	51.538
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	986	2.555	2.895	4.533	4.637
Pasivo financiero Largo Plazo	0	831	3.957	2.169	4.763
Otros Ajustes	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	986	3.386	6.852	6.701	9.400
Pasivos con Proveedores	11.136	18.652	11.571	10.137	13.231
Otros Pasivos	1.339	1.291	9.072	10.102	4.888
Pasivos Totales	13.462	23.329	27.494	26.940	27.519
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	3.718	7.072	18.954	21.044	24.019
Patrimonio Tangible	1.879	2.292	11.459	13.926	15.867
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.839	4.780	7.495	7.118	8.151
Capitalización ****	4.704	10.458	25.806	27.745	33.419
Pasivos contingente	0	0	0	5.933	5.933
GARANTÍA GENERAL					
Activos Pignorados	0	0	16.223	16.223	10.075
Activos diferidos	0	1.506	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	4.726	0
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	41.463
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	17.179	28.896	30.226	27.035	41.463
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	2.447	1.497	5.283
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	12	21	8
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13.744	23.117	24.180	25.409	33.170



EMPRESA: CORPORACIÓN AZENDE

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	ago-11
INDICADORES FINANCIEROS					
COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING					
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	14,86	11,59	7,98	8,21	9,23
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	14,86	4,14	-0,77	5,40	6,32
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	14,86	11,59	7,98	8,21	9,23
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	12,69	9,14	6,53	6,72	9,23
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	13,85	4,30	-0,98	6,78	3,80
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12,69	9,14	6,53	6,72	9,23
CFO/cargos fijos	12,85	3,30	-1,98	5,78	2,80
APALANCAMIENTO					
Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0,44	0,78	1,18	1,07	1,61
Deuda Financiera Total AJUSTADA/NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	-0,15	0,55	1,04	0,76	1,38
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	0,56	1,11	1,70	1,54	1,81
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Capitalización (%)	21%	32%	27%	24%	28%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	2,7%	29,3%	3,9%	3,4%	0,0%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,07	0,15	0,25	0,25	0,34
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	7,17	10,18	2,40	1,93	1,73
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (X)	7,17	10,18	2,40	1,93	1,73
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (X)	0,53	1,48	0,60	0,48	0,59
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	10%	-38%	3%	40%	50%
LIQUIDEZ					
Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1,00	0,75	0,42	0,68	0,49
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,80	1,19	1,39	0,96	1,12
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	4,32	2,52	1,92	6,95
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	3,14	1,59	1,67	1,40	1,41
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2,02	0,52	(0,35)	1,06	0,40
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	1,75	-0,90	1,94	2,36
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	3,26	0,09	(2,61)	0,66	(0,35)
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	0,62	-5,83	1,84	-2,14
OTROS INDICES					
Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3.381	3.501	8.915	8.015	11.120
Liquidez Acida (x)	92%	81%	93%	87%	83%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	78%	66%	71%	68%	56%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	125%	111%	102%	104%	113%
Patrimonio / Activo Total (x)	22%	23%	41%	44%	47%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	6	7	7	9
Días de cuentas por cobrar	54	56	51	50	39
Rotación de inventarios (x)	12	10	7	5	4
Días de inventarios	31	37	53	66	83
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	4	6	6	5
Días de cuentas por pagar	77	88	60	63	76
Rotación Capital de Trabajo	15	22	8	7	6
Días de Capital de Trabajo	23	16	46	50	64
Días de Ciclo de Operación	15	11	3	(3)	18
Activo corriente / Pasivo corriente	125%	116%	147%	140%	156%

(x) Indice 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 hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2007	2008	2009	2010	interino 2011
PIB (USD M ill 2000)	22.410	24.032	24.119	24.983	26.292
Inc. PIB (M ill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc. anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.33 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB %	30.49	25.34	19.67	23.40	20.1***
Deuda externa del Gobierno/PIB %	23.90	19.19	14.39	15.22	13.3***
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.59	6.15	5.28	8.18	6.8***
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Público/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno /PIB %	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07*****
*estimación BCE					
**inflación anual a agosto/2011					
*** deuda a juli 2011/ PIB corriente proyectado de 65.145M M					
****anualizado con cifras hasta mayo 2011/ PIB corriente proyectado					
*****sept 23/2011					

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

sectores	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Refinación de Petróleo	-27.9%	43.2%
Electricidad y Agua	-15.2%	30.7%
Construcción	5.9%	17.5%
Comercio	3.8%	6.3%
Servicios	1.9%	11.7%
Intermediación Financiera	10.9%	13.4%
Agricultura/Ganadería	-1.5%	3.3%
Pesca	3.7%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

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 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

Comercio Exterior	2010	1T2010	1T2011
Importaciones	16.3%	8.0%	8.0%
Exportaciones	2.3%	-3.1%	10.8%

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:

	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Formación Bruta de Capital	2.7%	16.7%
Consumo de Hogares	3.4%	7.6%
Consumo de Administraciones Públicas	0.3%	2.7%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china, mientras que mayores impuestos financian el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

**PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013 en adelante**

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvente. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503mil barriles diarios en promedio a 567mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se

esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante actual y que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es el proyecto de Ley de “Control de Poder de Mercado”.

Esta ley entrará en vigencia el 30 de septiembre próximo si la Asamblea Nacional no ha concluido su tratamiento. El texto de esta ley ha sido aprobado para primer debate sin tomar en cuenta los planteamientos realizados por el sector privado, sino en función de los intereses y aspiraciones del ejecutivo.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas.

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

Fuentes: BCE, Ecuador Analysis, El Comercio; Elaboración BWR.