

Ecuador
Emisión Obligaciones

CORPORACIÓN AZENDE CIA. LTDA.

Calificación – Séptimo Seguimiento

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

Resumen Financiero

(Millones USD)	2008	2009*	2010*	2011
Activos	30.4	46.4	47.9	54.6
Ventas	91.2	94.2	85.8	95.1
Margen EBITDA (%)	4.7	6.1	7.2	6.2
ROA (%)	11.4	5.9	6.3	5.9
Deuda Finan / Capitalización (%)	32	27	24	32
Deuda Financiera Total /FFO (x)	1.1	1.7	1.5	2.2

*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 Cía. 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 501,000 *
Plazo Original:	1.080 días (3 años)
Cupón de Interés:	Tasa Pasiva Referencial (BCE) más 2 puntos porcentuales, reajustables cada 90 días.
Pago de Interés:	Trimestral
Modalidad Cálculo Pago:	365 / 365
Amortización:	Pago de capital semestral
Garantía:	General
Destino de la Emisión:	Sustitución Pasivos y Capital de Trabajo

*A la fecha del Comité el monto en circulación es cero.

Actividad del Emisor:

Producción de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, comercialización y distribución de productos de consumo masivo.

Contactos

Patricia Pinto, Ecuador
(593 2) 226 97 67 ext.103
ppinto@bwratings.com

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

FECHA COMITE: 3/Abril/2012

ESTADOS FINANCIEROS A: 31/Enero/2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros no auditados 2011 según Normas NIIF y estados financieros internos e información adicional con corte a Enero 2012, 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.

A la fecha de realización de este Comité el emisor ha confirmado por escrito que el último dividendo de capital ha sido pagado el día 2 de abril 2012, con lo que se extinguen los derechos de los títulos por haber llegado a su vencimiento y termina la responsabilidad del emisor. La calificación se mantiene hasta el momento en que se cancele la inscripción del valor en el Registro de Mercado de Valores.

La calificación del emisor 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 local de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, cuya participación de mercado ha crecido

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.



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 y que le ha permitido el manejo exclusivo de marcas reconocidas y bien posicionadas.

Uno de los principales riesgos observados es la concentración de las ventas en productos de dos proveedores externos, cuyas ventas representan el 51% de las ventas totales a diciembre 2011. 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. Durante el 2011, un cambio en una política de un proveedor significó mayores requerimientos de capital de trabajo, cambios en la distribución que generaron mayores gastos operativos, lo que, de forma coyuntural, presionó la liquidez de la empresa.

Se estima que, a partir de una nueva negociación alcanzada por la Compañía que permitirá el ingreso al portafolio de productos de Azende de marcas adicionales que están bien posicionadas a partir del 2012, se podrían diversificar las ventas y disminuir el riesgo de concentración de los proveedores externos.

Además, de acuerdo a las proyecciones analizadas desde el 2012 la empresa mejoraría de forma importante su capacidad de generación de flujos, hasta alcanzar un EBITDA operativo casi tres veces superior al observado a diciembre 2011.

Por otra parte, si bien al finalizar el año 2011 la empresa muestra un incremento en el nivel de endeudamiento, se considera que aun con el incremento coyuntural la empresa mantiene indicadores adecuados de deuda en función a su capacidad de generación y su patrimonio. A futuro se espera que tanto el apalancamiento en relación al EBITDA como en función del patrimonio disminuyan en comparación a los índices de dic-11, pues la empresa estaría en capacidad de cubrir su necesidad de capital de trabajo e inversión en CAPEX con la generación propia.

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 y de concretarse el ingreso de las nuevas marcas al portafolio de productos en el 2012, la empresa tendría una mejor posición financiera y cubriría de manera holgada el nivel de endeudamiento proyectado.

▪ 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 enero 2012 hay un monto en circulación de USD 4,900,000 luego de los primeros pagos de dividendos de capital.

**EMPRESA: CORPORACIÓN AZENDE**

(Miles de USD)

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
RESULTADOS						
Ventas	62.123	91.212	94.320	85.890	95.132	7.274
% crecimiento	20,1%	46,8%	3,4%	-8,9%	10,8%	-8,3%
Costos	-52.244	-76.585	-69.490	-57.865	-64.155	-5.259
% crecimiento	19,5%	46,6%	-9,3%	-16,7%	10,9%	-1,6%
MARGEN BRUTO (%)	15,9%	16,0%	26,3%	32,6%	32,6%	27,7%
EBITDA OPERATIVO* (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.905	-24
MARGEN EBITDA (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,2%	-0,3%
EBITDAR OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.905	-24
MARGEN EBITDAR (%)	3,6%	4,7%	6,2%	7,3%	6,2%	-0,3%
Cuota leasing del período	0	0	0	0	0	0
Depreciaciones, Amortizaciones, Provisiones (solamente las que están incluidas en los gastos operativos)	321	431	1.252	1.006	1.298	-229
EBIT OPERATIVO (incluye en gastos administrativos participación empleados)	1.934	3.895	4.553	5.232	4.608	205
MARGEN EBIT (%)	3,1%	4,3%	4,8%	6,1%	4,8%	2,8%
Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-730	-83
Gasto Financiero/ Ventas + Otros Ingresos Operativos	0,2%	0,4%	0,8%	0,9%	0,8%	1,1%
Costo de Financiamiento estimado (%)** (incluye todos los pasivos financieros/no leasing)	11,1%	17,1%	14,2%	11,2%	6,9%	8,5%
Impuestos a la renta	-329	-916	-1.055	-1.134	0	0
Impuesto a la Renta Efectivo / Resultado de la Gestión Antes de Impuestos	18,1%	25,2%	31,8%	27,5%	0,0%	0,0%
Ingresos No Operativos/Resultados Antes de Impuestos y Participaciones	1,9%	2,5%	10,9%	8,7%	3,2%	79,3%
UTILIDAD NETA	1.494	2.712	2.267	2.989	3.146	13
Resultado neto de la Gestión/Ventas+ Otros Ingresos Operativos	2,4%	3,0%	2,4%	3,5%	3,3%	0,2%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (ROE) Anual	49,5%	50,3%	17,4%	14,9%	12,9%	0,6%
Retorno sobre Activo Promedio (ROA) Anual	9,5%	11,4%	5,9%	6,3%	5,9%	0,3%
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	4.443	-216
Variación en Activos y Pasivos Operativos (variación en el capital de trabajo)	175	-1.805	-5.462	46	-3.882	1.831
Flujo de Caja Operativo Neto (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-525	1.564
Inversión en Activos Fijos	0	-2.780	-6.366	-2.134	-1.488	-52
Otras Inversiones, Neto	75	-1.515	-551	-738	402	0
Flujo de Caja Operativo después de Inversiones (incluye ingresos y egresos no operativos)	2.065	-2.957	-8.859	1.170	-525	1.564
Variación Neta de Deuda Financiera	-755	2.400	3.466	-150	5.024	45
Variación Neta de Capital o aportes para futuras capitalizaciones	0	0	6.474	0	0	0
Pago de Dividendos	-92	642	-77	-900	-1.500	0
Otros Financiamientos, Neto	-690	-386	-1.202	1.049	-3.568	-285
Variación Neta de Caja y Equivalentes en el Período	529	-301	-198	1.169	-568	1.324
Medidas del Flujo de Caja (cash flow measures) ajustadas según FITCH						
EBITDA OPERATIVO	2.255	4.326	5.805	6.238	5.905	-24
(-) Gasto Financiero del período	-152	-373	-727	-760	-730	-83
(-) Impuesto a la renta del período	-329	-916	-1.055	-1.134	0	0
(-) Dividendos "preferentes" pagados en el período (ingreso manual diferenciando de total div pagados)	0	0	0	0	1	2
FFO (flujo de fondos operativo - funds flow from operations)	1.774	3.037	4.024	4.344	5.177	-105
(-) Variación Capital de Trabajo	175	-1.805	-5.462	46	-3.882	1.831
CFO (flujo de caja operativo - cash flow from operations)	1.949	1.232	-1.438	4.391	1.295	1.726
(+) ingresos no operativos que impliquen flujo	41	106	427	423	101	10
(-) egresos no operativos que impliquen flujo	0	0	-931	-772	-834	-119
(-) dividendos totales pagados a los accionistas en el período	-92	642	-77	-900	-1.500	0
(-) Inversión en Activos Fijos (CAPEX)	0	-2.780	-6.366	-2.134	-1.488	-52
(FCF) Flujo de Caja Libre (free cash flow)	1.898	-799	-8.385	1.008	-2.427	1.564
VARIACIÓN NETA DEUDA FINANCIERA	-755	2.400	3.466	-150	5.024	45
OTROS FINANCIAMIENTO NETO	-690	-386	-1.202	1.049	-3.568	-285
VARIACIÓN NETA DE CAPITAL O APORTES	0	0	6.474	0	0	0
VARIACIÓN NETA DE CAJA Y EQUIVALENTES EN EL PERÍODO	529	-301	-198	1.169	-568	1.324
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL COMIENZO DEL PERÍODO (BALANCE)	791	1.319	1.018	821	1.989	1.421
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN HOJA	1.320	1.018	821	1.989	1.421	2.744
SALDO DE CAJA Y EQUIVALENTES AL FIN DEL PERÍODO SEGÚN BALANCE	1.319	1.018	821	1.989	1.421	2.744
COMPROBACIÓN CAJA Y EQUIVALENTES DE CAJA	0	0	0	0	0	0
FFO MARGIN (FFO/ventas)(%)	2,86%	3,33%	4,27%	5,06%	5,44%	-1,44%
(-) cuota leasing del período (ingreso manual - incluido en gastos administrativos)	0	0	0	0	0	0
EBITDAR OPERATIVO (EBITDA+ CUOTA LEASING DEL PERÍODO)	2.255	4.326	5.805	6.238	5.905	-24
BALANCE						
Caja e Inversiones Corrientes	1.319	1.018	821	1.989	1.421	2.744
Activos Totales	17.179	30.401	46.449	47.984	54.624	55.508
Pasivo financiero Corto Plazo (no incluye leasing)	986	2.555	2.895	4.533	6.238	6.283
Pasivo financiero Largo Plazo	0	831	3.957	2.169	5.488	5.488
Otros Ajustes	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras Total (ajustada a leasing)	986	3.386	6.852	6.701	11.726	11.771
Pasivos con Proveedores	11.136	18.652	11.571	10.137	10.860	12.141
Otros Pasivos	1.339	1.291	9.072	10.102	7.206	6.752
Pasivos Totales	13.462	23.329	27.494	26.940	29.792	30.664
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	3.718	7.072	18.954	21.044	24.832	24.845
Patrimonio Tangible	1.879	2.292	11.459	13.926	14.660	14.409
Activos restados al Patrimonio para generar patrimonio tangible	1.839	4.780	7.495	7.118	10.172	10.435
Capitalización ****	4.704	10.458	25.806	27.745	36.558	36.615
Pasivos contingente	0	0	0	5.933	7.733	7.733
GARANTÍA GENERAL						
Activos Pignorados	0	0	16.223	16.223	10.076	10.077
Activos diferidos	0	1.506	0	0	0	0
Inventarios perecibles	0	0	0	4.726	0	0
Otros activos que deban ser restados	0	0	0	0	0	0
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones	17.179	28.896	30.226	31.761	44.548	45.431
Activo Libre Para Garantía de Emisión de Obligaciones Ajustado	17.179	28.896	30.226	27.035	44.548	45.431
Emisión de Obligaciones en Circulación	0	0	2.447	1.497	5.442	5.477
Cobertura de Emisión de Obligaciones (x) regulación	0	0	12	21	8	8
Límite Legal para Emitir Obligaciones	13.744	23.117	24.180	25.409	35.639	36.345

EMPRESA: CORPORACIÓN AZENDE

(Miles de USD)

INDICADORES FINANCIEROS

COBERTURA DEL GASTO FINANCIERO Y LEASING

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	ene-12
EBITDA / Gasto Financiero del período (x)	14,86	11,59	7,98	8,21	8,09	-0,28
(EBITDA - Inver.en Act. Fijo) / Gasto Financiero del período (x)	14,86	4,14	-0,77	5,40	6,05	-0,91
EBITDAR/cargos fijos(intereses y cuota leasing del período)(x)	14,86	11,59	7,98	8,21	8,09	-0,28
FFO/intereses del período (FFO INTEREST COVER) flexibilidad financiera	12,69	9,14	6,53	6,72	8,09	-0,26
CFO/intereses del período (CFO INTEREST COVER)	13,85	4,30	-0,98	6,78	2,77	21,73
FFO/cargos fijos(intereses periodo+cuota leasing) flexibilidad financiera(x)	12,69	9,14	6,53	6,72	8,09	-0,26
CFO/cargos fijos	12,85	3,30	-1,98	5,78	1,77	20,73

APALANCAMIENTO

Deuda Financiera Total AJUSTADA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual - flexibilidad financiera	0,44	0,78	1,18	1,07	1,99	-41,42
Deuda Financiera Total AJUSTADA NETA/EBITDA o EBITDAR OPERATIVO(x) Anual- flexibilidad financiera	-0,15	0,55	1,04	0,76	1,75	-31,76
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ FFO (x)	0,56	1,11	1,70	1,54	2,27	-9,34
Deuda Financiera Total AJUSTADA / Capitalización (%)	21%	32%	27%	24%	32%	32%
Deuda Relacionada / Pasivo Total (%)	2,7%	29,3%	3,9%	3,4%	0,0%	0,0%
Deuda Financiera Total AJUSTADA/ Pasivo Total (x)	0,07	0,15	0,25	0,25	0,39	0,08
Pasivo Total NO AJUSTADO/ Patrimonio Tangible (x)	7,17	10,18	2,40	1,93	2,03	2,13
Pasivo Total AJUSTADO/Patrimonio Tangible (x)	7,17	10,18	2,40	1,93	2,03	2,13
Deuda Financiera AJUSTADA/Patrimonio Tangible (x)	0,53	1,48	0,60	0,48	0,80	0,82
porcentaje dividendo pagado en el período/ut del año anterior	10%	-38%	3%	40%	50%	0%
deuda ajustada y patrimonio tangible deben venir solamente del resumen para evitar errores	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

LIQUIDEZ

Deuda Corto Plazo / Deuda Financiera Total (Ajustada)	1,00	0,75	0,42	0,68	0,53	0,53
FFO/ Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	1,80	1,19	1,39	0,96	0,83	-0,20
FFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	4,32	2,52	1,92	3,82	(0,94)
CASH +FFO/Deuda Financiera de Corto Plazo (x) Anual	3,14	1,59	1,67	1,40	1,06	0,24
CFO/Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	2,02	0,52	(0,35)	1,06	0,22	3,32
CFO/Porción Corriente LP (x) Anual	-	1,75	-0,90	1,94	0,96	15,50
CASH + Flujo de Caja Libre / Deuda Financiera Corto Plazo (x) Anual	3,26	0,09	(2,61)	0,66	(0,16)	3,42
CASH+ Flujo de Caja Libre / Porción Corriente de Deuda a Largo Plazo (x) Anual	-	0,62	-5,83	1,84	-0,89	18,86

OTROS INDICES

Capital de trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente)	3.381	3.501	8.915	8.015	12.061	12.061
Liquidez Ácida (x)	92%	81%	93%	87%	101%	100%
Activos Monetarios (caja y equivalentes + cxc comerciales)/ Pasivo Corriente (x)	78%	66%	71%	68%	68%	67%
Activo corriente / Pasivo Total (x)	125%	111%	102%	104%	112%	112%
Patrimonio / Activo Total (x)	22%	23%	41%	44%	45%	45%
Rotación cuentas por cobrar comerciales (x)	7	6	7	7	7	7
Días de cuentas por cobrar	54	56	51	50	51	50
Rotación de inventarios (x)	12	10	7	5	5	5
Días de inventarios	31	37	53	66	67	69
Rotación de cuentas por pagar (x)	5	4	6	6	6	5
Días de cuentas por pagar	77	88	60	63	61	69
Rotación Capital de Trabajo	15	22	8	7	5	5
Días de Capital de Trabajo	23	16	46	50	68	69
Días de Ciclo de Operación	15	11	3	(3)	11	19
Activo corriente / Pasivo corriente	125%	116%	147%	140%	157%	154%

(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.

(x) Índice expresado en número de veces

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

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

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